

# INFORME MENSUAL

JULIO - AGOSTO 2004

N.º 271 Índice

**1 Perspectivas económicas**

**2 La situación económica**

**6 Coyuntura internacional**

6 Estados Unidos

9 México

11 Japón

13 China

**15 Unión Europea**

15 Zona del euro

18 Alemania

19 Francia

20 Italia

21 Reino Unido

22 Portugal

23 Polonia

**26 Mercados financieros**

26 Mercados monetarios y de capital

**37 Coyuntura española**

37 Actividad económica

42 Mercado de trabajo

**45 Salarios**

47 Precios

53 Sector exterior

57 Sector público

59 Ahorro y financiación

**64 Estudios especiales**

**64 Construcción**

Estados Unidos: el empleo afianza la recuperación  
Desde agosto de 2003 se han creado casi un millón y medio de nuevos empleos. Pág. 6

Zona del euro: la inflación repunta  
La tasa interanual de los precios de consumo pasa del 1,6% en febrero al 2,5% en mayo. Pág. 15

La Reserva Federal sube su tipo de interés de referencia  
La larga etapa de política monetaria extraordinariamente laxa empieza a cerrarse. Pág. 26

La demanda interna modera su impulso  
Algunos indicadores apuntan a una cierta moderación del ritmo expansivo de la economía española. Pág. 37

Aumenta el déficit comercial  
Las exportaciones a la UE crecen a un ritmo inferior al correspondiente a países terceros. Pág. 53

## ESTUDIOS ESPECIALES

**Construcción y vivienda: sigue el ciclo expansivo**  
En 2003, la construcción encadenó su séptimo año consecutivo de crecimiento elevado, y las perspectivas para 2004 siguen siendo favorables. Pág. 64

Servicio de Estudios

# Previsiones

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

	2002	2003	2004	2003				2004		
				I	II	III	IV	I	II	III
<b>ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>										
			Previsiones						Previsiones	
<b>Producto interior bruto</b>										
Estados Unidos	2,2	3,1	4,4	2,1	2,4	3,6	4,3	4,8	5,0	4,0
Japón	-0,3	2,5	3,6	2,5	2,2	1,8	3,5	5,0	4,0	3,4
Reino Unido	1,6	2,2	3,0	1,9	2,2	2,2	2,7	3,0	3,2	3,0
Zona del euro	0,9	0,4	1,6	0,7	0,1	0,3	0,6	1,3	1,6	1,6
<i>Alemania</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,1</i>	<i>1,4</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,1</i>	<i>0,7</i>	<i>1,3</i>	<i>1,4</i>
<i>Francia</i>	<i>1,1</i>	<i>0,5</i>	<i>1,8</i>	<i>0,8</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,4</i>	<i>1,1</i>	<i>1,7</i>	<i>2,0</i>	<i>1,8</i>
<b>Precios de consumo</b>										
Estados Unidos	1,6	2,3	2,5	2,9	2,1	2,2	1,9	1,8	2,8	2,7
Japón	-0,9	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,1
Reino Unido	2,2	2,8	2,3	2,9	2,9	2,9	2,6	2,3	2,2	2,4
Zona del euro	2,3	2,1	2,2	2,3	1,9	2,0	2,0	1,7	2,4	2,5
<i>Alemania</i>	<i>1,4</i>	<i>1,1</i>	<i>1,5</i>	<i>1,2</i>	<i>0,8</i>	<i>1,0</i>	<i>1,2</i>	<i>1,1</i>	<i>1,9</i>	<i>1,6</i>
<i>Francia</i>	<i>1,9</i>	<i>2,1</i>	<i>2,1</i>	<i>2,4</i>	<i>1,9</i>	<i>1,9</i>	<i>2,2</i>	<i>1,8</i>	<i>2,4</i>	<i>2,3</i>
<b>ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>										
<b>Agregados macroeconómicos</b>										
Consumo de los hogares	2,6	3,0	2,9	3,0	2,8	3,1	3,0	3,2	3,0	2,9
Consumo de las AA.PP.	4,4	4,6	4,4	4,3	4,5	4,8	4,8	4,7	4,5	4,3
Formación bruta de capital fijo	1,0	3,0	3,2	3,2	3,4	3,0	2,5	3,0	3,1	3,3
<i>Bienes de equipo y otros</i>	<i>-2,7</i>	<i>2,2</i>	<i>3,0</i>	<i>2,8</i>	<i>2,9</i>	<i>1,9</i>	<i>1,2</i>	<i>2,4</i>	<i>2,7</i>	<i>3,4</i>
<i>Construcción</i>	<i>4,2</i>	<i>3,7</i>	<i>3,4</i>	<i>3,5</i>	<i>3,8</i>	<i>3,8</i>	<i>3,6</i>	<i>3,6</i>	<i>3,4</i>	<i>3,3</i>
Demanda nacional	2,6	3,3	3,3	3,6	3,2	3,6	2,9	3,7	3,5	3,1
Exportación de bienes y servicios	0,0	4,0	5,1	4,4	7,8	2,2	1,8	4,1	4,8	5,7
Importación de bienes y servicios	1,8	6,7	6,8	8,5	10,1	5,9	2,7	6,7	6,9	6,8
<b>Producto interior bruto</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>
<b>Otras variables</b>										
Empleo	1,5	1,8	1,8	1,6	1,7	1,9	2,1	2,1	1,9	1,7
Tasa de paro (% población activa)	11,4	11,3	11,3	11,7	11,1	11,2	11,2	11,4	11,2	11,3
Índice de precios de consumo	3,5	3,0	3,0	3,7	2,8	2,9	2,7	2,2	3,2	3,4
Costes laborales unitarios	3,3	3,6	3,4	3,9	3,6	3,5	3,5	3,5		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-2,7	-3,2	-3,0	-5,0	-2,5	-3,3	-2,0	-5,1		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-1,6	-2,0	-1,8	-4,0	-1,3	-2,5	-0,3	-4,4		
Saldo público (% PIB)	0,1	0,3	0,0							
<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>										
<b>Tipos de interés internacionales</b>										
Fed Funds	1,7	1,1	1,2	1,3	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,4
Repo BCE	3,2	2,3	2,0	2,7	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Bonos EE.UU. 10 años	4,6	4,0	4,5	3,9	3,6	4,2	4,3	4,0	4,6	4,6
Bonos alemanes 10 años	4,8	4,1	4,4	4,1	3,9	4,1	4,3	4,1	4,2	4,5
Obligaciones 10 años	5,0	4,1	4,4	4,1	3,9	4,1	4,3	4,1	4,2	4,2
<b>Tipos de cambio</b>										
\$/Euro	0,95	1,13	1,22	1,07	1,14	1,12	1,19	1,25	1,21	1,25

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

Julio-agosto 2004

### CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

#### Servicio de Estudios

Av. Diagonal, 629, planta 6, torre I  
08028 BARCELONA  
Tel. 93 404 76 82  
Telefax 93 404 68 92  
www.estudios.lacaixa.es  
Correo electrónico:  
informemensual@lacaixa.es

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

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

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



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

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

## PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2004

**La recuperación internacional sigue firme**, con unas perspectivas incluso más despejadas que las existentes en abril y mayo, gracias al descenso de los precios del barril de petróleo a lo largo de junio. La fuerte actividad del segundo trimestre en Estados Unidos avala la previsión de crecimiento para el conjunto del año del orden del 4,5% (3,1% en 2003). No se ocultan los riesgos vigentes, tanto a corto plazo (fundamentalmente el precio del petróleo) como a medio plazo (desequilibrios exterior y público), pero por el momento la flexibilidad y la capacidad de mejora de la productividad demostradas por la economía americana permiten mantener una previsión relativamente optimista. Tampoco se considera relevante el reciente tensionamiento de la inflación, que responde a la actual posición cíclica de la economía, previéndose un incremento de los precios de consumo próximo al 2,5% en 2004, dos décimas porcentuales más que en el pasado año.

En la zona asiática **es previsible que** China **modere paulatinamente su ritmo de crecimiento** a lo largo de los próximos meses, con unas mayores tensiones de precios. El crecimiento de Japón ha alcanzado cotas del 5%, muy por encima de los registros habituales en los últimos años, y también es de esperar una cierta contención del ritmo de la actividad en los próximos trimestres. **La zona del euro seguirá rezagada** con respecto a Estados Unidos y Asia. Tras avanzar un modesto 0,4% en 2003, gracias a la contribución del sector exterior y a una cierta reactivación de la demanda interna, la eurozona alcanzará un crecimiento superior al 1,5% en 2004. Por su parte, la inflación se situará algo por encima del 2%, en promedio del año 2004, ligeramente por encima del aumento de 2003, principalmente por la repercusión del elevado precio del petróleo de estos últimos meses.

En este contexto, se espera que la Reserva Federal de Estados Unidos **repita el movimiento alcista de sus tipos de interés**, con una nueva subida posiblemente en agosto. El Banco de Inglaterra continuará previsiblemente tensando la política monetaria en los próximos meses. En cambio, el Banco Central Europeo **mantendrá de momento su posición**. Los tipos de interés a largo plazo permanecerán orientados al alza, debido a unas expectativas de mayor inflación. El euro está en una fase de indefinición contra el dólar, acabada la cual podría reemprender una nueva trayectoria de fortaleza a causa de las presiones bajistas sobre la moneda estadounidense debidas al elevado déficit exterior por cuenta corriente.

En cuanto a la economía española, se perciben **signos de mayor moderación** en el ritmo expansivo de algunos indicadores. Desde la perspectiva de la oferta, la recuperación en la industria parece haber cobrado una mayor lentitud, mientras que en la construcción se están desacelerando las elevadas tasas de crecimiento anteriores. El tono en los servicios sigue siendo en general positivo, aunque no exento de algunas disparidades. Es posible, por otra parte, que la subida de la tasa de inflación afecte algo negativamente a la capacidad de gasto de los consumidores, pero de momento el crecimiento del empleo y los bajos tipos de interés continúan impulsando la demanda, contrarrestando el efecto anterior. Si remiten, como se espera, las tensiones sobre los precios del crudo, debe producirse una vuelta atrás en el ascenso de la tasa de inflación, que podría situarse cerca del 3% al finalizar el año.

30 de junio de 2004

---

## LA SITUACIÓN ECONÓMICA

La etapa de tipos de interés bajos llega a su fin

***La Reserva Federal de Estados Unidos eleva su tipo de interés de referencia al 1,25%, cerrando así una etapa de política monetaria extraordinariamente laxa que se inició a principios de 2001, cuando los tipos estaban al 6,5%.***

El 30 de junio, la Reserva Federal, el banco central de Estados Unidos, subió 0,25 puntos su tipo de interés de referencia, situándolo en el 1,25%, dando así el primer paso para cerrar una larga etapa de tipos de interés muy bajos en un contexto de política monetaria extraordinariamente laxa. Cabe recordar que a principios de 2001, después de casi una década de crecimiento sostenido y ante el riesgo de estancamiento o recesión e incluso de deflación, la Reserva Federal inició una agresiva relajación monetaria. Partiendo de un nivel de tipos de interés de referencia del 6,5%, los recortes se sucedieron ante la efectiva desaceleración de la actividad, el desplome de las bolsas y los atentados terroristas del 11-S. Tres años y medio después, la recuperación de la actividad parece consolidada, se vuelve a crear empleo e incluso aparecen algunas señales inflacionistas, de manera que ya no tiene sentido mantener por más tiempo unos tipos de interés nominales tan bajos.

***La tónica de subidas de tipos de interés responde a la consolidación de la recuperación mundial.***

El cambio de tercio de la política monetaria de la Reserva Federal ha estado precedido por pasos similares de los bancos centrales del Reino Unido, Nueva Zelanda y Suiza, y probablemente otros países seguirán el ejemplo tarde o temprano. El móvil principal radica en la favorable marcha de la economía mundial y también en los riesgos de inflación que comporta una economía en expansión. El propio Fondo Monetario Internacional ha anunciado su intención de revisar ligeramente al alza las previsiones de crecimiento de la economía mundial que emitió a mediados de abril, que ya dibujaban un optimista escenario de crecimiento en 2004 y 2005.

***La amenaza de un precio del petróleo alto se desvanece en junio gracias a la mayor producción de la OPEP.***

Incluso la amenaza que constituían unos precios del barril de petróleo cercanos a 40 dólares, y que levantó una fuerte preocupación en abril y mayo, parece conjurada. En junio, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) ha decidido aumentar su producción hasta los niveles máximos de los últimos 25 años para hacer frente a una demanda en fuerte crecimiento. Arabia Saudí y los Emiratos Árabes Unidos han concentrado el esfuerzo del cártel y han logrado que a finales de junio el barril calidad Brent haya bajado de los 35 dólares.

***En la zona del euro, la recuperación es todavía incipiente, pese a lo cual la inflación sube más de lo deseado.***

Pero donde la subida de tipos de interés monetarios parece todavía lejana es en la zona del euro. Aunque en el primer trimestre la eurozona se ha beneficiado de una aceleración del ritmo de crecimiento, alcanzándose el 1,3% interanual (0,7% interanual en el cuarto trimestre de 2003), esta recuperación responde a la aportación del sector exterior, mientras que la falta de pulso del consumo privado es preocupante. Y por si esto era poco, encima la inflación se ha disparado más allá de lo deseado por los responsables de la política monetaria. Los elevados precios del petró-

leo registrados en los últimos meses han provocado que el índice de precios de consumo armonizado haya pasado desde el mínimo anual del 1,6% interanual en febrero al 2,5% en mayo. También los precios de la producción industrial se han acelerado.

***El Banco de Japón mantiene la máxima relajación monetaria, aunque la recuperación de la actividad avanza.***

Tampoco es probable que en el corto plazo el banco central de Japón varíe su política monetaria, que mantiene los tipos de interés monetarios prácticamente en el 0%. La economía japonesa ha dado sólidas muestras de su recuperación, pero hay que observar cierta cautela. La dependencia del sector exterior sigue siendo creciente y la deflación aún persiste. El sector inmobiliario, de especial significación en el caso nipón, muestra síntomas de estar empezando una incipiente recuperación, pero la mala experiencia de la última década es todavía demasiado reciente.

***Las bolsas atraviesan un primer semestre complicado, que finalmente se cierra con modestos avances, mientras que el dólar frena su retroceso.***

El giro de la política monetaria estadounidense apenas ha afectado a las bolsas, mientras que en el mercado de bonos los daños han sido contenidos, puesto que los inversores han anticipado el movimiento. A lo largo del primer semestre, las bolsas han experimentado modestos avances, comparados con la brillante trayectoria de 2003, dentro de una tónica de altibajos. Los sobresaltos provocados por los atentados de Madrid, el deterioro de la situación en Oriente Próximo e Irak, la intensificación de las expectativas alcistas de tipos de interés de la Reserva Federal a partir de finales del primer trimestre y la subida del precio del petróleo llevaron a marcar mínimos anuales a mediados de mayo. Por su parte, el dólar ha frenado su tendencia descendente en el primer semestre de 2004, pese al empeoramiento del déficit corriente, gracias a las compras de moneda por parte de bancos centrales asiáticos y a la anticipación del giro restrictivo de la Reserva Federal.

## Economía española: la expansión se modera

***La economía española sigue creciendo a buen ritmo, aunque se perciben signos de moderación.***

En cuanto a la economía española, los indicadores de actividad relativos al primer semestre confirman el buen ritmo de crecimiento, próximo al 3%, a la vez que se perciben algunos signos de moderación en el ritmo expansivo en los datos correspondientes al segundo trimestre de 2004. En este sentido, cabe citar la contención en el avance del consumo de electricidad en los meses de abril y mayo, el modesto crecimiento del índice de producción industrial en abril, el freno del consumo de cemento en abril y mayo, así como el bajón de las pernoctaciones de turistas extranjeros en los mismos meses.

***Algunas ramas industriales se enfrentan a unos mercados complicados, pero la utilización de la capacidad productiva global aumenta.***

En el caso de la industria, el comportamiento de las distintas ramas de actividad es muy desigual; así, la metalurgia y la fabricación de maquinaria y material eléctrico presentan una sólida expansión, mientras que en el extremo contrario, las empresas relacionadas con la electrónica y los equipos informáticos han sufrido una notable recesión de su actividad. A la vez, continúa el retroceso del empleo industrial (un 2,2% interanual en el primer trimestre, según la encuesta de población activa), como muestra del esfuerzo de productividad a que se ve abocada la industria manufacturera en un contexto de globalización y de apertura creciente del mercado internacional. Cabe señalar, en cualquier caso, que tanto el indicador de clima industrial como la tasa de utilización de la capacidad productiva

de las empresas han mejorado en los resultados correspondientes al segundo trimestre.

***El sector de construcción sigue fuerte, especialmente en lo que se refiere a la vivienda.***

En cuanto a la construcción, el citado retroceso del consumo aparente de cemento parece responder a efectos puntuales en la serie de referencia, puesto que en general se estima que el crecimiento de la actividad, si bien no alcanza los elevados niveles de años anteriores, continúa manifestando una notable solidez. En el caso de la vivienda, la demanda continúa muy fuerte, a tenor de los datos disponibles sobre crédito hipotecario y precios de compraventa. También la licitación de obras públicas parece haber cobrado un mayor dinamismo en los meses iniciales del año, en contraste con los fuertes descensos registrados en meses precedentes.

***El sector servicios continúa creando empleo, aunque el turismo se ve puntualmente afectado por los atentados del 11-M.***

En cuanto a los servicios, el tono de la actividad continúa siendo muy positivo en general, como se manifiesta en las cifras relativas al empleo en el sector. La mayor incógnita reside en el efecto que sobre el turismo pudieran tener los atentados del 11 de marzo en Madrid. En este sentido, en los meses de marzo y abril se contabilizaron unas entradas de visitantes algo por debajo de la tendencia de los últimos meses, a la vez que las pernoctaciones de extranjeros en hoteles experimentaron un notable retroceso, una tónica que continuó en mayo. En cualquier caso, existe una coincidencia general en que los efectos han sido muy limitados, una valoración en la que coinciden el panel de expertos de la Organización Mundial del Turismo y el Banco de España, que a su vez apunta a que no se han quebrado las perspectivas optimistas de la campaña de verano.

***La inflación se dispara en el segundo trimestre por culpa del petróleo.***

Otro factor que puede afectar al ritmo de crecimiento de la economía es el súbito deterioro de la tasa de inflación. Mientras que en los tres primeros meses del año el índice de precios de consumo permaneció plano, en el segundo trimestre los precios han crecido casi un 2%, es decir, prácticamente todo el crecimiento esperado para el conjunto del año 2004, según las previsiones oficiales. La causa principal de este recorrido, como en otras economías desarrolladas, ha sido el efecto de la subida del precio del petróleo. Pero otros componentes están también manifestando tensiones inflacionistas mayores de lo esperado, como algunos productos alimenticios y otros componentes del grupo de servicios.

***Los afiliados a la Seguridad Social aumentan y el déficit exterior se deteriora.***

En cuanto al mercado de trabajo, cabe destacar el robusto crecimiento del número de afiliados a la Seguridad Social hasta mayo, especialmente en lo que se refiere a las altas de trabajadores extranjeros. En el ámbito del sector exterior, continúa el deterioro de la balanza de pagos por el creciente déficit de las operaciones recogidas en la balanza corriente.

***El nuevo gobierno anuncia una flexibilización de las normas de estabilidad presupuestaria del sector público.***

Y en lo que se refiere al sector público, hay que señalar el superávit en la ejecución presupuestaria de Estado en términos de caja en los cinco primeros meses. En este sentido, el nuevo gobierno surgido de las elecciones generales de marzo ha anunciado cambios en la Ley de Estabilidad Presupuestaria –cuya aplicación ha logrado erradicar los déficit públicos desde 2002– haciéndola algo más flexible y estableciendo como objetivo la estabilidad presupuestaria en el medio plazo (pudiéndose incurrir en déficit en años de mala coyuntura), en vez de anualmente, como ahora.

## CRONOLOGÍA

### 2003

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

### 2004

- enero 1** Entran en vigor los **Presupuestos Generales del Estado para 2004** (BOE 31-12-03).
- febrero 11** El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra un máximo anual (10.737,7) con un alza del 2,7% en relación con el final del año 2003.
- 17** El **euro** cotiza a 1,286 dólares, el valor máximo desde el lanzamiento de la moneda única a principios de 1999.
- marzo 11** Trágico **atentado terrorista** en la red ferroviaria de cercanías de Madrid.
- 14** Victoria del Partido Socialista Obrero Español en las **elecciones generales**.
- abril 13** El índice de la **bolsa española** IBEX 35 marca un máximo anual (8.444,3) con una ganancia acumulada del 9,1% sobre el final de diciembre de 2003.
- mayo 1** Ampliación de la **Unión Europea** a diez nuevos Estados miembros hasta un total de veinticinco.
- junio 1** El precio del **petróleo** calidad Brent a un mes sube hasta 39,2 dólares por barril, el nivel máximo desde octubre de 1990.
- 18** La cumbre del Consejo Europeo en Bruselas aprueba la **Constitución Europea**, que deberá ser ratificada por los Estados miembros de la Unión Europea.
- 30** La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia en un cuarto de punto porcentual hasta el 1,25%.

## AGENDA

### Julio

- 1** Reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 2** Índice de producción industrial (mayo).
- 13** Índice de precios de consumo (junio).
- 16** Índice de precios de consumo armonizados de la Unión Europea (junio).
- 23** Encuesta de población activa (segundo trimestre).
- 26** Índice de precios industriales (junio).
- 29** Indicador adelantado del IPCA (julio).
- 30** PIB de Estados Unidos (segundo trimestre).

### Agosto

- 5** Índice de producción industrial (junio).  
Reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 10** Reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal.
- 12** Índice de precios de consumo (julio).
- 18** Índice de precios de consumo armonizados de la Unión Europea (julio).
- 25** Índice de precios industriales (julio).
- 30** Indicador adelantado del IPCA (agosto).

### Septiembre

- 1** Contabilidad nacional trimestral (segundo trimestre).
- 2** Reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 9** Índice de producción industrial (julio).
- 10** Índice de precios de consumo (agosto).
- 16** Índice de precios de consumo armonizados de la Unión Europea (agosto).
- 21** Reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal.
- 22** Encuesta trimestral de costes laborales (segundo trimestre).
- 27** Índice de precios industriales (agosto).

## Estados Unidos: el empleo afianza la recuperación

**En Estados Unidos, la demanda interna sigue expandiéndose, de la mano del elevado ritmo del consumo privado...**

Estados Unidos mantiene en el segundo trimestre un elevado ritmo de actividad. El fuerte crecimiento del gasto de los hogares, la recuperación de la inversión y una mayor contribución de la exportación son los tres elementos que explican dicho dinamismo económico. Por lo que se refiere al consumo privado, su principal indicador mensual, las ventas al por menor, sorprendió en mayo con un avance del 8,9% interanual, el mayor registrado desde marzo de 2000. El aumento de la confianza del consumidor en abril y mayo, hasta el nivel de los 93,2 puntos, anticipa que el ritmo del consumo se mantendrá fuerte en los próximos meses.

### ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2002	2003	2003			2004		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB	2,2	3,1	2,4	3,6	4,3	4,8	-	...
Ventas al por menor	2,5	5,4	4,5	6,1	6,7	7,8	7,7	8,9
Venta de viviendas unifamiliares	7,6	11,6	15,5	15,1	8,8	19,8	6,4	...
Confianza del consumidor (*)	96,6	79,8	82,7	78,6	89,7	91,6	93,0	93,2
Producción industrial	-0,6	0,3	-1,0	-0,4	1,5	2,9	5,1	6,3
Índice de actividad industrial (ISM) (*)	52,4	53,3	48,9	54,1	60,6	62,5	62,4	62,8
Tasa de paro (**)	5,8	6,0	6,1	6,1	5,9	5,6	5,6	5,6
Precios de consumo	1,6	2,3	2,2	2,2	1,9	1,8	2,3	3,1
Balanza comercial (***)	-35,5	-42,7	-42,4	-43,5	-44,3	-45,0	-46,0	...

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

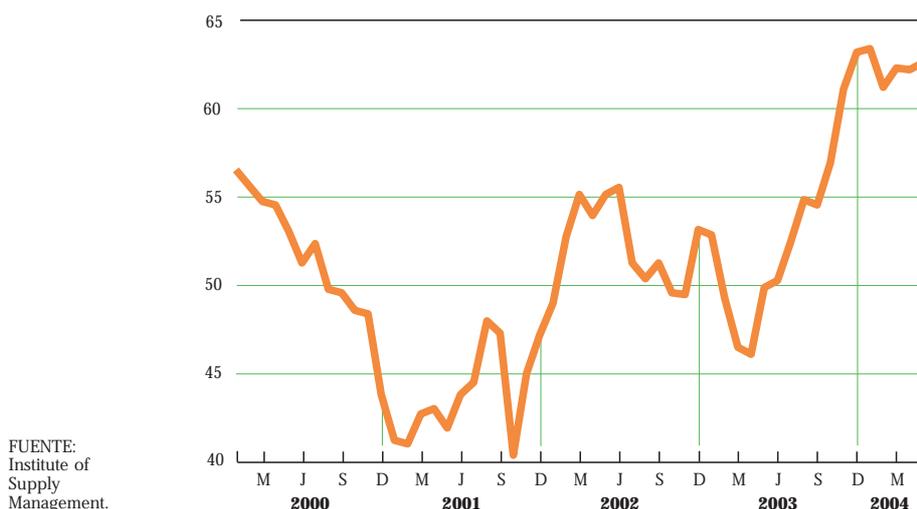
FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

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

Igualmente es positiva la evolución de la inversión en bienes de equipo. Tras dos años muy poco satisfactorios, 2001 y 2002, el componente de bienes de equipo de la producción industrial ha ido paulatinamente recuperándose de los retrocesos anteriores. En el primer trimestre de 2004, la producción industrial de bienes de equipo creció un notable 4,9% interanual. Con todo, esta cifra se ha quedado muy por debajo del incremento interanual del 9,4% de mayo. En la misma línea, la utilización de la capacidad productiva alcanzó en abril el 76,9%, su mejor nivel desde julio de 2001.

## ELEVADO RITMO DE ACTIVIDAD EN ESTADOS UNIDOS

### Valor del índice de actividad empresarial ISM



**La industria presenta un perfil de claro ascenso, que se mantendrá en los próximos meses.**

Desde una perspectiva sectorial, los indicadores disponibles confirman que la expansión industrial avanza firmemente. El mes de mayo, la producción industrial se situó en niveles un 6,3% superior a los de un año antes. A tenor de los indicadores adelantados del sector, las perspectivas inmediatas son positivas. Los pedidos de fábrica se aceleraron en abril hasta el 12,5% interanual, mientras que el indicador de actividad industrial del Institute of Supply Management (ISM) se aupaba en mayo hasta el nivel de los 62,8 puntos.

**La construcción acelera su ritmo en el segundo trimestre.**

La construcción también se beneficia de un excelente momento. El incremento interanual de los permisos de construcción alcanzó en abril el 11,4%, mejorando ligeramente el promedio del primer trimestre, situado en el 9,7% interanual. Igualmente sólido fue el comportamiento de las viviendas iniciadas, que tras crecer un 13,3% interanual en el primer trimestre se mantuvieron en cotas similares hasta mayo, cuando aumentaron un 12,5% interanual.

**El petróleo provoca un notable repunte de los precios.**

Menos complaciente es el notable tensionamiento de los precios registrado en los últimos meses. El principal responsable de este rápido incremento de la inflación ha sido el aumento de las cotizaciones del crudo, que se ha trasladado a los precios intermedios y finales de la economía. Así, los precios de producción se han disparado hasta el 4,9% interanual en mayo, partiendo del 2,2% interanual del primer trimestre. Por lo que se refiere al índice de precios de consumo (IPC), en mayo se situó en el 3,1% interanual, a comparar con el 2,3% interanual de abril. A pesar de que la tasa interanual está parcialmente sesgada al alza por el efecto de base derivado de la caída de la energía en mayo de 2003, lo cierto es que el incremento intermensual es aproximadamente el doble del registrado en abril. Descontados la energía y los alimentos la inflación resultante fue del 1,7% interanual, una décima porcentual menor que la de abril.

## LA ENERGÍA TENSIONA LOS PRECIOS EN ESTADOS UNIDOS

Variación interanual del índice de precios de consumo



**La positiva creación de ocupación permite recuperar cerca del 50% de empleos perdidos desde la recesión de 2001.**

Probablemente el elemento más novedoso del escenario macroeconómico norteamericano de los últimos meses es la vuelta a una vigorosa creación de empleo. Tras el atípico año 2003, en el cual la ocupación aumentó en menor medida de lo que había sido habitual en anteriores fases de recuperación económica, desde finales de dicho año y, con mayor intensidad, desde principios de 2004 la situación se ha empezado a normalizar. Entre septiembre de 2003 y mayo de 2004 se ha registrado la creación de 1.435.000 empleos no agrícolas netos, lo que representa aproximadamente un 50% de los empleos destruidos desde la recesión de 2001. Por su parte, la tasa de paro se mantuvo en mayo en el 5,6% de la población activa, sin cambio respecto a abril.

**El tirón de la demanda interna provoca un nuevo aumento del déficit comercial.**

En presencia de una demanda interna en clara expansión, el déficit comercial de Estados Unidos sigue ampliándose mes tras mes. A pesar de que las exportaciones crecieron en abril un 15,5% interanual, las importaciones se situaron en tasas de avance apenas inferiores (14,9% interanual), con lo cual el saldo acumulado de 12 meses en media mensual ascendió a 46.000 millones de dólares, 1.000 millones mayor que en el primer trimestre.

**El déficit por cuenta corriente supera el 5% del PIB en el primer trimestre.**

Los datos recientemente conocidos de la balanza de pagos reiteran las dificultades en el frente exterior. El déficit por cuenta corriente se situó, en el primer trimestre, en un importe equivalente al 5,1% del producto interior bruto (PIB), frente al 4,5% del cuarto trimestre. Esta tendencia se debió a la ampliación del déficit de bienes –aproximadamente dos tercios del aumento del déficit corriente vino explicado por el mayor desequilibrio comercial– y de servicios y a la disminución del superávit de la balanza de rentas. Asimismo se produjo un empeoramiento de la balanza de transferencias.

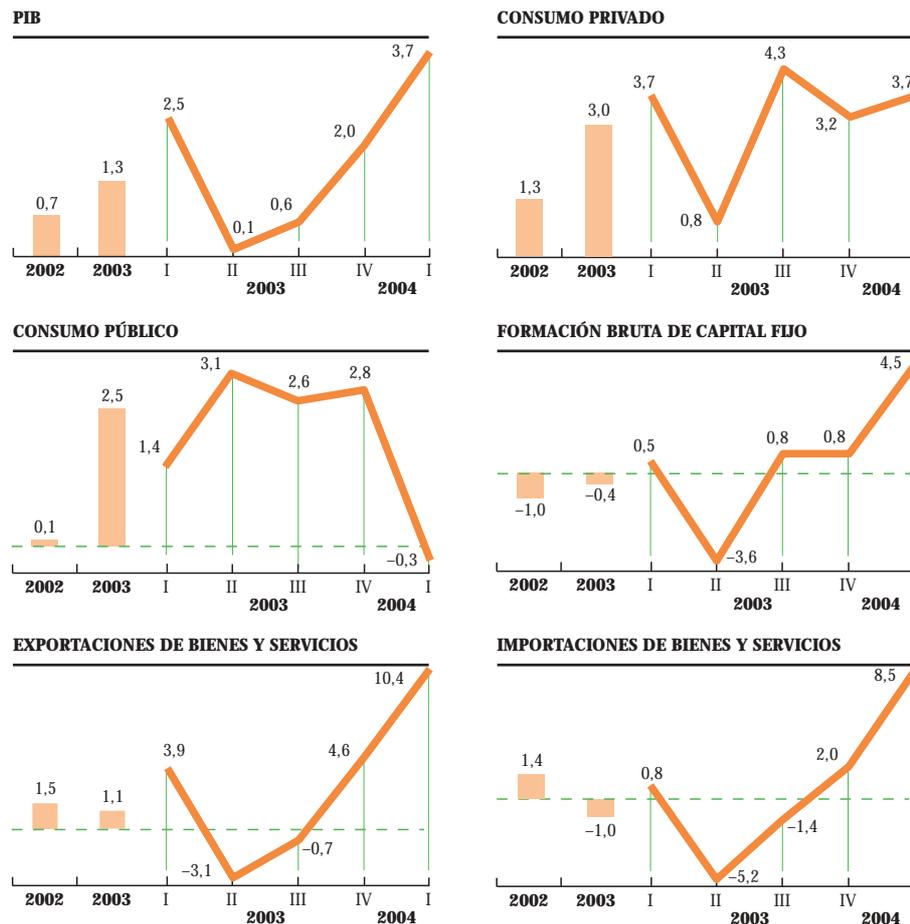
## México: un crecimiento moderado basado en el sector exterior

**México crece un 3,7% en el primer trimestre, destacando el buen comportamiento de la inversión en capital fijo, que avanza un 4,5%.**

El PIB real de México creció un 3,7% interanual en el primer trimestre de 2004, mostrando una franca aceleración respecto a los datos del último trimestre de 2003. Por componentes, es destacable la preponderancia de la formación bruta de capital fijo, que avanza un 4,5% respecto al mismo trimestre del año anterior. El buen comportamiento de la inversión es significativo, en cuanto que su débil tono venía siendo un talón de Aquiles de la economía azteca en los últimos trimestres. Habrá que esperar a ver la descomposición de este dato entre componente público y privado, recordando que el primero se mostró mucho más robusto que el segundo en 2003. El consumo privado del primer trimestre creció un 3,7% interanual, mientras que el consumo público disminuyó un 0,3%. Los inventarios contribuyeron negativamente al crecimiento en un 0,2%.

### EVOLUCIÓN DEL PIB DE MÉXICO POR COMPONENTES Porcentaje de variación interanual

**El consumo privado mantiene su expansión.**



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

**Minería y construcción son los sectores más dinámicos, pero es relevante la recuperación de las manufacturas.**

Por sectores, la minería y la construcción, con crecimientos interanuales del 6,4% y del 4,9% respectivamente, fueron los más dinámicos. Sin embargo no hay que olvidar la recuperación de las manufacturas. Si el crecimiento interanual manufacturero fue de 2,8% en el primer trimestre, este dato se compara muy positivamente con los crecimientos negativos de los tres trimestres anteriores. Los servicios financieros siguieron mostrando un buen tono, con un crecimiento interanual del 4,3%, pero más continuista respecto a periodos anteriores.

La producción industrial de mayo creció un 4,0% interanual. Si bien esto supone una ligera desaceleración respecto al mes anterior, que llegó al 6,5%, hay que considerar que abril fue un mes excepcionalmente bueno. En coherencia con los datos del PIB del primer trimestre y mostrando unos indicios continuistas en la senda del crecimiento, la construcción demuestra un mejor tono que las manufacturas, pero la recuperación de estas últimas es más acusada, respecto a unos niveles anteriores bajos.

## MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2002	2003	2003			2004		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB real	0,7	1,3	0,1	0,6	2,0	3,7	-	-
Producción industrial	-0,7	-0,8	-1,4	-2,2	-0,6	1,8	6,5	4,0
Tasa de desempleo								
Ciudad de México (*)	3,1	3,5	3,0	4,1	4,5	4,3	5,0	4,4
Precios de consumo	4,9	4,7	5,2	4,1	4,0	4,2	4,2	4,2
Balanza comercial (**)	-8,1	-5,6	-6,4	-6,4	-5,6	-6,0	-6,0	-5,6

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco Central de México y Thomson Financial Datastream.

**Mejora la productividad...**

La tasa de desempleo de Ciudad de México disminuyó levemente en mayo, situándose en un 4,4%. La productividad en manufacturas de abril creció un 5,5% respecto al mismo periodo del año anterior, contribuyendo positivamente a la competitividad de los productos aztecas. Es este un indicador importante teniendo en cuenta que la divisa mexicana no se ha depreciado en los últimos tiempos como otras de países vecinos. Si consideramos que el sector exterior es un punto débil de la economía azteca, las ganancias en competitividad son un factor de la máxima relevancia. Abundando al respecto, los precios siguieron en una tónica de estabilidad, con un IPC de mayo en el 4,2% interanual, moderándose ligeramente respecto al 4,5% que se había alcanzado en marzo.

**...pero el sector exterior no muestra excesivo dinamismo.**

Las exportaciones del primer trimestre de 2004 crecieron un 10,4% interanual y las importaciones, un 8,5%. Esto posibilitó que el sector exterior contribuyera positivamente al crecimiento, aunque menos que en el último trimestre de 2003. La balanza comercial de los últimos doce meses hasta mayo de 2004 fue negativa en 5,6 miles de millones de dólares. Sin contar las exportaciones de petróleo, llegó a arrojar un déficit de 25 miles de millones de dólares.

## Japón: el crecimiento continúa afirmándose

**Japón revisa al alza el crecimiento del primer trimestre, del 4,7% al 5,0%.**

El crecimiento japonés vino a confirmar las señales positivas de los meses anteriores. El crecimiento del PIB del primer trimestre de 2004 fue revisado al alza, pasando de un 4,7% a un 5,0%. La demanda interna privada contribuyó en 4,4 puntos porcentuales de esos 5 puntos del crecimiento total, mientras que el sector público tuvo una contribución negativa de 0,6 puntos porcentuales. La formación bruta de capital fijo también confirmó la fortaleza apuntada en los últimos meses, creciendo un 6,0% interanual, así como el consumo privado, que se quedó en el 2,9%, prácticamente repitiendo las cifras de antes de la revisión.

**La producción industrial alcanza los mejores niveles de la década, pero las ventas minoristas no acompañan.**

La producción industrial vino a sumarse a los signos de crecimiento ya apuntados. En abril creció un 8,7% interanual. Hay que remontarse a finales de los 80 para ver crecimientos similares. Sin embargo, las ventas minoristas de abril no se unieron a la tónica general, presentando descensos interanuales del 1%. Habrá que esperar unos meses para ver tendencias más claras del comportamiento del consumidor, aunque los indicios del mercado laboral apuntan un buen tono.

### JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2002	2003	2003				2004	
			I	II	III	IV	I	Abril
PIB	-0,3	2,5	2,5	2,2	1,8	3,5	5,0	-
Ventas al por menor	-3,9	-1,9	-1,8	-2,6	-2,2	-1,2	0,2	-1,0
Producción industrial	-1,3	3,3	5,4	1,9	1,1	4,7	5,0	8,7
Índice de actividad empresarial (Tankan) (*)	-23,0	-8,0	-17,0	-9,0	-7,0	1,0	7,0	-
Viviendas iniciadas	-1,9	0,8	-2,1	2,2	-0,6	3,2	5,4	-4,1
Tasa de paro (**)	5,4	5,3	5,4	5,4	5,2	5,1	4,9	4,7
Precios de consumo	-0,9	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,4
Balanza comercial (***)	11,8	12,4	12,0	11,7	11,9	12,4	13,2	...

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

**La vivienda todavía ofrece dudas.**

La vivienda ofrece signos esperanzadores, pero la recuperación sólida aún queda lejos. Si los precios unitarios presentaron una leve tendencia al alza en abril, las viviendas iniciadas en dicho mes fueron un 4% menores que las del mismo periodo del año pasado, y los precios medios de las viviendas adquiridas no siguieron la tendencia alcista de los primeros.

**El mercado laboral presenta un panorama positivo, con los lunares en manufacturas y finanzas.**

El mercado laboral también se mostró activo, y en abril el número de empleados aumentó un 0,8% interanual, de manera que sigue la recuperación iniciada en el verano de 2002. Sin embargo, se parte de una situación muy apática del mercado, y habrá que esperar a los próximos meses para confirmar la tendencia. El sector de servicios mostró los mayores incrementos interanuales (6,5%) frente a la continua debilidad del sector

manufacturero, que perdió un 2,7% de empleos respecto al año anterior, y a la aún mayor flaqueza del sector financiero, que vio sus nóminas de abril reducidas en un 5,6% respecto al mismo periodo del año anterior.

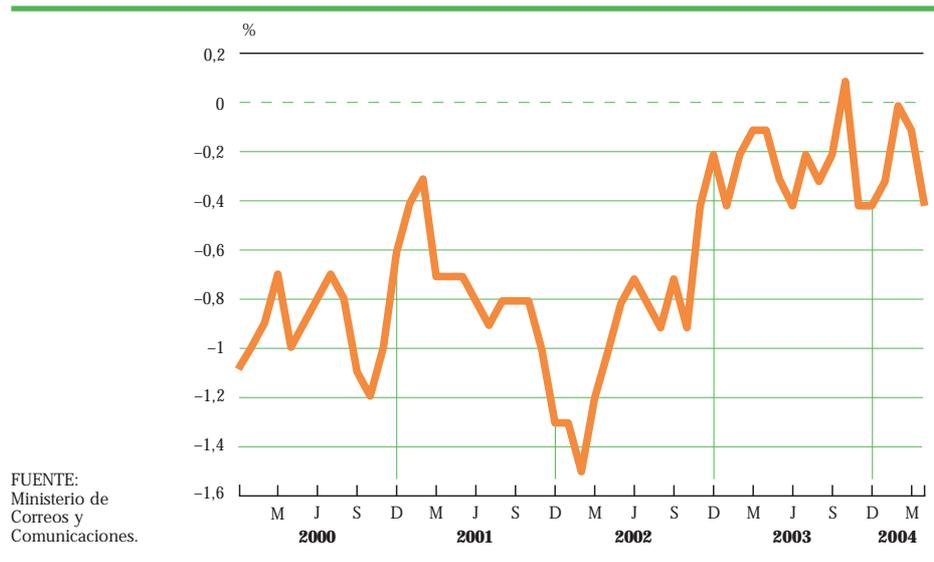
**La productividad crece un 8,5% en abril.**

Otro factor positivo del mercado laboral fue un crecimiento de la productividad del total de industrias de abril del 8,5% interanual. A pesar de la elevada volatilidad del índice, en el contexto actual, y con un predominio de los empleos de servicios con pérdidas en el sector financiero, el dato es inequívocamente positivo.

**Los precios siguen disminuyendo, aunque de forma moderada.**

Los precios disminuyeron en abril un 0,4% interanual. Sin alimentos frescos, la disminución fue del 0,3%. Esto representa una ralentización de los descensos del 2001 y 2002. Sin embargo, en el caso japonés, a diferencia de la economía americana, los precios aún siguen disminuyendo, y los miedos de deflación aún no han desaparecido. El mantenimiento del crecimiento del consumo en los robustos niveles del primer trimestre deberá cambiar esta situación.

LA DEFLACIÓN JAPONESA PERSISTE  
Variación interanual del índice de precios al consumo



**El sector exterior contribuye cada vez más al crecimiento.**

El sector exterior siguió contribuyendo de forma positiva al crecimiento. A pesar de que la revisión del PIB llevó a las importaciones del primer trimestre a crecer un 7,2% interanual, superior al 6% de la primera estimación, las exportaciones mantuvieron su incremento del 15% para el mismo periodo. Esta contribución sigue una tendencia creciente bastante estable. La balanza comercial nipona arrojó en marzo un saldo positivo de 13,4 billones de yenes. Las influencias positivas del crecimiento chino siguen ahí, así como los riesgos que ello comporta.

## China: fuerte crecimiento y demanda de materias primas

**China revisa ligeramente al alza el PIB del primer trimestre.**

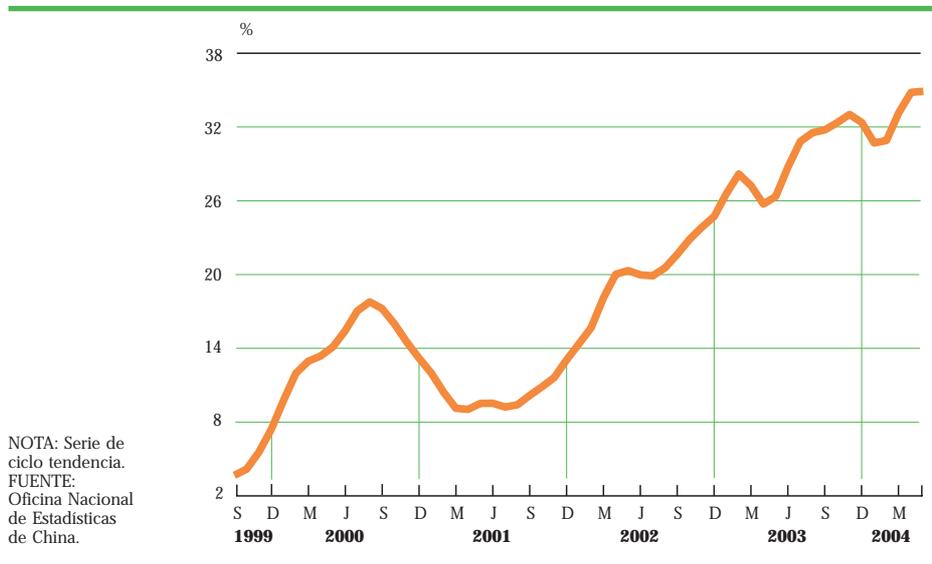
El crecimiento del PIB real chino del primer trimestre de 2004 fue revisado ligeramente al alza, pasando de un 9,7% a un 9,8% interanual. Por sectores, la agricultura y la industria no sufrieron cambios, (4,5% y 11,6% respectivamente) siendo el sector terciario el objeto de la modificación. El sector terciario pasó del 7,7% al 8% de incremento respecto al trimestre anterior.

**La producción industrial representa una muy leve moderación.**

La producción industrial de mayo de 2004, aun creciendo un 17,5% interanual en términos reales, presentó una ligera desaceleración respecto a los meses de marzo y abril, cuando había crecido al 19,4% y al 19,1% respectivamente. El patrón fue el mismo de los últimos meses, con un mayor crecimiento de la industria pesada y una disminución de la cuota que representan las empresas estatales. La industria pesada creció en mayo un 18,9% interanual, la industria ligera un 16% y la producción industrial de empresas estatales, un 13,8%. En todos los casos se constata una muy leve moderación del crecimiento, aunque aún es pronto para hablar de aterrizajes suaves. La cuota que representan las industrias estatales respecto al total de la producción industrial siguió disminuyendo, pasando del 42,9% de marzo al 41,9% de mayo. La producción de aparatos de televisión en color, vehículos a motor y ordenadores también muestra cierta desaceleración, dentro de niveles de crecimiento altos.

**Sigue la pérdida de cuota de los grandes conglomerados estatales.**

LA INDUSTRIA CHINA MANTIENE UN CRECIMIENTO ESTABLE  
Variación interanual de la producción industrial nominal



con cierta moderación en la oferta, puede tener una lectura positiva en un país donde el ritmo de inversión ha sido incluso excesivamente alto en los últimos tiempos. La parte negativa podría venir de los precios.

**La inflación se acelera, liderada por los alimentos.**

La inflación china repuntó en mayo al 3,7% interanual. Más que el nivel concreto, es notable el incremento respecto a los meses anteriores. En marzo el incremento interanual era de 2,1%. El sector alimentos registró las alzas más notables, llegando en mayo al 9,7% interanual.

**CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS**

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

	2002	2003	2003			2004		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB real	7,8	9,0	6,7	9,6	9,9	9,8	-	...
Producción industrial	12,7	16,7	15,2	16,6	17,7	16,6	19,1	17,5
Precios de consumo	-1,5	1,9	1,8	1,6	3,3	2,3	2,8	3,7
Balanza comercial (*)	30,3	26,1	22,0	20,1	26,1	18,6	15,7	15,6

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

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

**El sector exterior sigue las pautas de meses anteriores...**

La balanza comercial de los últimos doce meses hasta mayo de 2004 siguió empeorando, manteniendo e intensificando los patrones apuntados en los datos del primer trimestre de 2004. Así, se llegó a 15.551 millones de dólares, frente a los 22.700 millones de un año antes. Hay que remarcar, sin embargo, que el mes de mayo presentó un pequeño superávit de 2.100 millones de dólares, en contraste con cuatro meses consecutivos de déficit.

**...es decir, déficit de materias primas, déficit con Asia y superávit con Estados Unidos.**

Siguió agrandándose el déficit comercial con Asia y Latinoamérica, llegando en los 12 meses hasta mayo de 2004 a 64.880 y 4.408 millones de dólares respectivamente. Esto representa el doble del año anterior para Asia. El caso latinoamericano es más acusado, ya que en el año anterior China presentaba un pequeño superávit con aquella región. En contraste, y también siguiendo las tendencias de los últimos tiempos, el superávit comercial con Estados Unidos siguió incrementándose, al mismo tiempo que las presiones para que la divisa china fluctúe libremente en los mercados. En los 12 meses hasta mayo de 2004 se llegó a los 62.594 millones de superávit. El déficit con Corea y Japón siguió aumentando, aunque el déficit mayor de la economía China es con Taiwan, que llegó en mayo a los 45.000 millones.

**Sigue aumentando el desequilibrio en materias primas.**

Sigue el desequilibrio en materias primas. Las exportaciones representaron el 40% de las importaciones en los 12 meses hasta mayo de 2004. Considerando solamente las cifras del mes, esta ratio se situó en mayo en torno al 30%, en línea con los últimos meses. No se ven por tanto atisbos claros de cierta moderación en la demanda China. En relación a este punto, las importaciones en volumen de aluminio, cobre, hierro y petróleo siguieron aumentando en los 12 meses hasta mayo de 2004. En el caso del petróleo los incrementos fueron de un 29%, 50% para el aluminio y 37% para el hierro.

## Zona del euro: la inflación repunta

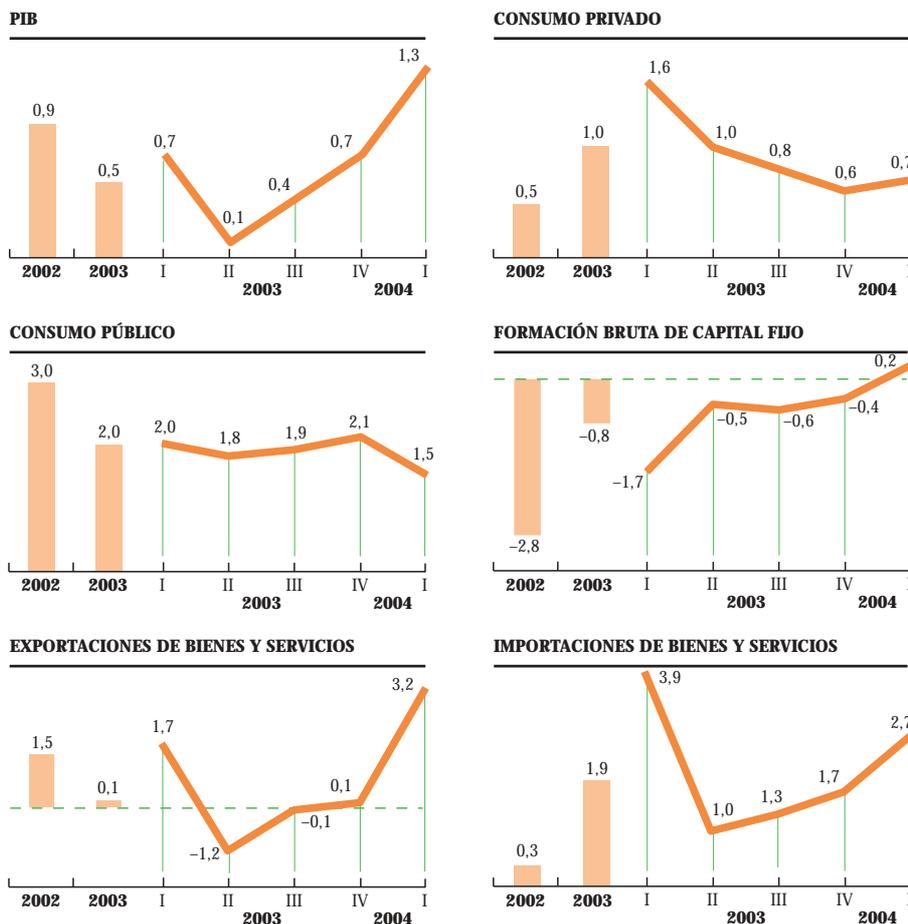
**En el primer trimestre, la zona del euro crece un 1,3% gracias a la aportación del sector exterior.**

Durante el primer trimestre de 2004 el crecimiento de la eurozona se aceleró hasta el 1,3% interanual (0,7% interanual en el cuarto trimestre de 2003). Este mayor aumento del producto interior bruto (PIB) se debió fundamentalmente al vuelco registrado en el sector exterior, que pasó de drenar medio punto porcentual a la variación del PIB en el cuarto trimestre a aportar tres décimas porcentuales en el primero. El tirón exportador (aumento del 3,2% interanual), superior a la aceleración de las importaciones (2,7% interanual), favoreció este giro de la demanda externa.

## EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

**Las exportaciones salvan el primer trimestre.**



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

**A pesar del mejor tono de consumo privado e inversión, la demanda interna se desacelera.**

Contrariamente, la demanda interna perdió parte de su impulso debido a la desaceleración del consumo público –del 2,1% interanual del cuarto trimestre al 1,5% en el primer trimestre– y a la menor contribución de la variación de existencias (sólo dos décimas porcentuales, una tercera parte de lo aportado en el trimestre precedente). En cambio, fue moderadamente más positiva la evolución del consumo privado, que creció un 0,7% interanual (0,6% en el cuarto trimestre) y de la inversión, que pasó de caer un 0,4% interanual en el cuarto trimestre a registrar un avance interanual del 0,2% en el primero.

## ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2002	2003	2003			2004		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB	0,9	0,5	0,1	0,4	0,7	1,3	–	...
Ventas al por menor	0,0	0,2	0,8	–0,4	–0,5	0,1	1,0	...
Confianza del consumidor (*)	–11,0	–18,0	–19,0	–17,0	–16,0	–14,3	–14,0	–16,0
Producción industrial	–0,5	0,4	–0,8	–0,1	1,4	1,2	1,7	...
Sentimiento económico (*)	94,4	93,5	91,4	94,2	97,8	98,7	100,2	100,3
Tasa de paro (**)	8,4	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	9,0	...
Precios de consumo	2,2	2,1	1,9	2,0	2,0	1,7	2,0	2,5
Balanza comercial (***)	84,1	81,6	82,6	77,1	73,8	79,3	88,1	...

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

**La industria empieza a levantar cabeza...**

Por lo que se refiere al segundo trimestre del año, los indicadores disponibles apuntan a la continuidad de la recuperación, si bien todavía a un ritmo contenido. El más general de todos ellos, el de sentimiento económico, tras alcanzar los 98,7 puntos en el primer trimestre, se situó en mayo en los 100,3 puntos, lo que anticipa una suave aceleración de la actividad durante la primavera. Por sectores, la reactivación económica está alcanzando a los servicios y, aunque en menor grado, a la industria. Así, el indicador de confianza industrial se mantuvo en abril y mayo en el nivel de los 4-5 puntos negativos, una mejora de unos tres puntos respecto al promedio de enero-marzo. Asimismo, la producción industrial creció un 1,7% interanual en abril, 0,5 puntos más que en el primer trimestre. La recuperación de los pedidos industriales hasta mayo permite esperar que la inflexión alcista de la actividad del sector secundario se prolongará a los próximos meses.

**...en parte gracias a la recuperación exportadora.**

Este relativo mejor tono de la industria es tributario de la sensible aceleración de las exportaciones en lo que va de año, de manera que en abril las ventas al exterior se situaban un 8% por encima de lo alcanzado un año antes. A pesar del mayor dinamismo que también han mostrado las importaciones (aumento del 4,4% interanual en abril), el superávit comercial ha seguido recuperándose. En dicho mes de abril, el saldo acumulado de 12 meses se situó en los 88.100 millones de euros, 8.800 millones por encima del dato del primer trimestre.

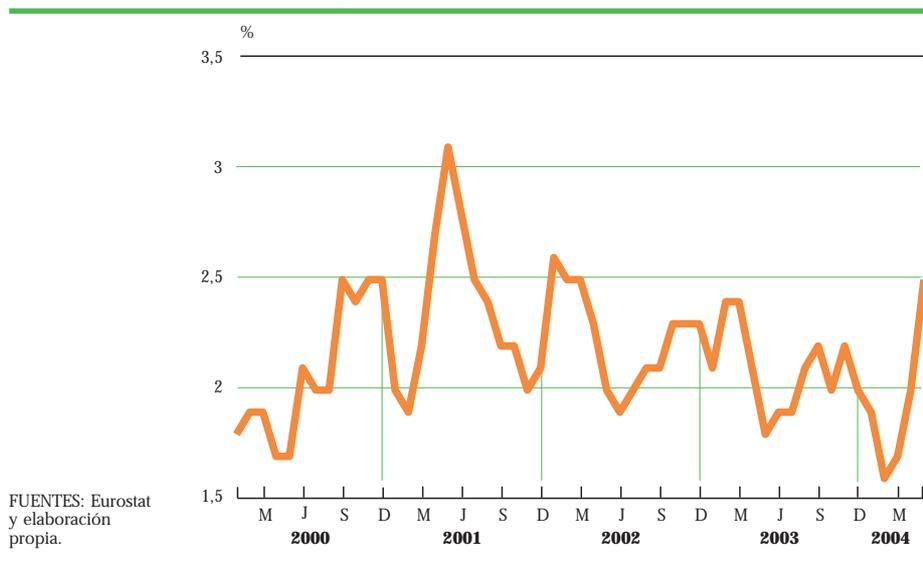
**El ritmo del gasto de los hogares es todavía reducido, aunque muestra recuperación.**

Por el contrario, la demanda interna se muestra menos pujante. Aunque el pulso del consumo privado parece mejor que en meses precedentes, su ritmo de crecimiento todavía está lejos de ser dinámico. En abril, las ventas al por menor crecieron un 1,0% interanual, cifra superior al 0,3% interanual de marzo. Con todo, el empeoramiento de la confianza del consumidor en mayo, de dos puntos, anticipa una senda de recuperación del gasto de los hogares todavía incipiente.

**La presión del petróleo dispara la inflación hasta el 2,5% en mayo.**

Ante esta tesitura de incipiente recuperación la evolución de los precios es preocupante. Los elevados precios del petróleo registrados en los últimos meses han provocado que el índice de precios de consumo (IPC) armonizado haya pasado desde el mínimo anual del 1,6% interanual de febrero al 2,5% interanual de mayo. En dicho mes de mayo el componente de energía creció un 6,7% interanual, frente al 2,0% interanual de abril. Una vez descontados la energía, el alcohol, el tabaco y la alimentación, la tasa resultante se mantuvo en el 1,8% interanual, sin cambio respecto a abril. Las repercusiones del fuerte precio del petróleo se están trasladando no sólo a los precios finales, sino también a otros precios intermedios. Así, en abril, los precios de producción industrial se aceleraron un punto porcentual, alcanzado un 1,4% interanual.

LA INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO VUELVE A SUPERAR EL 2%  
Variación interanual del índice de precios de consumo armonizado



**El paro repite en el 9% en abril.**

Por su parte, el mercado de trabajo sigue inmerso en una tónica de debilidad. La tasa de paro se mantuvo en abril en el 9,0% de la población activa, idéntico registro que el del mes de marzo. Tampoco se constatan excesivas novedades en materia de empleo. En el cuarto trimestre de 2003, último dato conocido, la ocupación había crecido un 0,2% respecto al mismo trimestre de 2002 (aumento del 0,1% interanual en el tercer trimestre de 2003).

## Alemania: la demanda externa sostiene a la economía

### *Escaso empuje del consumo alemán...*

Aunque los indicadores económicos germanos son menos negativos que en meses precedentes, la recuperación económica todavía se sostiene de forma prácticamente exclusiva por el sector exterior mientras que la demanda interna se sigue mostrando débil. Así, los malos registros de las ventas al por menor en abril (caída interanual del 1,8%) y de las matriculaciones de automóviles en mayo, reiteran la escasa predisposición de los hogares alemanes a incurrir en mayores gastos. Mejor es, por el contrario, el comportamiento de la inversión empresarial, a tenor del notable repunte de la producción industrial de bienes de equipo que, en abril, se aceleró hasta el 5,9% interanual (frente al avance del 2,3% interanual de marzo).

### ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2002	2003	2003			2004		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB	0,2	-0,1	-0,3	-0,3	0,1	0,7	-	...
Ventas al por menor	-1,4	-0,5	1,1	-1,8	-1,3	-0,8	-1,8	...
Producción industrial	-1,2	0,1	-0,5	-1,3	1,4	1,4	3,0	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	89,4	91,7	89,5	92,5	96,2	96,4	96,3	96,1
Tasa de paro (**)	10,2	10,4	10,6	10,5	10,4	10,4	10,5	10,5
Precios de consumo	1,4	1,1	0,9	1,1	1,2	1,1	1,7	2,1
Balanza comercial (***)	118,6	129,9	128,5	129,7	130,0	137,5	147,1	...

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

### *...en contraposición al buen momento exportador...*

La debilidad del consumo contrasta con la fortaleza de la demanda externa. A pesar del freno que está representando la apreciación del euro, las exportaciones alemanas crecieron un notable 7,4% interanual en el promedio del primer trimestre, una fuerte aceleración respecto al 1,2% interanual del último trimestre de 2003. En abril la tendencia al crecimiento se intensificó, avanzando las exportaciones un 16% interanual. Esta fuerte reactivación de las ventas al exterior se ha visto acompañada de un avance mucho más exiguo de las importaciones (1,0% interanual en el primer trimestre; 6,7% interanual en abril) con lo que el superávit comercial, en saldo acumulado de 12 meses, se aupó en abril hasta los 147.100 millones de euros, cerca de 10.000 millones mayor que el del promedio del primer trimestre.

### *...que facilita un mayor nivel de actividad industrial.*

Esta expansión de la demanda externa explica en parte el mayor ritmo de actividad industrial anotado hasta abril. En dicho mes la producción industrial creció un 3,0% interanual, más del doble del registro del primer trimestre. El aumento de los pedidos industriales (7,8% interanual en abril) y el mantenimiento del indicador IFO de actividad empresarial por encima del nivel de los 96 puntos hasta mayo abundan en que la positiva tónica industrial se mantendrá en los próximos meses.

**Importante aceleración de los precios en Alemania, casi doblando los registros de principios de año.**

Por otra parte, los precios germanos se hallan inmersos en una tesitura de tensionamiento similar al de otras economías industrializadas. De la mano de la contribución de la energía, los precios de consumo se aceleraron en mayo hasta el 2,1% interanual, a comparar con el 1,7% interanual de abril y cerca del doble de los registros de febrero y marzo. En la misma línea se comportaron los precios al por mayor y los de producción. Tampoco es positiva la evolución del paro, que se mantuvo en el 10,5% en los meses de abril y mayo.

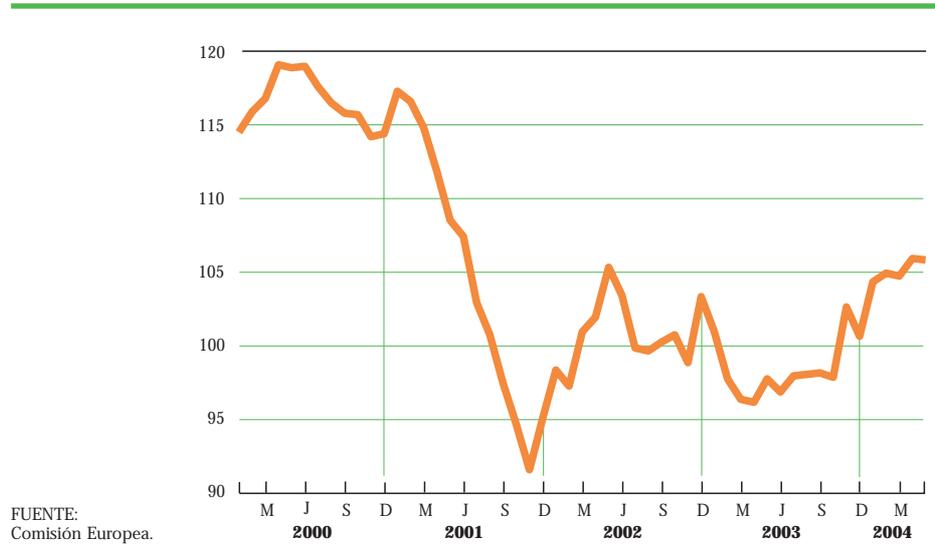
**En mayo, el consumo interno francés sigue exhibiendo una fortaleza notable.**

### Francia: sensible expansión de la demanda interna

La actual coyuntura económica gala sigue caracterizándose por un notable dinamismo de la demanda interna. El consumo interno creció en mayo un 4,8% interanual, una aceleración de 0,8 puntos respecto a abril, similar a la registrada por el componente de bienes de equipo de la producción industrial, que alcanzó un avance del 2,8% interanual en abril, a comparar con el 1,6% interanual del primer trimestre. En notable contraposición, la demanda externa se encuentra encallada desde principios de año. En abril, el superávit comercial acumulado de 12 meses fue de 300 millones de euros, prácticamente idéntico al registrado desde febrero de 2003. Un comportamiento exportador moderadamente mejor en marzo y abril fue compensado por el crecimiento de las importaciones, especialmente acusado en dicho mes de abril.

### FRANCIA ENTRA EN UNA FASE DE MAYOR ACTIVIDAD

Valor del índice de sentimiento económico



FUENTE:  
Comisión Europea.

**La recuperación industrial de abril parece poner fin al parón del sector en el primer trimestre.**

Desde la perspectiva de la oferta, cabe destacar el tono ascendente del sector industrial tras el bache relativo del primer trimestre. En abril, la producción industrial se situó en niveles de avance del 1,1% interanual, lo que representa una cierta mejoría respecto al 0,7% interanual del primer trimestre. Las perspectivas inmediatas son halagüeñas, si se atiende al incremento de la confianza industrial en mayo, hasta los tres puntos

negativos (cinco puntos negativos en el primer trimestre), y de la cartera de pedidos industriales, hasta los 14 puntos negativos (17 puntos negativos en el promedio de enero a marzo).

## FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

**La inflación, en el 2,6% en mayo, y el paro, en el 9,8% en abril.**

Por lo que se refiere al mercado de trabajo, la tasa de paro se ha estabilizado en el 9,8% de la población activa entre los meses de febrero y abril. Por su parte, el IPC galo se situó en mayo en el 2,6% interanual, a comparar con el 2,1% interanual del mes anterior. La mayor contribución a esta aceleración recayó en la energía. Una vez descontada ésta y los restantes componentes volátiles, la tasa resultante fue del 1,6%, similar a la registrada desde el cuarto trimestre de 2003.

## Italia: la demanda interna vuelve a crecer

**En el primer trimestre, Italia crece un 0,8% interanual gracias a la recuperación del consumo y la inversión.**

La economía italiana creció un 0,8% interanual en el primer trimestre (0,1% interanual en el cuarto trimestre) gracias a la recuperación de la demanda interna. Tras caer cerca de un punto porcentual en el último trimestre de 2003, en el primero la demanda interna creció un 1,3% interanual debido a la reactivación del consumo interno y de la inversión. En cambio, el escaso empuje exportador propició que la demanda externa drenase una décima porcentual a la variación del PIB.

**En el segundo trimestre, la tendencia a mayor actividad se mantiene.**

La aceleración de los indicadores adelantados en abril y del indicador de sentimiento económico en mayo confirman que la reactivación económica va a más en el inicio del segundo trimestre. Por lo que se refiere a la demanda, el relativo mejor tono de la confianza del consumidor hasta mayo anticipa que el consumo privado está recuperando parte del empuje perdido en trimestres anteriores. Desde la dimensión de la oferta, lo más destacable es la recuperación industrial anotada en abril (aumento interanual del 0,7%, frente al crecimiento cero del primer trimestre). Finalmente, y en contraste con lo sucedido en otros países europeos, la inflación italiana se ha mantenido estable a pesar del tensionamiento de la energía (2,3% interanual entre febrero y mayo).

## ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

## Reino Unido: el consumo mantiene su empuje

**En Reino Unido, el gasto de los hogares se acelera, en gran medida debido al buen momento del mercado de trabajo.**

En el segundo trimestre la coyuntura de la economía británica sigue protagonizada por un fuerte empuje de la demanda interna que se combina con el mal momento del sector exterior. En mayo, el principal indicador del consumo privado, las ventas al por menor, crecía un notable 7,4% interanual (6,4% interanual en el primer trimestre). Entre los elementos fundamentales que subyacen en el vigor del gasto de los hogares británicos destaca el buen tono del mercado de trabajo. En dicho mes de mayo, la tasa de paro se mantuvo, por tercer mes consecutivo, en el 2,8% de la población activa, lo que representa su mínimo desde 1975.

## REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2002	2003	2003			2004		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB	1,6	2,2	2,2	2,2	2,7	3,0	-	...
Ventas al por menor	6,8	2,9	2,6	3,0	3,1	6,4	5,9	7,4
Producción industrial	-2,7	-0,5	-0,7	-0,4	0,0	-0,2	0,4	...
Tasa de paro (*)	3,0	2,9	3,1	3,0	2,9	2,8	2,8	2,8
Precios de consumo	2,2	2,8	2,9	2,8	2,6	2,3	2,0	2,3
Balanza comercial (**)	-43,5	-46,8	-46,5	-47,1	-47,3	-49,8	-52,1	...

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.

**Incipiente recuperación industrial.**

Por sectores, cabe señalar que al buen tono exhibido por los servicios desde hace meses se le empieza a sumar un mejor comportamiento del sector secundario. Aunque el entorno internacional sigue siendo poco propicio para las manufacturas exportadoras británicas, la producción industrial fue capaz de crecer un 0,4% interanual en abril, en clara recuperación respecto al descenso interanual del 0,2% del primer trimestre.

**La energía presiona a los precios de consumo hasta el 2,3% en mayo.**

Por su parte, los precios británicos están acusando, de forma paralela a lo registrado en otros países europeos, un fuerte ascenso debido a los precios de la energía. El IPC se aceleró en mayo hasta el 2,3% interanual, tres décimas porcentuales más que en abril. En la misma línea, los precios de producción pasaron del 1,8% interanual de abril al 2,4% de mayo, lo que anticipa que los precios que paga el consumidor se mantendrán relativamente tensos en los próximos meses.

### Portugal: vuelta al crecimiento

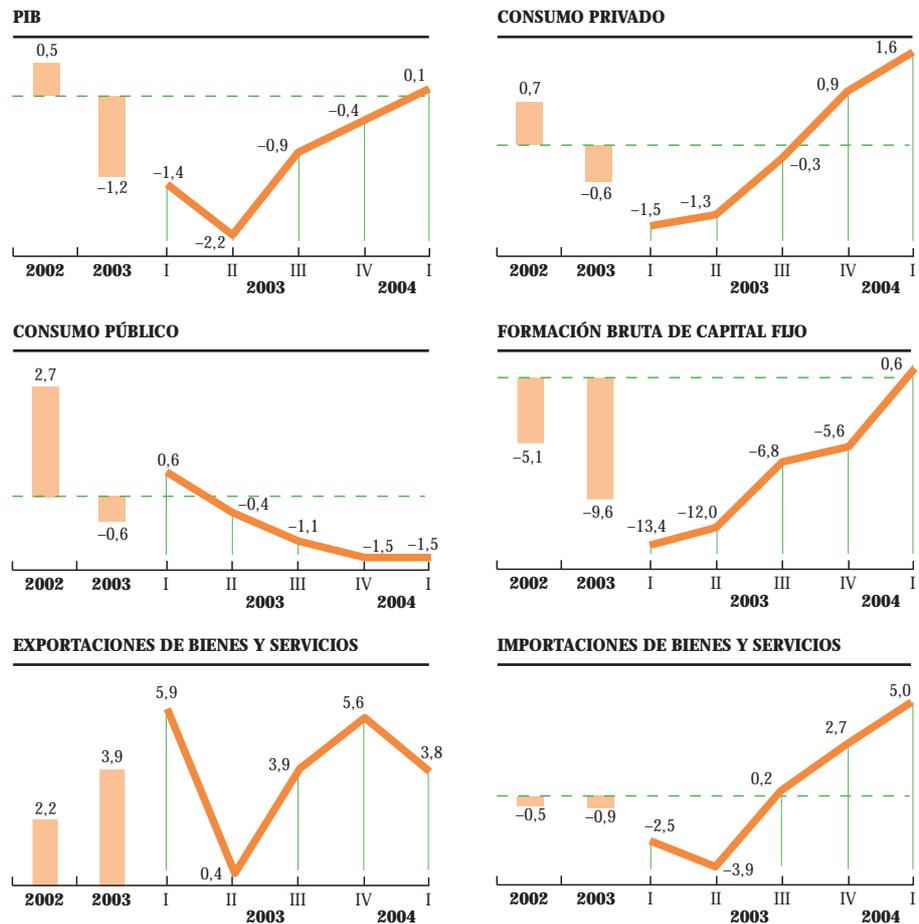
**La recuperación de la demanda interna permite a Portugal volver a crecer en el primer trimestre.**

Tras caer un 1,2% en 2003, el PIB portugués ha empezado a remontar en el primer trimestre de 2004. En los tres primeros meses del año la aceleración del consumo privado y de la inversión permitió un crecimiento del 0,1% interanual, a comparar con el descenso interanual del 0,4% del cuarto trimestre. Así, el consumo de los hogares alcanzó una tasa de aumento del 1,6% interanual (0,9% interanual en el trimestre precedente) mientras la formación bruta de capital fijo se anotaba un incremento interanual del 0,6%, frente al retroceso del 5,6% interanual del cuarto trimestre.

### EVOLUCIÓN DEL PIB DE PORTUGAL POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

**Consumo e inversión explican la aceleración del crecimiento.**



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

**La caída del consumo público refleja el esfuerzo de consolidación presupuestaria.**

Por el contrario, el esfuerzo de consolidación presupuestaria que la Unión Europea está exigiendo a Portugal para reconducir su déficit público (2,8% del PIB en 2003) se está traduciendo en un notable ajuste del consumo público. En el primer trimestre este proceso sigue su curso, de forma que el consumo público descendió un 1,5% interanual. Por lo que se refiere a la demanda externa, las exportaciones crecieron un 3,8% interanual en dicho primer trimestre (aumento del 5,6% interanual en el trimestre anterior) mientras que las importaciones se aceleraron del 2,7% interanual del cuarto trimestre al 5,0% del primero.

**PORTUGAL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS**

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

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

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

**El segundo trimestre arranca con la producción industrial débil pero con el gasto de los hogares en ascenso.**

Durante el segundo trimestre se constata que los hogares lusos siguen acelerando su ritmo de gasto. En abril, las ventas al por menor repuntaron hasta el 3,8% interanual (1,7% en el primer trimestre) y la recuperación de la confianza del consumidor hasta mayo permite esperar nuevos avances en este frente. La moderada mejora de la tasa de paro (descenso de una décima porcentual en el primer trimestre, hasta el 6,4%) y un nivel relativamente contenido de la inflación (2,4% interanual en mayo, sin cambio excesivo respecto al primer trimestre) son factores que están contribuyendo a este repunte del consumo. Por el contrario, la producción industrial sigue sin levantar cabeza. Tras caer un 2,4% interanual en el primer trimestre, en abril el descenso se acrecentó hasta el 3,1% interanual.

**Polonia: fuerte expansión económica**

**Polonia crece notablemente en 2003 y las perspectivas para 2004 son favorables.**

En 2003 Polonia registró un notable ritmo de crecimiento, del 3,7%, a comparar con el 1,0% de 2001 y el 1,4% de 2002. Esta aceleración de la actividad se debió fundamentalmente a la positiva contribución del sector exterior, muy beneficiado por la acusada depreciación del tipo de cambio del zloty respecto al euro. Desde que el 12 de abril de 2000 se modificó el régimen cambiario y se entró en un sistema de libre flotación, la divisa polaca se ha depreciado un 16% respecto al euro. Menos expansiva se mostró la demanda interna, que registró un cierto deterioro de la inversión y

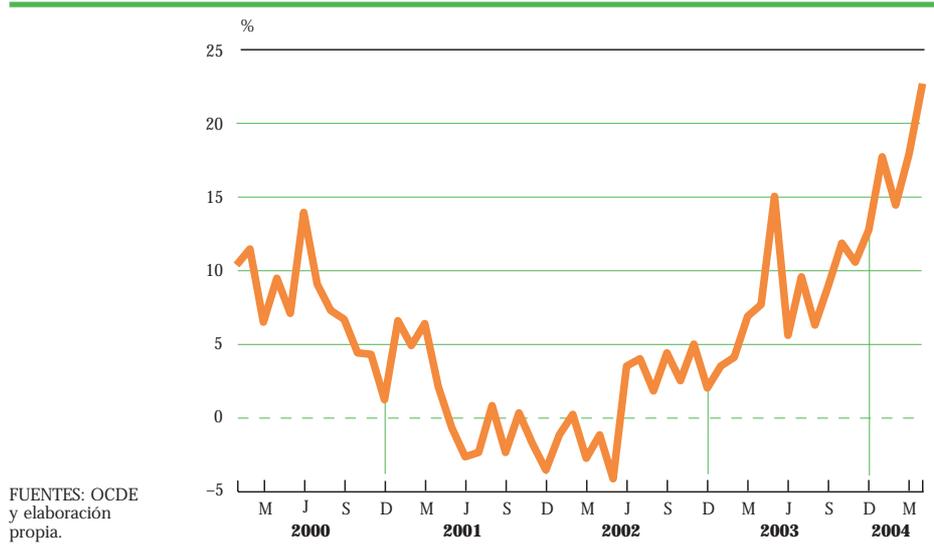
un avance moderado del consumo privado. Para el presente año 2004 se espera una nueva aceleración del crecimiento, en gran medida por el impulso que está procurando una política monetaria laxa y una política fiscal expansiva. De cumplirse las previsiones de la Comisión Europea, en 2004 y en 2005 el PIB crecerá a ritmos cercanos al 5% anual.

**Aceleración de las ventas al por menor y de la producción industrial.**

En lo que se lleva de año las buenas expectativas se están viendo ratificadas. Los indicadores de consumo privado han enfilado una senda claramente ascendente. Así, tras crecer un 11,1% interanual en el primer trimestre, las ventas al por menor se aceleraron hasta el 17,7% en abril. En la misma línea, la confianza del consumidor se recuperó en cinco puntos entre abril y mayo, consolidando el ascenso del primer trimestre. Desde la perspectiva de la oferta, cabe destacar el fuerte ritmo de la producción industrial, que pasó de crecer un 17% interanual en el primer trimestre a auparse al 23% interanual en abril.

**LA INDUSTRIA POLACA SE BENEFICIA DE LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA**

Variación interanual del índice de producción industrial



FUENTES: OCDE y elaboración propia.

**POLONIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS**

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

	2002	2003	2003			2004		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB	1,4	3,7	3,9	4,0	4,7	...	-	...
Ventas al por menor	2,3	2,6	6,9	0,8	7,3	11,1	17,7	...
Producción industrial	1,2	8,7	9,4	8,4	11,9	16,9	22,9	...
Tasa de paro (*)	17,9	19,9	19,9	19,5	19,6	20,6	20,0	...
Precios de consumo	1,9	0,8	0,5	0,9	1,6	1,8	2,3	3,4
Balanza comercial (**)	-4,8	-4,7	-4,7	-4,7	-4,7	-4,8	...	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

***La contribución del sector exterior se fre-  
na en el primer tri-  
mestre.***

La contribución de la demanda externa, por su parte, parece haber tocado techo en el cuarto trimestre de 2003. Aun cuando las exportaciones crecieron un notable 18% interanual en el primer trimestre, esta cifra representa una reducción de cerca de 10 puntos porcentuales respecto el trimestre precedente. Ante el continuado vigor importador (crecimiento interanual superior al 20% en los trimestres cuarto y primero), cabe esperar que la aportación del sector exterior se reduzca en el primer trimestre.

***Paro e inflación, ele-  
mentos negativos del  
escenario polaco.***

A pesar de que la recuperación económica ha permitido una suave mejoría, el nivel de paro sigue siendo muy elevado. En abril la tasa de paro fue del 20,0%, a comparar con el 20,6% del primer trimestre. Tampoco es positiva la aceleración de los precios de consumo que, de la mano del aumento del petróleo, se situaron en mayo en el 3,4% interanual, tasa 1,1 puntos porcentuales mayor que en abril.

# MERCADOS FINANCIEROS

## MERCADOS MONETARIOS Y DE CAPITAL

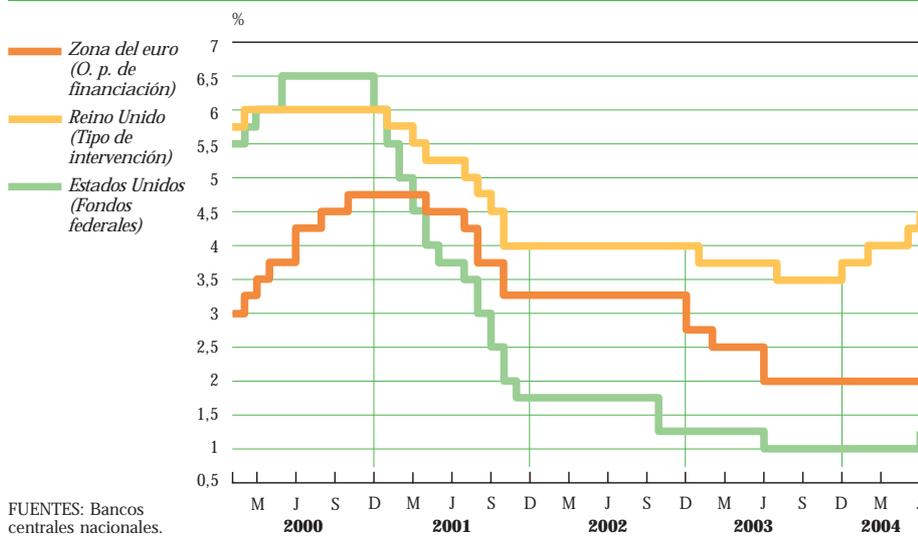
La Reserva Federal sube su tipo de interés de referencia

**Las presiones inflacionistas inducen el giro restrictivo de la política monetaria.**

La mejora de la economía global y la consiguiente alza de los precios de las materias primas, y especialmente la subida del precio del petróleo por encima de 30 dólares por barril, se están traduciendo en presiones alcistas de los precios. Las tasas de inflación están repuntando. En esta coyuntura algunos bancos centrales como el de Inglaterra, el de Suiza y la Reserva Federal de Estados Unidos ya han empezado el giro restrictivo de la política monetaria. Otros, como el Banco Central Europeo y el Banco de Japón todavía tardarán meses en emprenderlo. Así, el periodo de tipos de interés en niveles históricamente bajos toca a su fin.

### SE CONFIRMA EL GIRO ALCISTA DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES

Tipos de interés de referencia de la política monetaria



**El mercado anticipa nuevas subidas del tipo de interés oficial del Banco de Inglaterra.**

El Banco de Inglaterra confirmó el giro alcista el día 10 de junio aumentando de nuevo su tipo de interés oficial en 0,25 puntos hasta el 4,50%. Fue la tercera elevación de su tipo de interés de referencia en el ejercicio y la cuarta en siete meses. La autoridad monetaria británica tomó esta decisión para hacer frente a las presiones inflacionistas, que podrían poner en peligro el cumplimiento del objetivo de estabilidad de los precios a medio plazo. Con esta medida se propuso frenar el auge del mer-

cado de la vivienda y del consumo. El mercado sigue anticipando nuevas elevaciones del tipo de interés del Banco de Inglaterra en los próximos meses.

***La Reserva Federal eleva su tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos hasta el 1,25%, tras más de un año en un nivel mínimo...***

En Estados Unidos, los datos económicos aparecidos en las últimas semanas, en particular la recuperación del mercado laboral, reforzaron las expectativas de un incremento del tipo de interés objetivo de la Reserva Federal ya en la reunión de finales de junio. En una conferencia realizada el día 8 de junio el presidente Alan Greenspan señaló que los tipos de interés podrían tener que subir más rápidamente de lo que se esperaba para mantener las presiones inflacionistas bajo control. Asimismo, declaró que la Reserva Federal estaba preparada para actuar con más fuerza si era necesario. No obstante, una semana más tarde matizó la agresividad de sus manifestaciones, calmando al mercado. Finalmente, en la reunión del Comité Monetario de Mercado Abierto de finales de junio se decidió elevar el tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos, hasta el 1,25% después de más de un año sin cambios. En su comunicado, el Comité dejaba la puerta abierta a nuevas alzas.

***...y deja la puerta abierta a nuevas alzas.***

De esta forma, el tipo de interés de los depósitos interbancarios norteamericanos a un año se incrementó 36 puntos básicos en las dos primeras semanas de junio hasta el 2,41%, pero cedió posteriormente y se situó en el 2,39% al final del mes. La curva de tipos de interés sugiere que los operadores esperan que el tipo oficial de la Reserva Federal se sitúe por encima del 2% al final del ejercicio.

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

En el área del euro, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sus tipos de interés directores en los niveles actuales en su reunión de principios de junio. El presidente de la entidad, Jean-Claude Trichet, reconoció fuertes presiones inflacionistas a corto plazo, que llevaron la tasa de inflación hasta el 2,5% en mayo, por encima del objetivo del 2%. No obstante, afirmó que las previsiones de inflación a medio plazo apuntaban a la consecución del objetivo de estabilidad de precios, si bien el BCE estaría vigilante.

***...y no es probable que lo modifique hasta el final del ejercicio.***

En este contexto, aunque el euríbor a 3 meses se coloca ligeramente por encima del nivel del tipo de referencia del Eurosistema, fijado en el 2% desde hace un año, el euríbor a doce meses subió 14 puntos básicos en mayo en promedio mensual hasta el 2,30%, si bien se situaba 11 puntos básicos por debajo del nivel de noviembre de 2003. De esta manera, el mercado no anticipa cambios en los próximos meses, pero descuenta una elevación de 25 puntos básicos antes del final de diciembre.

***El Banco de Suiza aumenta su tipo de interés de referencia...***

El día 17 de junio el Banco de Suiza anunció que aumentaba la banda objetivo para el libor a 3 meses en francos suizos hasta el 0%-1%, desde el rango 0%-0,75% anterior. El instituto emisor helvético adoptó esta medida para contrarrestar presiones inflacionistas moderadas a causa del alza del precio del crudo y la recuperación económica. No obstante, reconoció que la política monetaria sigue siendo laxa y que reaccionaría en caso de que el franco suizo se apreciase marcadamente de modo inesperado.

TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES  
Medias mensuales, en porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euribor		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses	Tres meses	Tipo de intervención Banco Inglaterra (4)	Tres meses	Tres meses
		Tres meses	Un año						
<b>2003</b>									
Mayo	2,56	2,41	2,26	1,25	1,24	0,01	3,75	3,54	0,29
Junio	2,20	2,15	2,01	1,20	1,07	0,01	3,75	3,55	0,27
Julio	2,08	2,13	2,08	1,00	1,08	0,01	3,58	3,39	0,28
Agosto	2,06	2,14	2,28	1,00	1,10	0,01	3,50	3,43	0,26
Septiembre	2,07	2,15	2,26	1,00	1,10	0,00	3,50	3,60	0,25
Octubre	2,05	2,14	2,30	1,00	1,12	0,00	3,50	3,71	0,24
Noviembre	2,02	2,16	2,41	1,00	1,13	0,01	3,71	3,89	0,25
Diciembre	2,01	2,15	2,38	1,00	1,12	0,01	3,75	3,93	0,26
<b>2004</b>									
Enero	2,01	2,09	2,22	1,00	1,09	0,01	3,75	3,96	0,24
Febrero	2,00	2,07	2,16	1,00	1,07	0,01	3,96	4,08	0,25
Marzo	2,00	2,03	2,06	1,00	1,07	0,01	4,00	4,21	0,25
Abril	2,00	2,05	2,16	1,00	1,10	0,00	4,00	4,30	0,28
Mayo (*)	2,00	2,09	2,30	1,00	1,21	0,00	4,21	4,44	0,26
Junio (1)	2,01	2,12	2,43	1,25	1,59	0,01	4,50	4,81	0,50

NOTAS: (\*) Cifras provisionales.

(1) Día 30.

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

(3) Últimas fechas de variación: 25-6-03 (1,00%), 30-6-04 (1,25%).

(4) Últimas fechas de variación: 6-2-03 (3,75%), 10-7-03 (3,50%), 6-11-03 (3,75%), 5-2-04 (4,00%), 6-5-04 (4,25%), 10-6-04 (4,50%).

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

**...así como el de Nueva Zelanda.**

Por otro lado, el día 10 de junio el Banco de Nueva Zelanda volvió a subir su tipo de interés oficial por tercera vez este año en 25 puntos básicos hasta el 5,75%. Como se esperaba, la autoridad monetaria austral actuó para atajar los riesgos inflacionistas.

**La perspectiva de elevaciones del tipo de interés de la Reserva Federal sostiene al dólar**

**El dólar se aprecia un 2% en el primer semestre en relación con un conjunto amplio de divisas...**

El dólar alcanzó el nivel mínimo desde diciembre de 1997 el día 9 de enero de 2004 con relación a un conjunto amplio de divisas. Posteriormente, la consolidación de la recuperación económica de Estados Unidos, las intervenciones de bancos centrales asiáticos comprando la moneda norteamericana y la anticipación del giro monetario restrictivo de la Reserva Federal apoyaron al dólar. De este modo, aunque el persistente déficit por cuenta corriente estadounidense constituye un factor de presión a la baja, al final del primer semestre el dólar mostraba una apreciación del 2,2% sobre el final de 2003 respecto a un conjunto amplio de divisas.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS  
Junio 2004

	Última sesión del mes		Datos mensuales			
	Tipo de cambio	% de variación mensual (2)	Tipo de cambio medio	% variación (2)		
				Mensual	s/diciembre 2003	Anual
<b>Frente al dólar de EE.UU.</b>						
Yen japonés	108,8	-0,6	109,4	-2,4	1,6	-7,5
Libra esterlina (1)	1,820	-0,7	1,829	2,3	4,3	10,1
Franco suizo	1,250	-0,3	1,250	-2,5	-1,0	-5,2
Dólar canadiense	1,333	-2,1	1,358	-1,4	3,6	0,5
Peso mexicano	11,54	1,1	11,39	-1,1	1,2	8,5
<i>Índice efectivo nominal (4)</i>	<i>115,8</i>	<i>-0,1</i>	<i>115,9</i>	<i>-1,0</i>	<i>1,3</i>	<i>-1,2</i>
<b>Frente al euro</b>						
Dólar de EE.UU.	1,216	-0,4	1,214	1,1	-1,3	4,1
Yen japonés	132,4	-0,6	132,9	-1,2	0,3	-3,8
Franco suizo	1,524	-0,2	1,519	-1,4	-2,3	-1,4
Libra esterlina	0,671	0,9	0,664	-1,1	-5,4	-5,4
Corona sueca	9,145	0,6	9,143	0,2	1,3	0,3
Corona danesa (3)	7,433	-0,1	7,434	-0,1	-0,1	0,1
<i>Índice efectivo nominal (5)</i>	<i>102,1</i>	<i>0,1</i>	<i>101,8</i>	<i>-0,5</i>	<i>-2,2</i>	<i>-0,9</i>

NOTAS: (1) Unidades por libra esterlina.

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

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

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

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

FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

**...mientras el euro se repliega.**

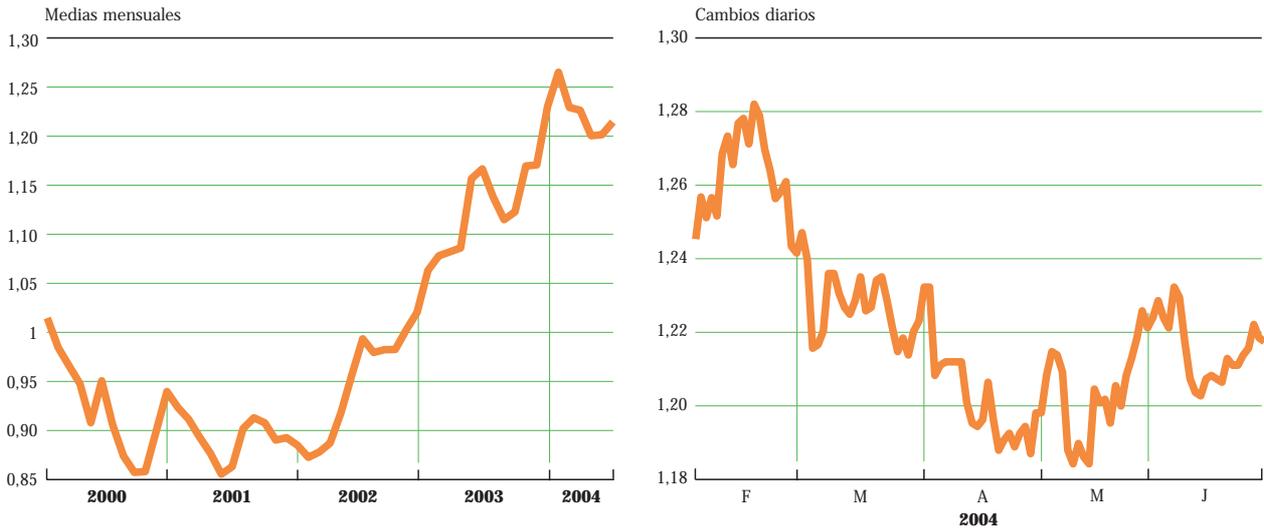
El euro alcanzó el máximo histórico frente al conjunto de las divisas de los trece principales socios comerciales de la eurozona en la segunda semana de enero de 2004. No obstante, posteriormente se replegó porque el sentimiento del mercado quedó afectado por la manifestación de la preocupación del Banco Central Europeo (BCE) por su rápida subida, por la atonía económica del área del euro y por especulaciones sobre una nueva bajada del tipo de interés oficial del Eurosistema. Así, el día 13 de abril marcó un mínimo anual. Sin embargo, el desvanecimiento de la expectativa de una reducción del tipo de interés del BCE posibilitó que se recuperase en cierto grado. Con todo, al final del primer semestre la moneda única se había depreciado el 3,4% con relación a sus principales socios comerciales respecto al final de diciembre. Frente al dólar, el euro cayó el 3,8% en el periodo enero-junio.

**La libra esterlina se fortalece en el primer semestre.**

La libra esterlina se reforzó puntualmente tras la subida del tipo de interés oficial del Banco de Inglaterra el día 10 de junio. No obstante, frente al dólar registró una depreciación del 0,7% en el mes hasta 1,82 dólares. En relación con el euro bajó un 0,9% en el mismo periodo, hasta 0,671 unidades por euro. Esta cota suponía un alza del 5,1% sobre diciembre. En el transcurso de los primeros seis meses de 2004 la moneda británica subió el 4,2% en relación con un conjunto amplio de divisas, apoyada por la buena marcha de la economía y por aumentos del tipo de interés oficial.

## OSCILACIONES DEL EURO CONTRA EL DÓLAR EN JUNIO

Dólares de Estados Unidos por euro

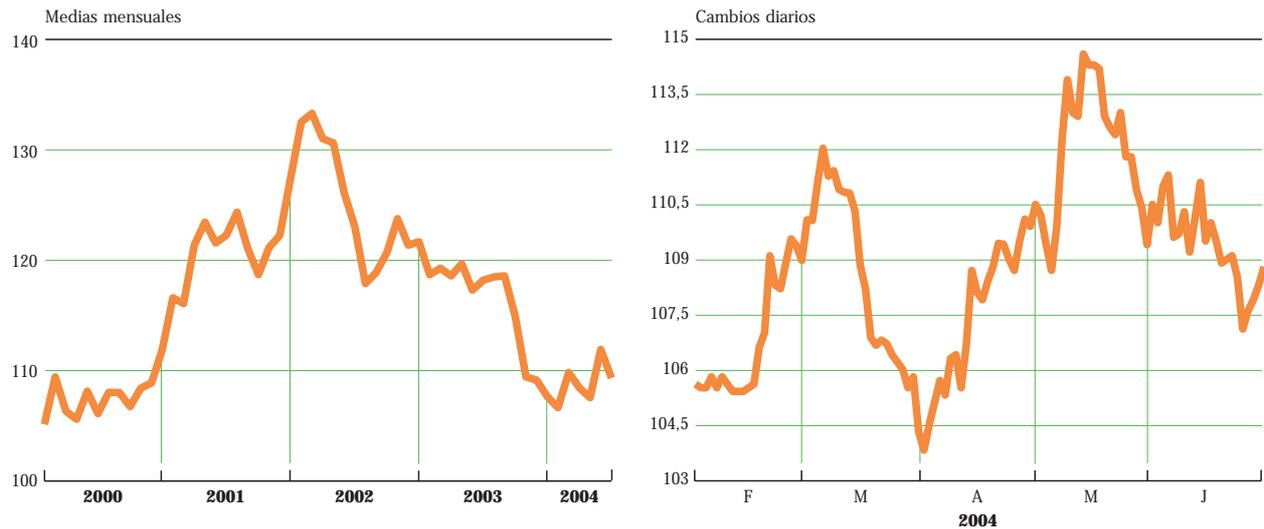


**El yen se deprecia frente al dólar, pero sube contra el euro en el periodo enero-junio.**

El relanzamiento de la economía japonesa y la recuperación de la Bolsa de Tokio apoyaron al yen en las últimas semanas. Así, la divisa japonesa resistió el empuje del dólar y al final de junio se situaba por encima del nivel en que inició el mes, en 108,8 unidades por dólar. Esta cota representaba una depreciación del 1,5% con relación al final de 2003. Respecto al euro, la moneda japonesa subió el 0,6% en junio y el 2,0% desde el principio del año.

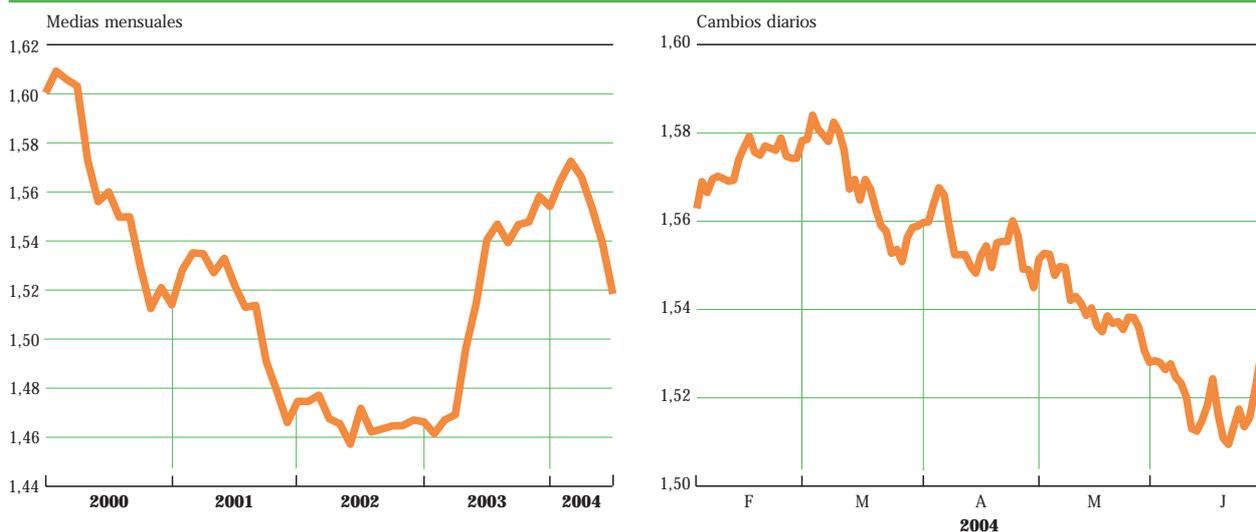
## ALTIBAJOS DEL YEN FRENTE AL DÓLAR

Yenes por dólar



## EL FRANCO SUIZO SE FORTALECE

Francos suizos por euro



NOTA: Los tipos alcanzan hasta el 30 de junio.

FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

**El franco suizo se fortalece contra el euro en la primera mitad del ejercicio.**

El franco suizo se ha fortalecido en junio, reflejando el relanzamiento de la economía helvética y la elevación del tipo de interés de referencia. Esta evolución se ha producido a pesar de una menor aversión global al riesgo, que ha reducido su atractivo como moneda refugio. De esta manera, el franco suizo en el mes de junio se elevó el 0,3% contra el dólar. En relación con el euro, la divisa suiza se apreció el 0,2% en el mismo periodo y el 2,2% sobre diciembre.

**Las monedas de Estonia, Lituania y Eslovenia se incorporan al MTC II como paso previo a su integración en el euro.**

Hacia finales de junio, las respectivas autoridades nacionales han acordado con el BCE incorporar la corona estona, el litas lituano y el tolar esloveno al Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC II) como paso previo al ingreso en la moneda única europea. Esta decisión no constituyó una sorpresa, puesto que Estonia y Lituania habían anunciado que esta incorporación se produciría antes de agosto y Eslovenia antes del final de 2004. El MTC II es un acuerdo multilateral de tipos de cambio fijos, aunque ajustables, con un tipo de cambio central respecto al euro y un margen normal de variación de  $\pm 15\%$ . Estas divisas deberán permanecer en el MTC II por lo menos dos años, como una de las condiciones necesarias para poder acceder al euro. Los tipos de cambio central contra el euro se establecieron en 15,6466 coronas estonas, 3,4528 litas lituanos y 239,64 tolares eslovenos. De hecho, hasta ahora Estonia y Lituania tenían un tipo de cambio fijo frente al euro en estos niveles. El tolar fluctuaba de modo controlado en estas cotas cercanas al tipo central fijado.

Moderación de la tendencia alcista del rendimiento de los bonos

**Aplanamiento de la curva de las rentabilidades de la deuda pública norteamericana.**

La rentabilidad de los bonos del Tesoro norteamericanos a diez años ha tendido a moderar su tendencia alcista después del importante repunte experimentado entre mediados de marzo y mayo. En las últimas semanas el rendimiento de los bonos públicos de Estados Unidos ha oscilado en

función de las expectativas del tipo de interés de la Reserva Federal. Así, el día 14 de junio alcanzó el máximo de los últimos dos años al subir hasta el 4,87%. A continuación se corrigió en cierta medida y se colocó en el 4,62% al final del mes, 35 puntos básicos por encima del final de diciembre y 109 más que doce meses antes. Cabe señalar que en el primer semestre se produjo un aplanamiento de la curva de tipos de interés en el tramo dos-treinta años, al elevarse en mayor medida las rentabilidades del tramo más a corto plazo.

**Se amplía la oferta de bonos protegidos de la inflación en Estados Unidos.**

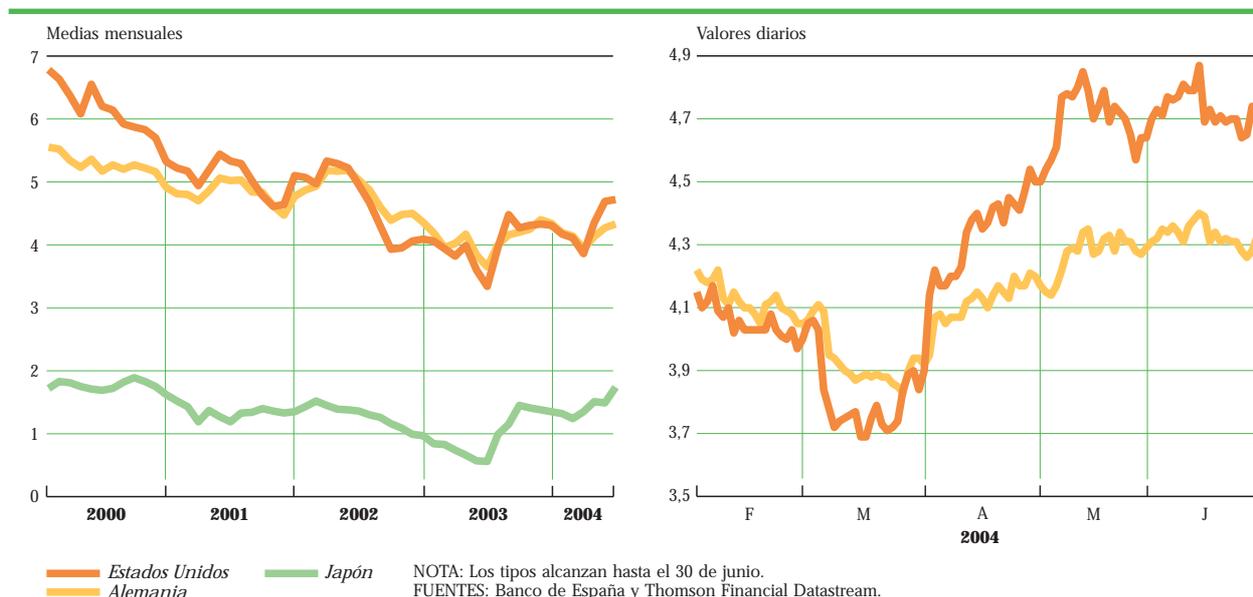
La preocupación por el repunte de la inflación ha estimulado la compra de bonos cuyo rendimiento está ligado a la inflación. El gobierno de Estados Unidos, por su parte, anunció recientemente que aumentaría mucho las emisiones de estos bonos. Además, informó que en julio se empezarían a colocar estos bonos a 20 años además de los 10 años actuales, y que en octubre aparecería la primera emisión a 5 años. El Tesoro esperaba con estas medidas que aumentaría la demanda total de estos bonos.

**El rendimiento de los bonos del Estado alemanes marca la cota máxima de los últimos seis meses.**

El rendimiento de los bonos del Estado alemanes a diez años siguió la trayectoria de sus homólogos estadounidenses en las últimas semanas, manteniendo un diferencial de unos 35 puntos básicos por debajo. Así, el día 14 de junio se hallaba en el 4,40%, cota máxima de los últimos seis meses. Al final de junio se colocaron en el 4,31%, 5 puntos básicos por encima del final de diciembre.

**LA RENTABILIDAD DE LOS BONOS DEL TESORO DE ESTADOS UNIDOS A 10 AÑOS MARCA EL MÁXIMO DE LOS DOS ÚLTIMOS AÑOS**

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



**Repunte del tipo de interés de los bonos públicos japoneses.**

El tipo de interés de los bonos públicos japoneses remontó considerablemente en las últimas semanas al consolidarse la recuperación económica nipona. Asimismo, algunos comentarios oficiales respecto a un posible cambio de la posición de la política monetaria japonesa también

contribuyeron al tensionamiento. De esta forma, el rendimiento de los bonos del Estado japoneses a diez años al final de junio se situó en el 1,75%, 23 puntos básicos por encima del final de mayo y 94 más que doce meses antes.

**Descenso de la morosidad de los bonos de alto rendimiento.**

La mejoría económica ha incidido en una menor morosidad. Así, la tasa de morosidad global de los bonos de alto rendimiento continuó disminuyendo hasta el 3,4% en mayo, desde el 4,0% en abril, colocándose por debajo de la media a largo plazo del 3,9%, según la agencia de calificación Moody's. De este modo, esta tasa de morosidad marcó la cota mínima desde 1999. Esta ratio era del 5,2% al principio del ejercicio.

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

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

	2001	2002	2003			2004			
			II	III	IV	I	Abril	Mayo	30 junio
Estados Unidos	5,06	4,65	3,64	4,26	4,32	4,05	4,35	4,77	4,62
Japón	1,34	1,27	0,60	1,20	1,38	1,30	1,51	1,49	1,75
Alemania	4,82	4,80	3,89	4,12	4,33	4,09	4,13	4,29	4,31
Francia	4,95	4,88	3,94	4,13	4,35	4,11	4,20	4,34	4,36
Italia	5,19	5,04	4,03	4,25	4,46	4,24	4,35	4,50	4,50
España	5,12	4,96	3,92	4,14	4,34	4,12	4,20	4,33	4,30
Reino Unido	4,97	4,93	4,25	4,55	4,98	4,83	5,00	5,16	5,09
Suiza	3,28	3,02	2,34	2,57	2,68	2,46	2,64	2,72	2,88

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

**Modesto avance de las bolsas en el primer semestre**

**Los mercados bursátiles...**

Los mercados bursátiles empezaron el ejercicio con buen pie, continuando el movimiento alcista desde los mínimos de marzo de 2003. La tendencia a la recuperación económica sin inflación, las favorables expectativas para los resultados empresariales, los bajísimos tipos de interés y la perspectiva de moderadas alzas de éstos apoyaban las bolsas. No obstante, posteriormente experimentaron una serie de sobresaltos debido a los atentados terroristas del 11-M en Madrid, el deterioro de la situación en el Oriente Próximo y en Irak, la intensificación de las expectativas alcistas del tipo de interés de la Reserva Federal a partir de finales del primer trimestre y la subida de las rentabilidades de los bonos desde mediados de marzo, así como la persistente alza del precio del petróleo. Así, muchas bolsas marcaron mínimos anuales a mediados de mayo.

**...logran recuperarse de los mínimos anuales de mayo.**

Sin embargo, la cesión del precio del crudo en junio y una cierta suavización de las expectativas alcistas de los tipos de interés propiciaron una recuperación de las bolsas en las últimas semanas. De este modo, muchas bolsas han podido cerrar el semestre con avances moderados sobre los niveles del inicio del año.

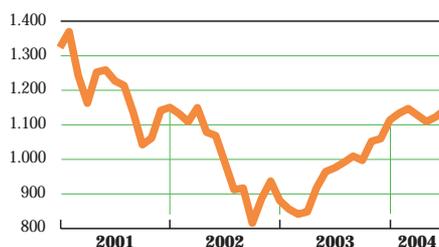
**El índice Standard & Poor's 500 de Estados Unidos asciende el 3% en los primeros seis meses del año...**

En Estados Unidos, la tendencia alcista que produjo fuertes ascensos en 2003 dio muestras de agotamiento hacia el final de enero. Con todo, las bolsas norteamericanas contaron con la perspectiva de favorables beneficios de las sociedades. Así, después de marcadas oscilaciones el índice Standard & Poor's 500 cerró la primera parte del ejercicio con un aumento del 2,6% sobre diciembre. El tradicional índice Dow Jones Industrials registró un decremento del 0,2% respecto al final de 2003 y el índice Nasdaq general, representativo de los valores tecnológicos, acabó junio el 3,1% por encima del final del año anterior.

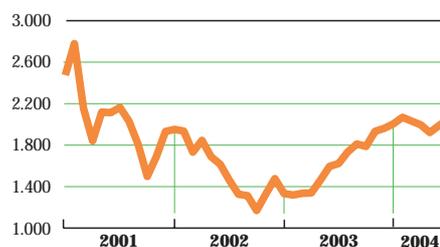
## BOLSAS INTERNACIONALES

Índices a fin de mes

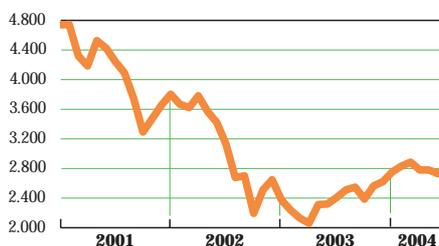
**NUEVA YORK (Standard & Poor's 500)**



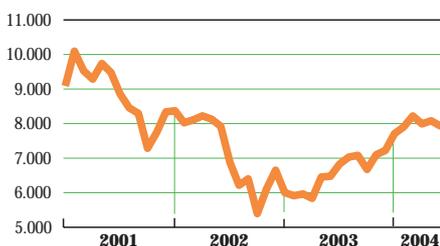
**ÍNDICE NASDAQ DE ESTADOS UNIDOS**



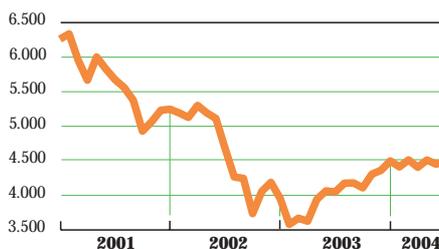
**ZONA EURO (DJ Euro Stoxx 50)**



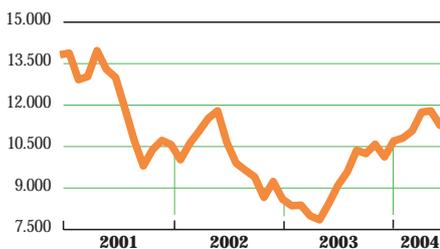
**MADRID (IBEX 35)**



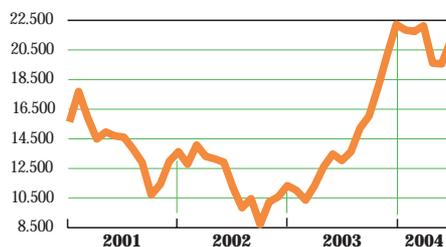
**LONDRES (Financial Times 100)**



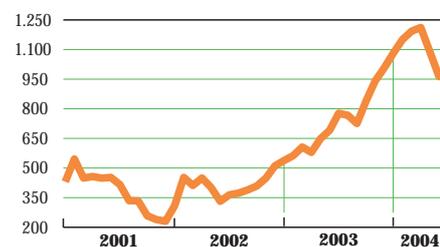
**TOKIO (Nikkei 225)**



**SÃO PAULO (Bovespa)**



**BUENOS AIRES (Merval)**



NOTA: Junio 2004, día 30. FUENTE: Thomson Financial Datastream.

**...y algunas bolsas europeas anotan un balance un poco mejor.**

Las bolsas de la zona del euro experimentaron una evolución similar a las del otro lado del Atlántico en el primer semestre de 2004. De esta manera, el índice DJ Eurostoxx 50, representativo de las mayores sociedades de la eurozona, terminó el segundo trimestre del año con un avance del 1,8% sobre la par del año. Es destacable que las bolsas de Milán, París y Madrid anotaron subidas superiores en este periodo.

**ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES**  
30-6-2004

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual	% variación sobre la misma fecha de 2001
Nueva York					
<i>Dow Jones</i>	10.435,5	2,4	-0,2	16,1	-0,6
<i>Standard &amp; Poor's</i>	1.140,8	1,8	2,6	17,1	-6,8
<i>Nasdaq</i>	2.047,8	3,1	2,2	26,2	-5,2
Tokio					
	11.858,9	5,5	11,1	30,6	-8,6
Londres					
	4.464,1	0,8	-0,3	10,7	-20,9
Zona del euro					
	2.811,1	2,7	1,8	16,2	-33,8
<i>Francfort</i>	4.052,7	3,3	2,2	25,8	-33,1
<i>París</i>	3.733,0	1,7	4,9	21,0	-28,6
<i>Amsterdam</i>	345,1	2,4	2,2	18,4	-39,8
<i>Milán</i>	1.326,3	3,0	5,5	14,0	-18,8
<i>Madrid</i>	8.078,3	1,5	4,4	17,7	-9,0
Zurich					
	5.619,1	-0,1	2,4	16,7	-22,4
Hong Kong					
	12.285,8	0,7	-2,3	28,3	-5,8
Buenos Aires					
	945,5	-0,8	-11,8	23,5	135,0
São Paulo					
	21.148,0	8,2	-4,9	63,0	45,3

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

FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

**Fuertes ganancias de la bolsa japonesa.**

Fuera de la zona del euro, el índice Nikkei 225 de la bolsa japonesa alcanzó el máximo anual hacia el final de abril por encima de los 12.100 puntos gracias al relanzamiento económico nipón. Más tarde, acusó el encarecimiento del crudo y flexionó a la baja, pero rebotó y acabó el primer semestre en 11.859 puntos, con un aumento del 11,1% sobre diciembre y del 30,6% en relación con el final de junio de 2003. En cambio, el índice Financial Times 100 de la bolsa de Londres sufrió una pérdida del 0,3% en los seis primeros meses del ejercicio. Por su parte, el índice SMI de la bolsa suiza el día 30 de junio se hallaba el 2,4% por encima del final de 2003.

**Notable subida de la bolsa española hasta junio.**

En cuanto a la bolsa española, el índice IBEX 35 registró fuertes fluctuaciones a lo largo del semestre, pasando del máximo anual del 13 de abril en 8.444,3 puntos a un mínimo anual de 7.671,9 puntos el día 17 de mayo. Sin embargo, posteriormente recuperó la cota 8.000 y acabó el segundo trimestre en 8.078 puntos, con un incremento acumulado del 4,4% sobre diciembre de 2003. Al final de junio, sólo seis valores de los

treinta y cinco integrados en el índice selectivo estaban en números rojos con relación al final de 2003. En los últimos doce meses este índice consiguió unas considerables plusvalías del 17,7%.

***Retrocesos de muchas bolsas emergentes tras las espectaculares alzas de 2003.***

Por lo referente a las bolsas emergentes, se han mostrado volátiles a lo largo del semestre. Las bolsas asiáticas retrocedieron tras el anuncio de una posible ralentización de la economía china por lo que representa para las exportaciones de materias primas al gigante del Extremo Oriente. Así, por ejemplo, el índice Hang Seng de Hong Kong terminó el primer semestre con unas pérdidas del 2,3%, aunque presentaba unas plusvalías del 28,3% en relación con doce meses antes. Las bolsas latinoamericanas también experimentaron fuertes oscilaciones. La aceleración de las expectativas alcistas de los tipos de interés de Estados Unidos las perjudicó especialmente. De este modo, el índice Bovespa de Brasil, afectado también por problemas políticos del gobierno del presidente Lula da Silva, cayó el 4,9% en los seis primeros meses de 2004, aunque mantenía un extraordinario avance del 63,0% en relación con doce meses antes. El índice Merval de la Bolsa de Buenos Aires bajó el 11,8% en la primera mitad de 2004, aunque mostraba un alza anual del 23,5%. En cambio, la bolsa mexicana lograba mantener unas ganancias acumuladas del ejercicio del 16,9% debido a su estrecha relación con la economía de Estados Unidos.

## ACTIVIDAD ECONÓMICA

### La demanda interna modera su impulso

**Se modera el ritmo expansivo de la actividad económica...**

Las estimaciones de la contabilidad nacional trimestral confirmaron que la economía española intensificó su ritmo de crecimiento durante el primer trimestre de 2004, gracias al fuerte impulso de la demanda interna que compensó el empeoramiento de la aportación negativa del sector exterior. Los escasos datos referidos al segundo trimestre sugieren cierta continuidad de las tendencias anteriores, aunque se perciben algunos signos de mayor moderación en el ritmo expansivo de la actividad económica.

### SE DESACELERA EL CRECIMIENTO DEL CONSUMO ELÉCTRICO

Variación interanual del consumo de electricidad



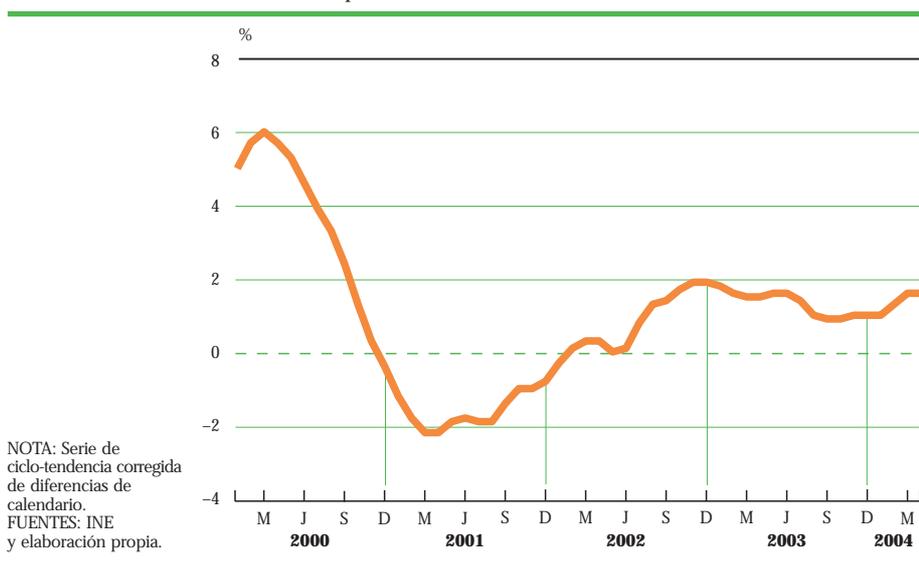
**...como apunta la desaceleración del crecimiento del consumo de electricidad...**

Así, por ejemplo, el consumo de electricidad (corregido de los efectos de calendario y temperatura) altamente representativo del pulso de la actividad general, creció en torno al 3,2% interanual durante los meses de abril y mayo, claramente por debajo de lo anotado en el primer trimestre del año actual (3,8%) y en el conjunto de 2003 (4,8%). El crecimiento desacelerado de la serie de ciclo-tendencia de dicho indicador es una muestra de la pérdida de impulso apuntada.

**...y la lentitud de la recuperación de la actividad industrial.**

Por otra parte, la recuperación de la actividad industrial parece haber cobrado también una mayor lentitud. El índice de producción general, filtrado de efectos de calendario, creció un modesto 1% interanual en abril, casi medio punto menos que el promedio correspondiente al trimestre anterior. La industria manufacturera es la que sufre en mayor medida esta ralentización, con un crecimiento nulo durante el mes citado. La metalurgia y la fabricación de maquinaria y material eléctrico, con crecimientos del 6,6% y 10,2% hasta abril, son algunas de las ramas que se apartan en positivo de la tónica de debilidad observada. Por contra, destacan los fuertes descensos de la electrónica y equipos informáticos (11,0% y 40,9%, respectivamente, en los cuatro meses citados), y los más moderados de la industria química (2,7%), vehículos a motor (0,5%) y fabricación de muebles (3,3%).

**CRECIMIENTO MODERADO DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL**  
Variación interanual del índice de producción industrial



**Con todo, el indicador de clima industrial tiende a mejorar.**

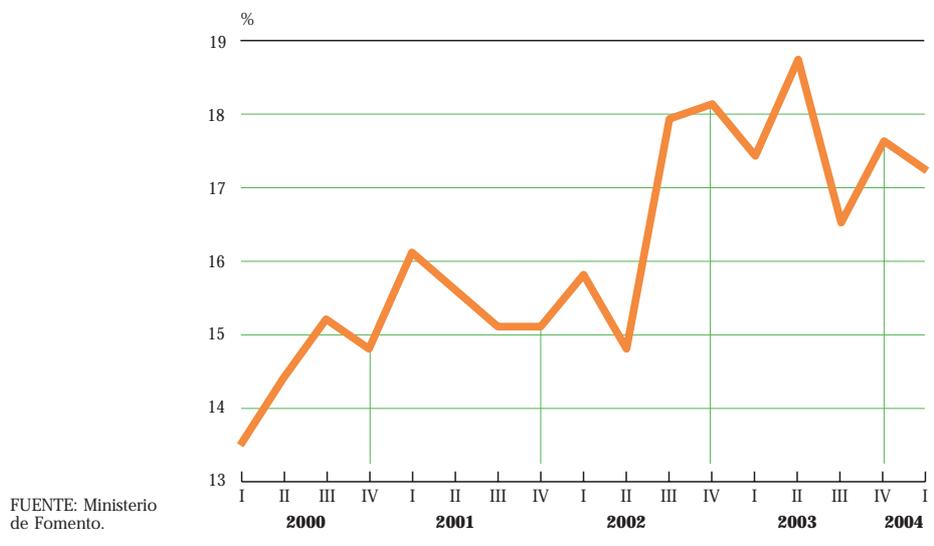
Paradójicamente, el indicador de clima industrial ha experimentado una cierta mejora en los últimos meses, situándose en torno a un punto negativo en abril y mayo, algo mejor que en los meses iniciales de 2004. Asimismo, la utilización de la capacidad productiva avanzó seis décimas en el segundo trimestre hasta el 79,3%. Con todo, el retroceso del empleo industrial (2,2% interanual según la encuesta de población activa, durante el primer trimestre) vendría a confirmar la debilidad de la recuperación del sector, aunque en cierta medida pueda responder también a procesos de reestructuración en marcha para ganar competitividad frente a la competencia exterior.

**Algunos indicadores de la construcción empiezan a moderar su ritmo expansivo...**

La atonía del sector industrial contrasta con el fuerte dinamismo que mantiene todavía la construcción, aunque algunos indicadores apuntan a una mayor moderación de su ritmo expansivo. En concreto, el crecimiento del consumo de cemento se redujo a un 2,4% interanual en los cinco primeros meses de 2004, después de haber superado el 5% en la segunda mitad de 2003. Otros indicadores más atrasados muestran también una

desaceleración de la tasa de crecimiento, como por ejemplo el total de viviendas iniciadas (incremento del 6,4% interanual en el último trimestre de 2003 frente a casi el 18% durante los nueve meses anteriores) y los visados de obra nueva (aumento del 7,7% en el primer trimestre de 2004 frente a más del 21% en 2003).

**CONTINÚA EL ASCENSO DEL PRECIO DE LAS VIVIENDAS EN ESPAÑA**  
Variación interanual del precio medio del metro cuadrado



**...aunque la demanda del sector residencial continúa muy fuerte y la licitación pública recupera un mayor dinamismo.**

Desde otra perspectiva, la tendencia creciente de los precios de la vivienda (17,2% interanual durante el primer trimestre de 2004) sugiere en cambio que la demanda continúa muy fuerte en el sector residencial, impulsada, como ya hemos aludido en anteriores ocasiones, por los bajos tipos de interés hipotecarios, la expansión del empleo, el aumento de la población inmigrante, la demanda de extranjeros –particularmente en las zonas costeras– y la finalidad de inversión. Por otra parte, la licitación oficial parece que ha cobrado un mayor dinamismo en los meses iniciales del año, con un crecimiento interanual del 5,4% hasta abril, en contraste con los fuertes descensos registrados durante los meses precedentes.

**El tono global de los servicios sigue siendo muy positivo, principalmente en el comercio, el transporte y las tecnologías de la información y la comunicación.**

En cuanto a los servicios, el tono global de la actividad continúa siendo muy positivo, como en un sentido amplio refleja la evolución del empleo estimado y los afiliados en alta en la Seguridad Social. El comercio, el transporte, y las tecnologías de la información y la comunicación siguen siendo las actividades con mayor proyección, seguidas a corta distancia por los servicios a empresas. Dentro de la tónica positiva indicada, los resultados en el sector de transportes son bastante desiguales. En general, el transporte de mercancías mantiene una línea ascendente, mientras que en las líneas de pasajeros, el auge del tráfico aéreo, con un crecimiento del número de usuarios del 9,2% interanual hasta mayo, contrasta con el modesto incremento del transporte por carretera (1,3% hasta abril) y el retroceso en el ferrocarril (2,6%).

## INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2002	2003	2003			2004		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
<b>Industria</b>								
Consumo de electricidad (1)	3,8	4,8	4,7	6,1	4,7	3,8	3,9	2,5
Índice de producción industrial (2)	0,2	1,4	1,7	1,1	1,2	1,4	1,0	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-5,7	-0,9	-1,0	-1,3	-2,3	-3,0	-1,0	-1,0
Utilización capacidad productiva (4)	78,5	79,1	77,5	79,7	80,6	78,7	-	79,3
Imp. bienes interm. no energ. (5)	6,4	3,3	7,8	-0,1	-3,7	0,6	...	...
<b>Construcción</b>								
Consumo de cemento	4,7	4,8	5,1	4,5	5,7	5,3	-1,6	-1,2
Indicador de confianza en la construcción (3)	-2,3	-1,5	-2,0	-2,3	1,0	-1,0	2,0	-5,0
Viviendas (visados obra nueva)	4,3	21,4	21,7	14,1	26,0	7,7	...	...
Licitación oficial	13,1	-10,9	25,2	-31,6	-50,2	11,0	-17,5	...
<b>Servicios</b>								
Ventas comercio minorista	5,7	5,7	5,9	5,0	6,1	6,7	6,4	...
Turistas extranjeros	4,5	-0,3	4,2	-3,0	1,3	5,4	-0,2	4,6
Ingresos turismo	-2,9	3,7	7,5	3,9	2,3	4,0	...	...
Mercancías ferrocarril (Tm-km)	-0,7	1,7	-2,6	5,8	3,0	6,4	8,0	...
Tráfico aéreo pasajeros	-1,1	7,4	8,3	7,7	8,5	11,0	6,9	7,2
Consumo de gasóleo automoción	6,2	8,0	8,5	7,2	6,0	7,8	...	...

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

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

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

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

(5) En volumen.

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

**El turismo se resiente en marzo y abril de los sucesos del 11 de marzo, pero vuelve a recuperar el pulso en mayo.**

El comportamiento del sector turístico mostró un súbito empeoramiento en marzo y abril, relacionado probablemente con los acontecimientos del 11 de marzo. En mayo, sin embargo, parece que la situación se normalizó, con un aumento del turismo receptor del 4,6% interanual. En conjunto, en los cinco primeros meses de 2004, el total de turistas extranjeros creció un 3,8%, lo que supone de hecho una aceleración con respecto a la evolución de 2003. Por su parte, el turismo interior ha mostrado en el transcurso de 2004 una evolución continua muy sólida, como lo acreditan las pernoctaciones de españoles en establecimientos hoteleros, que crecieron un 7,7% hasta mayo.

**La aceleración de la inflación puede repercutir negativamente en la renta real de los consumidores...**

Desde la perspectiva de la demanda, cabría esperar, en principio, que la orientación alcista de la tasa de inflación a partir del mes de abril repercutiera negativamente sobre la renta real de las familias, lo que podría derivar en una mayor moderación del consumo privado. De momento, no disponemos de todos los datos para certificar que se haya producido realmente el efecto esperado, que sería necesariamente limitado, puesto que los bajos tipos de interés y la creación de empleo siguen actuando como claros factores de impulso de la demanda.

## INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2002	2003	2003			2004		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
<b>Consumo</b>								
Producción de bienes de consumo (*)	2,4	0,2	1,8	0,3	-1,7	-0,1	-2,0	...
Importación de bienes de consumo (**)	5,0	10,0	10,3	12,6	8,9	20,4	...	...
Matriculaciones de automóviles	-6,6	3,9	3,6	7,5	10,3	20,8	4,0	8,9
Crédito al consumo de bienes duraderos	12,6	1,6	0,6	4,0	1,1	3,7	-	-
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-11,6	-13,7	-13,7	-12,3	-11,7	-11,7	-8,0	-9,0
<b>Inversión</b>								
Producción de bienes de equipo (*)	-4,9	0,5	0,5	-2,2	3,2	1,2	-2,1	...
Importación de bienes de equipo (**)	-5,8	16,8	22,6	26,2	9,9	18,7	...	...
Matriculación de vehículos industriales	-6,0	13,5	10,6	16,3	11,9	14,9	11,1	12,5
<b>Comercio exterior (**)</b>								
Importaciones no energéticas	3,7	7,4	11,0	7,6	2,1	8,9	...	...
Exportaciones	1,4	6,2	11,1	4,6	3,3	7,2	...	...

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

(\*\*) En volumen.

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

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

### **...aunque el consumo mantiene un tono bastante firme...**

En principio, las matriculaciones de automóviles han atenuado su fuerte ritmo expansivo (crecieron un 6,5% en el periodo abril-mayo, frente al 20,8% correspondiente al primer trimestre), pero su comportamiento continúa siendo muy satisfactorio. También, en abril, el comercio minorista mostraba un pulso muy firme, a tenor del incremento del índice de ventas del sector, cifrado en 4,1% real (descontando la inflación), sólo un punto inferior al registrado durante el tercer trimestre. En las grandes superficies, el crecimiento de abril (6,8%) superó incluso al correspondiente al primer trimestre (6,4%).

### **...y la confianza de los consumidores sólo empeora ligeramente en mayo.**

Por otra parte, la confianza de los consumidores sólo empeoró ligeramente en mayo (se situó en nueve puntos negativos, uno más que en abril), tras el avance registrado durante los dos meses precedentes. Desde otro plano, se observa que el indicador de confianza de los servicios mantiene una línea positiva en los tres últimos meses, evidenciando el buen tono de la demanda.

### **Elevado crecimiento de las importaciones de bienes de equipo.**

Finalmente, la inversión en bienes de equipo se está moviendo en el periodo inicial de 2004 con un patrón similar al de los meses precedentes. Junto a un crecimiento muy elevado de las importaciones (18,7% real durante el primer trimestre) se constata la debilidad de la producción interior de bienes de dicha naturaleza, cuyo crecimiento interanual apenas alcanzó el 0,5% hasta abril.

---

## MERCADO DE TRABAJO

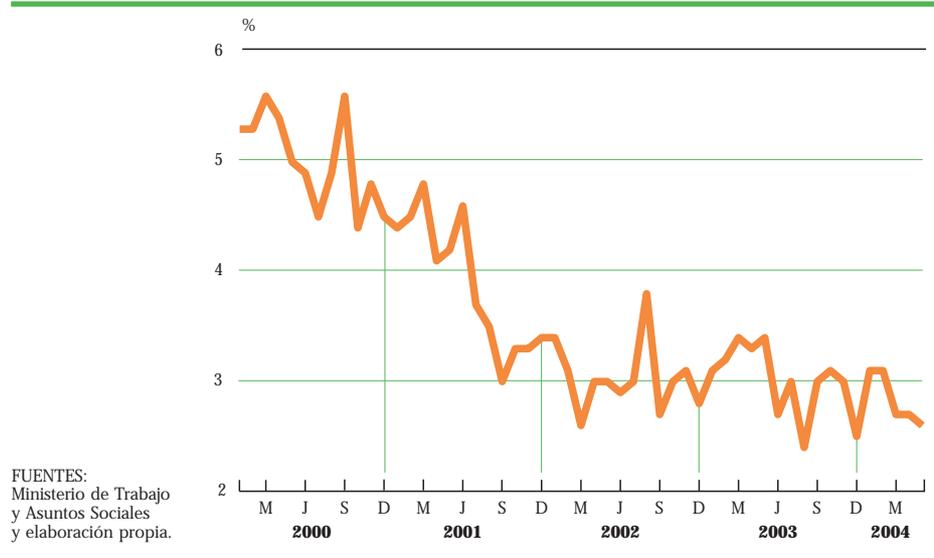
El empleo atenúa su avance en el segundo trimestre

**La afiliación a la Seguridad Social modera su crecimiento en mayo...**

El número de afiliados en alta laboral en la Seguridad Social aumentó en 427.827 en mayo, para situarse en un total de 17.135.324 personas, la mayor cifra jamás alcanzada en un final de mes. Con todo, el incremento de mayo fue inferior al registrado el mismo mes del año anterior, por lo que el ritmo de crecimiento de la afiliación se desaceleró suavemente hasta situarse en un 2,6% interanual, una décima menos que en abril.

### MENOR TONO DE LA AFILIACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL

Variación anual del número de afiliados en alta a la Seguridad Social



**...por el menor tono del empleo asalariado.**

La progresiva, aunque lenta, moderación del crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social obedece principalmente al menor tono del empleo asalariado ya que la ocupación entre los autónomos no agrarios presenta una tónica más favorable con incrementos en torno al 4% interanual en los últimos meses.

**El aumento de altas de trabajadores extranjeros aporta más de medio punto...**

Por otra parte, el aumento de la afiliación a la Seguridad Social sigue fundamentándose en la notable incorporación de trabajadores extranjeros. En efecto, la afiliación entre este colectivo, que en mayo agrupaba a 1.062.342 personas, viene creciendo a un ritmo sostenido muy cercano al 13% en los último cuatro meses. Por el contrario, la afiliación entre los

**...al crecimiento total de la afiliación.**

nacionales continuó debilitándose, ya por quinto mes consecutivo, hasta situarse en un 1,9% interanual, más de medio punto por debajo del ritmo de principios de año.

**INDICADORES DE EMPLEO**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2002	2003	2003			2004		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
<b>Afiliados a la Seguridad Social</b>								
Asalariados	3,5	3,2	3,4	2,9	2,9	2,9	2,5	2,4
<i>Industria</i>	-0,2	-0,5	-0,6	-0,5	-0,7	-0,5	-0,4	...
<i>Construcción</i>	5,8	4,3	4,8	3,8	3,0	4,4	4,2	...
<i>Servicios</i>	4,4	4,1	4,3	3,9	4,3	4,3	3,8	...
No asalariados	0,9	2,3	2,2	2,5	2,8	3,2	3,2	3,2
<b>Total</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>
<b>Población ocupada (*)</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>	-	-
<b>Puestos de trabajo (**)</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	-	-
<b>Contratos registrados (***)</b>								
Indefinidos	-1,6	-1,0	-6,7	-6,2	0,2	10,0	17,8	13,2
Temporales	1,1	3,9	-2,8	1,5	8,8	14,4	19,6	6,3
<b>Total</b>	<b>0,9</b>	<b>3,4</b>	<b>-3,1</b>	<b>0,9</b>	<b>8,1</b>	<b>13,9</b>	<b>19,4</b>	<b>6,9</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.

**Fuerte crecimiento de las contrataciones a tiempo parcial hasta mayo.**

Los nuevos contratos registrados en el Instituto Nacional de Empleo (INEM) crecieron de nuevo con fuerza en mayo, un 6,9% interanual, lo que dejó el incremento acumulado en un 13,5%. Este dinamismo, que contrasta con la tónica de moderación de otros indicadores, puede explicarse por la falta de homogeneidad de las cifras que, de un año para otro, pueden incluir contratos de duración y dedicación muy diferenciada. En este sentido, el avance de las colocaciones en 2004 se está manifestando especialmente intenso en el trabajo a tiempo parcial, un 22,0% en los cinco primeros meses.

**Paro registrado: leve empeoramiento de la situación en mayo**

**El descenso del paro registrado en mayo, prácticamente igual al del pasado año.**

El número de parados registrados en el INEM disminuyó en 51.027 en mayo, cifra muy similar a la del mismo mes de 2003. Por ello, el ritmo de avance del desempleo se mantuvo prácticamente estable alrededor del 2,9%. El paro en los sectores no agrarios, en cambio, mostró un comportamiento algo menos favorable, lo que le llevó a incrementar su ritmo de crecimiento ligeramente por encima del 4% interanual.

## EL DESEMPLEO NO AGRARIO ACENTÚA SU AUMENTO

### Variación interanual del paro sectorial registrado no agrario en el INEM



*La construcción y los servicios presentan una tendencia desfavorable que se compensa con la disminución de demandantes de un primer empleo.*

La aceleración del crecimiento del desempleo sectorial no agrario, hasta un 4,1% interanual, se debió principalmente al deterioro relativo de la situación en la construcción y en los servicios, sectores en los que el aumento del paro registrado llegó a situarse en un 6,2% y un 5,3% interanual, respectivamente. En la industria, la situación empeoró también ligeramente, aunque el nivel de paro era todavía ligeramente inferior al de mayo de 2003. El mal comportamiento relativo en los distintos sectores productivos no agrarios se compensó en parte con la reducción del número de demandantes de un primer empleo.

## PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

### Mayo 2004

	Parados	Variación sobre diciembre 2003		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
<b>Por sectores</b>						
Agricultura	40.265	2.341	6,2	1.691	4,4	2,4
Industria	250.781	-13.512	-5,1	-4.353	-1,7	15,2
Construcción	182.755	-29.133	-13,7	10.640	6,2	11,0
Servicios	952.511	-16.204	-1,7	48.288	5,3	57,6
Primer empleo	227.837	-830	-0,4	-10.379	-4,4	13,8
<b>Por sexos</b>						
Hombres	664.637	-60.625	-8,4	20.801	3,2	40,2
Mujeres	989.512	3.287	0,3	25.086	2,6	59,8
<b>Por edades</b>						
Menores de 25 años	240.587	-17.163	-6,7	-12.331	-4,9	14,5
Resto de edades	1.413.562	-40.175	-2,8	58.218	4,3	85,5
<b>TOTAL</b>	<b>1.654.149</b>	<b>-57.338</b>	<b>-3,4</b>	<b>45.887</b>	<b>2,9</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: INEM y elaboración propia.

**El paro juvenil sigue descendiendo.**

**La situación es más favorable en el valle del Ebro, Madrid, Andalucía y Murcia que en el resto de comunidades.**

**El aumento del coste salarial por persona y mes se modera en una décima de punto en el primer trimestre para quedar en el 3,2%...**

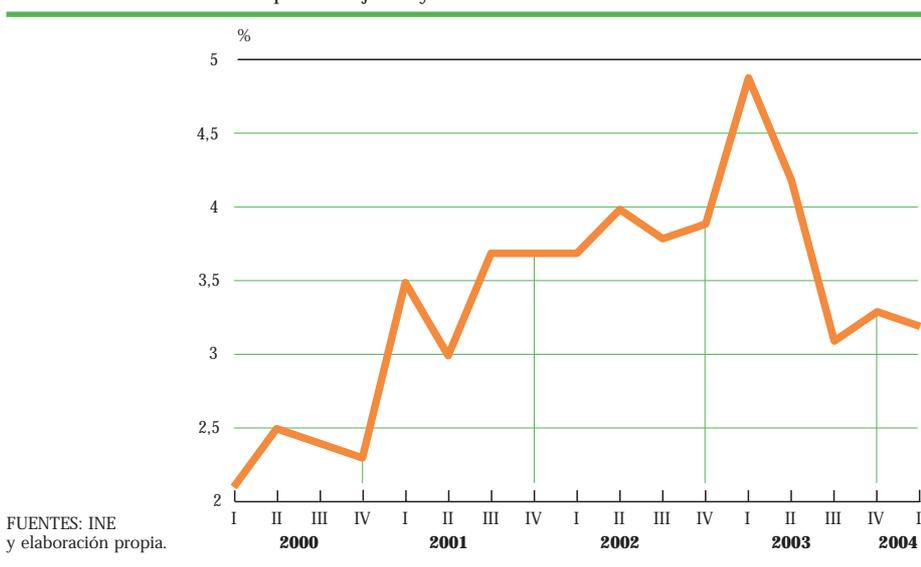
El deterioro del desempleo fue únicamente visible en el segmento masculino de población, pues el paro femenino moderó su ritmo de crecimiento. El paro juvenil, por otra parte, continuó con su tónica de descenso, incluso a un ritmo algo más intenso al del mes precedente.

Por comunidades autónomas, las regiones del valle del Ebro junto a Madrid, Andalucía y Murcia presentaron una situación algo más favorable que el resto de comunidades manifestando, en términos generales, un nivel de paro registrado inferior o prácticamente igual al del año precedente por estas fechas. En el lado opuesto, Canarias, Comunidad Valenciana, Extremadura, las dos Castillas, Baleares, Cantabria, Galicia y Asturias presentaron incrementos del desempleo de distinta intensidad, destacando las dos comunidades enumeradas en primer lugar con aumentos del 20% y del 10%, respectivamente.

### Los costes salariales aumentan por encima de la inflación

El coste salarial total según la encuesta trimestral de coste laboral (ETCL) se situó en los 1.457 euros por persona y mes en el primer trimestre de 2004 y aumentó un 3,2% respecto al mismo periodo del año anterior. Este incremento, inferior en una décima de punto al del trimestre precedente, vino a confirmar una cierta estabilidad del incremento de las remuneraciones salariales por encima del 3%. En el primer trimestre, el índice de precios de consumo experimentó un incremento medio del 2,2%, es decir, un punto menos que el registrado por los costes salariales.

**LAS SUBIDAS SALARIALES SUPERAN EL 3%**  
Variación del coste salarial por trabajador y mes



**...sin embargo, el coste salarial por hora se acelera más de un punto hasta un 4,1%.**

El menor crecimiento de los costes salariales en el primer trimestre del año se aprecia también en el coste laboral total, es decir, el coste salarial más el resto de costes laborales como Seguridad Social y otras percepciones, que quedó en un 3,5% interanual, dos décimas por debajo del trimestre precedente. Esta moderación, sin embargo, no se reflejó en el coste por hora efectiva trabajada, que pasó a aumentar un 4,1% en el trimestre, es decir, un punto y una décima más que en el cuarto trimestre de 2003.

**Incrementos salariales importantes en la industria y la construcción...**

La moderación de los costes salariales fue únicamente perceptible en el ámbito de los servicios, donde el coste laboral por trabajador y mes pasó a crecer un 2,7%, tres décimas menos que el trimestre precedente. En la industria y la construcción, en cambio, el aumento del coste laboral se aceleró ligeramente, situándose en un 4,0% y un 5,2%, respectivamente.

**...que contrastan con los signos de moderación en la negociación colectiva.**

La subida salarial media pactada en los convenios hasta mediado el segundo trimestre de 2004 se situó en un 2,9% según datos del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, es decir, seis décimas de punto menos que en el conjunto del pasado año. Estas cifras corresponden a los acuerdos suscritos por 4,5 millones de trabajadores, es decir, algo menos de la mitad de los que efectivamente acaban vinculados por la negociación colectiva al cabo del año.

## INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2002	2003	2003				2004
			I	II	III	IV	I
Incremento pactado en convenios	3,1	3,5	3,4	3,4	3,5	3,5	2,8
Salario por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo (*)	3,9	4,2	4,5	4,2	4,0	4,2	4,2
Índice de costes laborales							
Costes salariales							
Total	3,9	3,8	4,9	4,2	3,1	3,3	3,2
Industria	4,7	4,4	5,0	5,1	3,7	3,7	4,0
Construcción	4,1	5,0	5,1	4,9	5,1	5,1	5,2
Servicios	3,8	3,5	4,8	3,9	2,6	3,0	2,7
Ganancia media por hora trabajada	4,1	4,3	3,3	8,0	3,1	3,0	4,1
Otros costes laborales	6,0	5,4	6,0	5,5	5,2	5,0	4,4
Jornada laboral (**)	-0,3	-0,5	1,5	-3,5	-0,1	0,4	-0,9
Jornales agrarios	5,1	2,6	3,4	2,1	2,1	2,6	...
Coste laboral en la construcción	2,9	4,4	4,0	4,6	4,4	4,5	3,8

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

(\*\*) Horas efectivas por trabajador y mes.

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

---

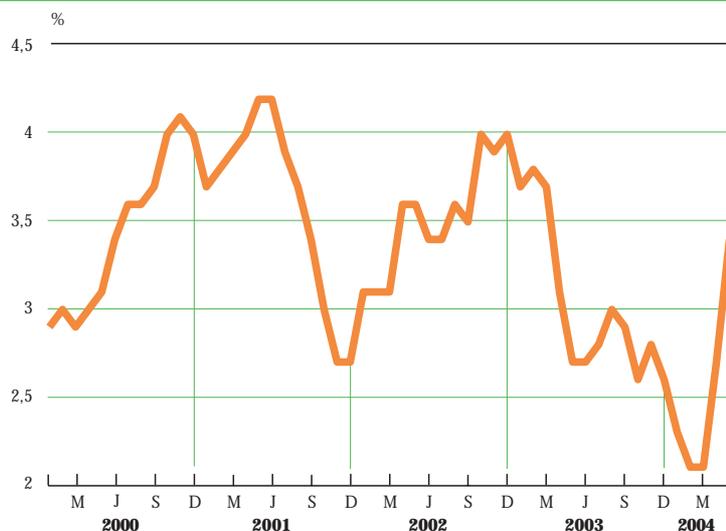
## PRECIOS

### Nuevo avance de la inflación en mayo

**La tasa de inflación se eleva seis décimas en mayo.**

El índice de precios de consumo (IPC) aumentó un 0,6% en mayo, lo que contrasta con el descenso del 0,1% del mismo mes de 2003. Por ello, la tasa interanual de inflación se elevó bruscamente por segundo mes consecutivo, hasta el 3,4%. Este salto del IPC se debió principalmente a los precios de la energía y de la alimentación, pero también el resto de sus componentes tuvieron un comportamiento ligeramente más desfavorable que en el mes precedente. En este sentido, la inflación subyacente avanzó tres décimas en tasa interanual, hasta el 2,7%.

### LA INFLACIÓN, DE NUEVO POR ENCIMA DEL 3% Variación interanual del índice de precios de consumo



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

**Los derivados del petróleo contribuyen decisivamente a la aceleración de la inflación...**

El alza de los precios de la energía se debió a los combustibles derivados del petróleo, que acusaron el alza del crudo y la cotización del dólar, y que fue de gran intensidad. En efecto, el incremento de precios del grupo energético se aceleró algo más de cinco puntos hasta situarse en el 6,6% interanual. De este modo, en los dos últimos meses este componente ha aportado prácticamente siete décimas a la tasa general de inflación.

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

### LA INFLACIÓN SUBYACENTE REBROTA

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



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

*...así como los alimentos, tanto frescos como especialmente elaborados.*

En la misma línea, aunque con un impacto menor, se mostraron también los precios de la alimentación. Los alimentos frescos elevaron su crecimiento en dos décimas de punto, hasta un 7,0% interanual, por el impacto de los precios del pollo, la patata y el pescado. Peor fue el comportamiento de los alimentos elaborados, cuyos precios se aceleraron ocho décimas de punto, hasta un 3,7%, impulsados principalmente por el tabaco y el aceite de oliva.

**Vestido y calzado inician un alza moderada y entorpecen la contención de los precios de los bienes industriales no energéticos.**

Los precios de los bienes industriales no energéticos también se orientaron al alza y aceleraron su tasa de crecimiento en un par de décimas hasta el 0,9% interanual, tasa, pese a todo, muy moderada. Los precios del vestido y del calzado con el inicio de la temporada de primavera y también el de algunos artículos del hogar elevaron el crecimiento interanual de este grupo aunque, en contrapartida, los descensos de precios en otros productos inmersos en mercados de fuerte competencia (electrodomésticos, informática, audio y vídeo) compensaron en parte la situación.

**Los precios de los servicios siguen creciendo a tasas altas y relativamente estables.**

Algo menos desfavorable fue la trayectoria de los precios de los servicios en mayo, pues su tasa anual se aceleró únicamente en una décima de punto hasta un 3,8%. La mayor estabilidad de los precios turísticos, la contención de los servicios médicos y el descenso de los precios de las comunicaciones favorecieron esta pauta pese al repunte de los precios del transporte aéreo y de algunos servicios más específicos.

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Mayo

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2003	2004	2003	2004	2003	2004
<b>Por clases de gasto</b>							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	113,0	0,3	0,4	0,9	1,6	3,6	4,7
Bebidas alcohólicas y tabaco	115,0	0,1	4,1	2,1	4,6	2,2	5,4
Vestido y calzado	117,4	1,2	1,4	1,4	1,0	5,5	2,0
Vivienda	108,4	-0,2	0,3	1,7	2,2	2,9	3,4
Menaje	105,9	0,4	0,4	1,1	0,8	2,1	1,4
Medicina	104,9	0,1	0,0	1,5	-0,5	2,5	0,1
Transporte	109,0	-1,1	1,6	0,7	5,2	0,2	5,5
Comunicaciones	94,0	-0,2	-0,1	0,9	0,4	-2,8	-0,7
Ocio y cultura	102,2	-1,7	-1,3	-1,0	-1,1	0,1	0,0
Enseñanza	112,3	0,0	0,0	0,8	0,5	4,9	4,0
Hoteles, cafés y restaurantes	113,9	0,0	0,0	2,4	2,3	4,1	4,0
Otros	110,9	0,1	0,1	2,5	2,5	3,4	3,1
<b>Agrupaciones</b>							
Alimentos con elaboración	111,3	0,1	1,0	1,6	2,7	2,8	3,7
Alimentos sin elaboración	117,3	0,6	0,8	-0,1	0,5	4,6	7,0
Conjunto no alimentario	109,4	-0,2	0,5	1,3	2,0	2,4	2,9
Bienes industriales	107,3	-0,2	1,0	0,7	2,0	1,6	2,2
<i>Productos energéticos</i>	<i>106,3</i>	<i>-2,5</i>	<i>2,5</i>	<i>-0,2</i>	<i>6,4</i>	<i>-1,9</i>	<i>6,6</i>
<i>Carburantes y combustibles</i>	<i>107,6</i>	<i>-3,4</i>	<i>3,3</i>	<i>-0,8</i>	<i>8,2</i>	<i>-3,1</i>	<i>8,5</i>
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	<i>107,5</i>	<i>0,5</i>	<i>0,6</i>	<i>0,9</i>	<i>0,6</i>	<i>2,6</i>	<i>0,9</i>
Servicios	111,9	-0,2	-0,1	2,0	2,1	3,5	3,8
Inflación subyacente (**)	110,1	0,1	0,4	1,5	1,7	3,0	2,7
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>110,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>

NOTAS: (\*) Base 2001 = 100.

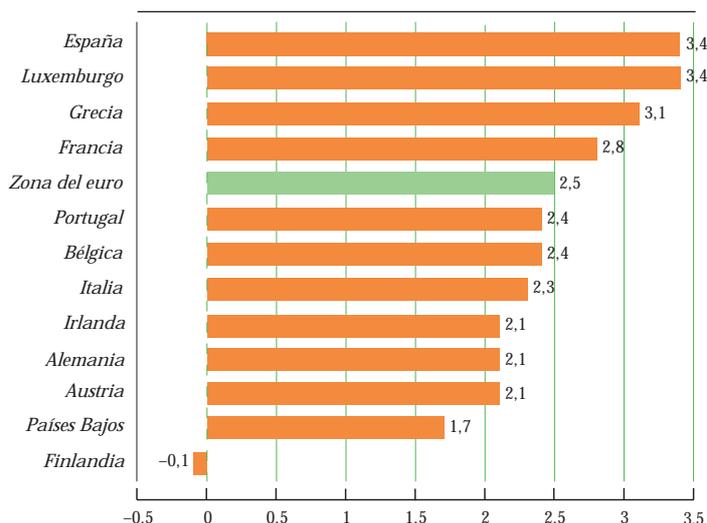
(\*\*) Índice general sin energía ni alimentos no elaborados.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

**El mal dato de mayo muestra la vulnerabilidad del IPC al impacto de la energía, pero clarifica las perspectivas.**

El mal dato del IPC de mayo ha confirmado las expectativas existentes, pero a la vez ha puesto de manifiesto los límites de ese empeoramiento si la situación de los mercados petroleros y de divisas se estabiliza. En este sentido, y pese a que los precios de la energía van a añadir alguna décima a la tasa de inflación el mes próximo, no parece plausible una aceleración intensa del resto de componentes del IPC. Pese a todo, los bienes industriales no energéticos y los servicios pueden verse afectados por el nuevo nivel de precios de la energía. En contrapartida, la alimentación deberá desacelerar notablemente su tasa de incremento a lo largo del tercer trimestre, restando así algunas décimas al índice general.

**ESPAÑA, EN CABEZA DE LA INFLACIÓN DE LA ZONA DEL EURO**  
Porcentaje de variación interanual del índice de precios de consumo armonizado en mayo de 2004



FUENTE: Eurostat.

**España, el país más inflacionista de la zona del euro.**

El brusco ascenso de la tasa de inflación en España en mayo, hasta un 3,4% según el índice de precios de consumo armonizado, fue algo mayor que el experimentado por el mismo índice de la zona del euro, por lo que el diferencial de inflación se amplió hasta nueve décimas de punto, el mayor valor en los últimos ocho meses. Asimismo, España fue en el citado mes, junto con Luxemburgo, el país de la eurozona con mayor inflación. En mayo, el crecimiento de los precios en España fue superior al de la zona del euro en prácticamente todos los componentes del índice, excepción hecha de las bebidas alcohólicas y tabaco y de los servicios médicos, ambos en fuerte ascenso en Europa.

Los precios industriales siguen con su escalada en mayo

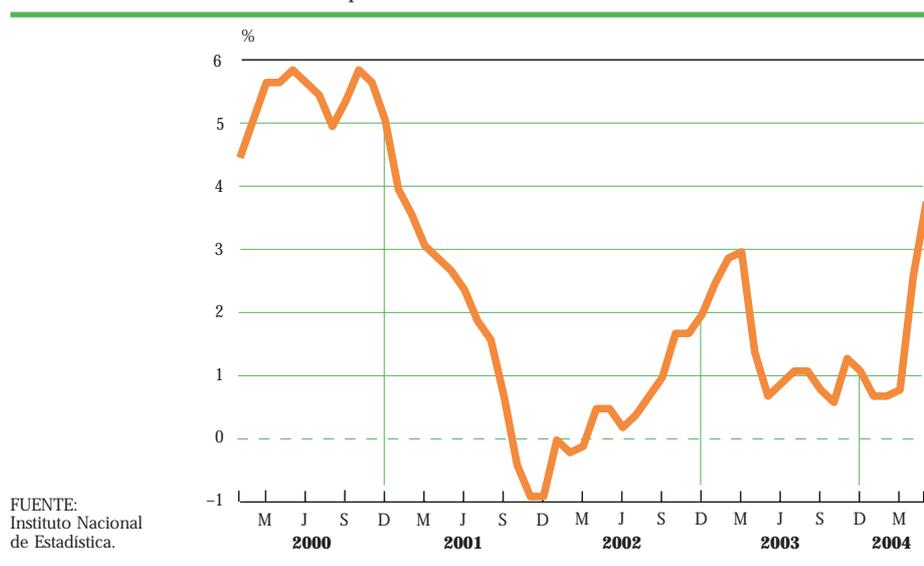
**Energía, bienes intermedios y alimentos presionan los precios industriales.**

Los precios industriales continuaron con su intensa aceleración en mayo y su ritmo de crecimiento se situó en un 3,8% interanual, un punto y dos décimas por encima del registro del mes precedente. El incremento de los precios de la energía, el alza sostenida de los bienes intermedios no energéticos y las tensiones en los precios de los alimentos han propi-

ciado esta nueva situación, muy distinta de la de principios de año cuando el índice de precios industriales crecía por debajo del 1%.

### BRUSCA ELEVACIÓN DE LOS PRECIOS MAYORISTAS

Variación interanual 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>2003</b>											
Marzo	-0,8	3,0	2,2	1,2	1,5	9,5	2,9	1,4	-3,0	5,3	-
Abril	0,3	1,4	1,6	1,0	1,3	1,3	-2,5	-0,1	-10,9	-0,9	-
Mayo	7,5	0,7	1,8	1,2	1,0	-2,3	-2,0	-1,9	-10,0	0,4	4,1
Junio	6,6	0,9	2,0	1,2	0,4	-0,9	0,7	-0,6	-7,2	3,8	-
Julio	3,7	1,1	2,5	1,1	0,1	0,2	0,0	-3,4	-7,2	3,2	-
Agosto	8,3	1,1	2,7	1,1	0,0	0,1	1,5	4,5	-9,1	2,9	4,0
Septiembre	14,6	0,8	2,7	1,2	0,3	-2,4	-2,8	-0,2	-17,7	0,9	-
Octubre	12,0	0,6	2,5	1,2	0,7	-3,6	0,8	2,8	-0,6	-0,0	-
Noviembre	11,1	1,3	2,6	1,4	0,9	-0,4	-0,2	-0,4	-7,0	1,8	4,2
Diciembre	9,5	1,1	2,4	1,3	1,0	-1,1	-1,4	-1,4	-9,4	1,0	-
<b>2004</b>											
Enero	4,4	0,7	2,1	1,3	1,4	-3,6	-3,6	-1,0	-8,4	-3,5	-
Febrero	-2,7	0,7	2,1	1,3	2,0	-5,4	1,8	-6,0	-6,2	7,5	4,0
Marzo	1,3	0,8	2,3	1,3	2,6	-5,6	-2,3	-3,6	-7,0	-0,5	-
Abril	...	2,6	2,9	1,3	3,6	1,3	...	...	...	...	-
Mayo	...	3,8	3,1	1,2	4,3	7,2	...	...	...	...	...

NOTA: (\*) Datos brutos corregidos.

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

***Los bienes de equipo y los de consumo duradero contienen su crecimiento.***

La intensa aceleración de los precios industriales no ha sido de mayor magnitud por la relativa moderación de que hacen gala los precios de los bienes de equipo y los de consumo duradero, creciendo respectivamente a tasas del 1,2% y 1,9%, algo inferiores en ambos casos a las de meses anteriores.

***Los precios de importación se moderan excepto para los bienes intermedios no energéticos.***

Los precios de importación reflejaron una situación paralela en varios aspectos a la manifestada por los precios industriales. Así, se constata una notable debilidad en los precios de manufacturas y bienes de equipo, acompañada por un alza importante de los bienes intermedios no energéticos. Los precios de la energía, por el contrario, presentaban una notable moderación, puesto que en marzo no se recogían todavía los efectos de las recientes alzas del crudo y el debilitamiento relativo del euro. Los alimentos importados experimentaron, por su parte, un suave descenso.

***Rotunda desaceleración de los precios agrarios en el primer trimestre.***

Los precios agrarios aumentaron un modesto 1,3%, que dejó la media acumulada del trimestre en un 1,0%, prácticamente diez puntos por debajo del trimestre precedente. Esta intensa desaceleración debería repercutir en los meses venideros en los precios finales de los productos agrarios, hasta la fecha uno de los componentes más inflacionistas del IPC.

## SECTOR EXTERIOR

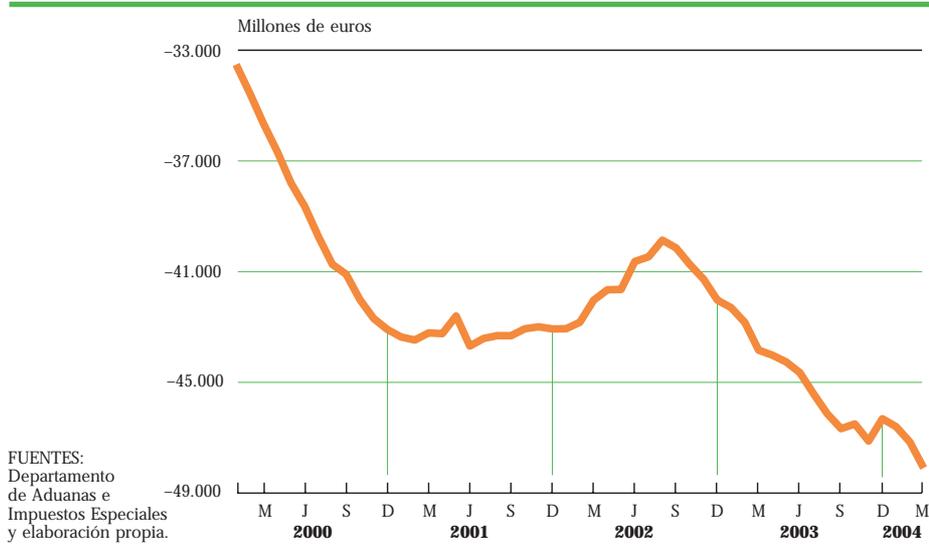
### Aumenta el déficit comercial

**El déficit comercial crece un 18% hasta marzo.**

El déficit comercial de la economía española se amplió de nuevo en marzo alcanzando los 4.361 millones de euros, un 27,6% más que el mismo mes del año anterior. De este modo, el desequilibrio acumulado en el primer trimestre llegó hasta los 11.598 millones de euros, un 18,2% más que el mismo periodo de 2003. El menor crecimiento de las exportaciones, en torno a tres puntos porcentuales por debajo de las importaciones, explica este ensanchamiento del desequilibrio exterior.

### CONTINÚA EL DETERIORO DEL COMERCIO EXTERIOR

Saldo acumulado en los últimos doce meses en la balanza comercial



**Auge de las importaciones de bienes de consumo y de capital procedentes de países terceros.**

Las importaciones, 46.896 millones de euros hasta marzo, registraron un aumento nominal del 7,6%, muy superior a la media del trimestre precedente. En términos reales, el incremento fue algo mayor, un 9,0%, habida cuenta del descenso de los precios de importación. El incremento de las importaciones fue especialmente visible en el ámbito de los bienes de consumo y de capital, alrededor del 20% real en el trimestre, y claramente diferenciado por áreas geográficas. Las compras a la Unión Europea (UE) crecieron un 2,9% real contra un 22,6% de las procedentes de países terceros. En bienes de consumo, los mayores aumentos se registraron en frutas y legumbres, muebles, electrónica de consumo, calzado y automó-

viles. En los bienes de inversión, el mayor auge se concentró en el material ferroviario. Por el contrario, las compras exteriores de bienes intermedios permanecieron prácticamente estancadas.

COMERCIO EXTERIOR  
Enero-marzo 2004

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
<b>Por grupos de productos</b>								
Energéticos	4.767	-8,7	10,2	1.151	20,7	3,3	-3.616	24,1
Bienes de consumo	13.523	16,3	28,8	14.289	1,4	40,5	767	105,7
<i>Alimenticios</i>	<i>2.940</i>	<i>13,3</i>	<i>6,3</i>	<i>4.657</i>	<i>5,4</i>	<i>13,2</i>	<i>1.717</i>	<i>158,4</i>
<i>No alimenticios</i>	<i>10.583</i>	<i>16,7</i>	<i>22,6</i>	<i>9.632</i>	<i>-1,6</i>	<i>27,3</i>	<i>-951</i>	<i>91,0</i>
Bienes de capital	7.346	10,2	15,7	4.349	12,4	12,3	-2.996	59,2
Bienes intermedios no energéticos	21.261	5,9	45,3	15.508	4,3	43,9	-5.752	72,9
<b>Por áreas geográficas</b>								
Unión Europea	29.318	6,1	62,5	25.524	3,2	72,3	-3.794	87,1
<i>Zona del euro</i>	<i>25.607</i>	<i>6,2</i>	<i>54,6</i>	<i>21.319</i>	<i>3,6</i>	<i>60,4</i>	<i>-4.288</i>	<i>83,3</i>
Países terceros	17.578	10,1	37,5	9.774	8,0	27,7	-7.804	55,6
<i>Europa Este y ex-URSS</i>	<i>2.236</i>	<i>13,5</i>	<i>4,8</i>	<i>1.500</i>	<i>2,4</i>	<i>4,2</i>	<i>-737</i>	<i>67,1</i>
<i>Estados Unidos</i>	<i>1.812</i>	<i>6,7</i>	<i>3,9</i>	<i>1.330</i>	<i>-0,5</i>	<i>3,8</i>	<i>-482</i>	<i>73,4</i>
<i>Japón</i>	<i>1.358</i>	<i>28,1</i>	<i>2,9</i>	<i>333</i>	<i>25,8</i>	<i>0,9</i>	<i>-1.025</i>	<i>24,5</i>
<i>América Latina</i>	<i>1.672</i>	<i>17,7</i>	<i>3,6</i>	<i>1.588</i>	<i>7,6</i>	<i>4,5</i>	<i>-84</i>	<i>95,0</i>
<i>OPEP</i>	<i>2.850</i>	<i>-10,9</i>	<i>6,1</i>	<i>757</i>	<i>-3,3</i>	<i>2,1</i>	<i>-2.093</i>	<i>26,6</i>
<i>Resto</i>	<i>7.649</i>	<i>15,6</i>	<i>16,3</i>	<i>4.266</i>	<i>14,6</i>	<i>12,1</i>	<i>-3.383</i>	<i>55,8</i>
<b>TOTAL</b>	<b>46.896</b>	<b>7,6</b>	<b>100,0</b>	<b>35.298</b>	<b>4,5</b>	<b>100,0</b>	<b>-11.598</b>	<b>75,3</b>

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

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

Las ventas al exterior en los tres primeros meses, 35.298 millones de euros, crecieron un 4,5% nominal respecto al mismo periodo de 2003. El aumento en volumen se situó en un 7,2%, casi cuatro puntos por encima del trimestre anterior. La recuperación de las exportaciones se debió al impulso de las ventas de productos alimenticios y a determinados bienes de inversión, principalmente buques y también motores. En cambio, las ventas exteriores de bienes de consumo no alimenticio se moderaron, las-tradas por el descenso de las exportaciones de automóviles, muebles, calzado y juguetes, que neutralizaron los incrementos en otros productos, principalmente confección y electrodomésticos.

**Los mercados de los países terceros crecen más que el de la UE.**

Desde una perspectiva geográfica, las exportaciones a países terceros experimentaron un crecimiento mayor que las dirigidas a la UE, concretamente, un 12,1% real frente a un 5,1%. En ambos casos, el perfil de las ventas fue creciente. El tono positivo de algunas economías de América Latina, Japón, China y, en menor medida, los países del este europeo marcaron la diferencia, compensando con creces la contracción de los

mercados de Estados Unidos y los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo. En el ámbito de la UE, el dinamismo relativo de las ventas a Bélgica, Portugal, Países Bajos y Finlandia vino a neutralizar el bajo tono de los mercados francés, italiano, británico y alemán.

### El déficit corriente continúa aumentando con fuerza

**El déficit corriente en marzo supera ampliamente el del mismo mes de 2003...**

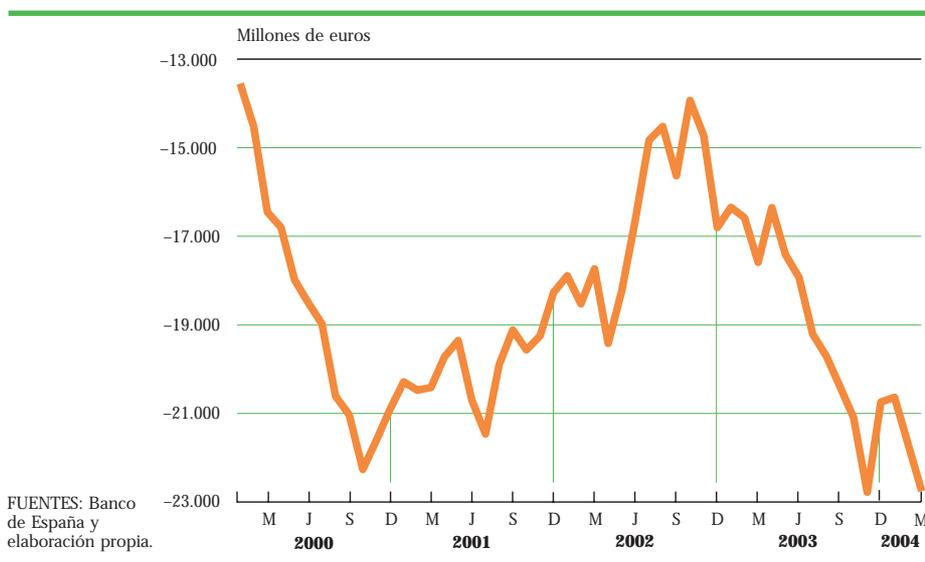
La balanza por cuenta corriente arrojó un déficit de 3.602 millones de euros en marzo, superando ampliamente el del mismo periodo del año anterior. Este aumento se debió principalmente al incremento del desequilibrio comercial y a la caída del superávit por servicios, pues tanto la partida de transferencias como la de rentas mantuvieron su signo e importe en las cotas de marzo de 2003.

**...y el acumulado de los últimos doce meses crece un 29%.**

El notable deterioro del saldo corriente en marzo llevó el déficit acumulado en los doce últimos meses a 22.845 millones de euros, un 29,3% superior al del mismo periodo del año anterior. Este empeoramiento vino de la mano de la ampliación del déficit comercial y, especialmente, del cambio de signo del saldo por transferencias, negativo en términos acumulados de doce meses. El superávit por servicios y el déficit de rentas, en cambio, mejoraron ligeramente, aunque no lo suficiente como para compensar el deterioro del resto de partidas.

### EL DÉFICIT CORRIENTE SIGUE AMPLIÁNDOSE

Saldo acumulado en los últimos doce meses en la cuenta corriente con el exterior



**El saldo por servicios tiende a moderar su aumento.**

El superávit por servicios se debió al saldo positivo de la balanza turística, que alcanzó los 29.478 millones de euros en los últimos doce meses, aumentando un 3,3% respecto al año anterior. La progresiva aceleración del crecimiento de los pagos por servicios turísticos, hasta un 9,0%, conjugada con la estabilidad del aumento de los ingresos, un 4,4% en el acumulado de los últimos doce meses, determinó una cierta moderación de la mejoría de este saldo.

BALANZA DE PAGOS  
Acumulado 12 últimos meses en millones de euros

	Marzo 2003	Marzo 2004	% variación
<b>Balanza corriente</b>			
Balanza comercial	-35.189	-39.488	12,2
Servicios			
<i>Turismo</i>	28.531	29.478	3,3
<i>Otros servicios</i>	-2.081	-2.495	19,9
Total	26.450	26.983	2,0
Rentas	-11.201	-10.320	-7,9
Transferencias	2.272	-21	-
<b>Total</b>	<b>-17.669</b>	<b>-22.845</b>	<b>29,3</b>
<b>Cuenta de capital</b>			
	<b>7.887</b>	<b>8.077</b>	<b>2,4</b>
<b>Balanza financiera</b>			
Inversiones directas	3.351	-5.516	-
Inversiones de cartera	-4.506	7.344	-
Otras inversiones	16.450	20.285	23,3
<b>Total</b>	<b>15.295</b>	<b>22.113</b>	<b>44,6</b>
Errores y omisiones	-4.543	-5.863	29,1
Variación de activos del Banco de España	-970	-1.482	52,7

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

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

La cuenta de capital, por su parte, presentó un superávit de 431 millones de euros en marzo, mejorando ampliamente el registro del mismo mes del año anterior. De este modo, el saldo de los últimos doce meses se situó un 2,4% por encima del año precedente. La necesidad de financiación por operaciones no financieras, resultado agregado de los saldos por cuenta corriente y de capital, se situó en 14.768 millones de euros en los doce últimos meses, un 51,0% por encima del periodo equivalente finalizado en marzo de 2003.

**Declive de la inversión directa empresarial y aumento de la de cartera.**

La cuenta financiera, excluyendo las operaciones del Banco de España, acumuló unas entradas netas en los últimos doce meses de 22.113 millones de euros, un 44,6% más que el periodo equivalente del año precedente. La inversión española directa en el exterior se recuperó levemente, lo que no evitó que su volumen total fuera inferior en un 53,7% al del periodo equivalente del año anterior. La inversión extranjera directa también acentuó su intenso declive alcanzando niveles mínimos. Dentro de la inversión extranjera directa, la caída se centró en la inversión empresarial pero no en inmuebles. La inversión de cartera, en cambio, creció con fuerza en ambos sentidos.

## SECTOR PÚBLICO

La recaudación impositiva modera su aumento en mayo

**Los ingresos del Estado suben un 4%.**

Los ingresos no financieros del Estado aumentaron un 1,9% hasta mayo, alcanzando los 46.889 millones de euros. Esta cifra, sin embargo, no puede compararse directamente con la correspondiente al mismo periodo del año anterior, debido a los cambios en los criterios de contabilización. Teniendo en cuenta estas modificaciones, la recaudación ascendió a 62.740 millones de euros, lo que representa un aumento del 4,4% respecto a enero-mayo de 2003.

### EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO Mayo 2004

	Mes		Acumulado del año	
	Millones de euros	% variación s/mismo mes año anterior	Millones de euros	% variación s/mismo mes año anterior
<b>Ingresos no financieros</b>	<b>2.324</b>	<b>-18,5</b>	<b>46.889</b>	<b>1,9</b>
<b>Ingresos no financieros corregidos (*)</b>				
IRPF	847	-20,5	20.527	-3,3
Impuesto de sociedades	222	4,2	4.379	15,0
IVA	1.500	5,5	22.541	6,3
Impuestos especiales	1.507	8,4	7.138	6,7
Resto	1.418	-10,4	8.155	13,5
<b>Total</b>	<b>5.494</b>	<b>-3,1</b>	<b>62.740</b>	<b>4,4</b>
<b>Pagos no financieros</b>	<b>7.532</b>	<b>-7,5</b>	<b>44.518</b>	<b>-2,7</b>
<b>Saldo de caja</b>	<b>-5.208</b>	<b>-1,7</b>	<b>2.371</b>	<b>926,4</b>
<b>Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (**)</b>	<b>-6.090</b>	<b>6,3</b>	<b>4.085</b>	<b>-23,4</b>

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

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

FUENTES: Ministerio de Hacienda y elaboración propia.

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

El avance de la recaudación tributaria, un 3,9% en conjunto, se sustentó en los impuestos indirectos, que supusieron 30.669 millones de euros y aumentaron un 6,7% respecto al periodo enero-mayo de 2003. Los ingresos por el impuesto sobre el valor añadido aumentaron un 6,3% hasta mayo gracias al dinamismo relativo de la recaudación por operaciones interiores. La recaudación por impuestos especiales, por su parte, creció un 6,7%, con la mayor parte de las figuras impositivas progresando a buen

ritmo, excepto el impuesto sobre los hidrocarburos, cuya recaudación, la más elevada en cifras absolutas, creció un 5,3%. Las cifras de 2004 no incluyen, a diferencia de 2003, el impuesto sobre determinados medios de transporte, considerado como ingreso propio de las autonomías.

***Los ingresos por impuestos directos, prácticamente estancados.***

Los ingresos por impuestos directos supusieron en conjunto 25.706 millones de euros y aumentaron un 0,7% respecto a los cinco primeros meses de 2003. El aumento se concentró en el impuesto sobre la renta de las sociedades, pues el de la renta sobre personas físicas presentó una ligera merma de la recaudación, en parte atribuible a un cierto adelanto en las devoluciones del impuesto.

***Disminuyen los ingresos patrimoniales y las transferencias corrientes, pero no las de capital.***

Al margen de los recursos impositivos, las tasas y precios públicos experimentaron un avance apreciable, un 5,9%. En cambio, los ingresos patrimoniales y las transferencias corrientes disminuyeron moderadamente. Por el contrario, las transferencias de capital prácticamente doblaron las del mismo periodo del año anterior.

***Los gastos no financieros del Estado caen levemente por los menores pagos por intereses.***

Los pagos no financieros del Estado, por su parte, disminuyeron un 2,7% ascendiendo a 44.518 millones de euros. Esta cifra no incluye la contrapartida de los ingresos correspondientes a los tramos de los impuestos cedidos a las comunidades autónomas, y por tanto no es directamente comparable con la correspondiente al año anterior. La caída del gasto afectó a las operaciones corrientes, exclusivamente por los pagos por intereses, y también, en menor medida, a las de capital.

***Superávit de caja hasta mayo.***

El saldo de caja del Estado hasta mayo, es decir, la diferencia entre sus ingresos y pagos no financieros, fue positivo por importe de 2.371 millones de euros, diez veces el del mismo periodo del año anterior. Este superávit se vio compensado, sin embargo, por el fuerte aumento neto de los activos financieros derivado de los mayores depósitos del Estado en instituciones financieras. Por ello, el saldo final de las cuentas públicas fue una importante necesidad de endeudamiento, 7.762, casi cinco veces la del año anterior. En términos de contabilidad nacional, el saldo presupuestario resultó, en cambio, positivo por 4.085 millones de euros, aunque un 23,4% menor que en 2003.

---

## AHORRO Y FINANCIACIÓN

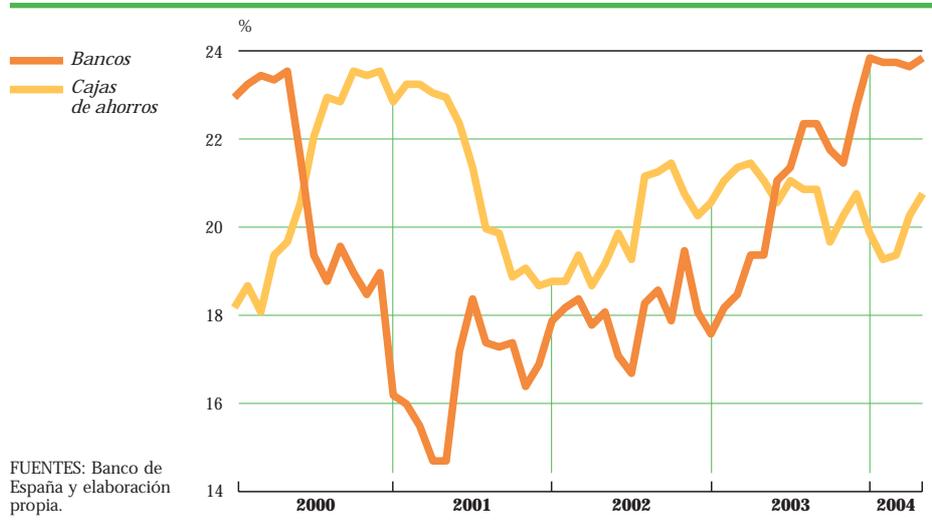
El crédito bancario al sector privado crece a un ritmo sostenido

*La buena marcha económica y los reducidos tipos de interés...*

El crédito bancario a las empresas y familias se elevó el 15,1% en los doce últimos meses hasta abril de 2004. Esta tasa es inferior en dos décimas a la registrada en el mes anterior, pero supone un alto ritmo de crecimiento, más del doble del correspondiente al conjunto de la zona del euro. El crédito bancario al sector privado continuó siendo incentivado por la buena marcha económica y por unos tipos de interés muy bajos.

### LOS BANCOS IMPULSAN EL CRÉDITO HIPOTECARIO

Variación interanual del crédito hipotecario por entidades



*...impulsan con fuerza a las hipotecas, que crecen el 22% anual.*

La expansión del crédito a empresas y familias ha seguido basándose en las hipotecas. Así, el crédito hipotecario de bancos y cajas aumentó el 22,1% en abril en relación con el mismo mes de 2003, la mayor tasa interanual desde mayo de 1991. Incluyendo las titulizaciones, esta tasa se elevaría hasta el 24,8% según datos de la Asociación Hipotecaria Española. También es destacable el crecimiento de los arrendamientos financieros, con una tasa interanual de variación del 15,6%, que se dirigen a financiar la adquisición de bienes de equipo e inmuebles por parte de sociedades y de profesionales autónomos.

CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS  
Abril 2004

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
Crédito comercial	54.720	-811	-1,5	5.182	10,5	6,5
Deudores con garantía real (*)	475.357	33.232	7,5	85.707	22,0	56,1
Otros deudores a plazo	262.032	11.133	4,4	16.238	6,6	30,9
Deudores a la vista	21.007	84	0,4	751	3,7	2,5
Arrendamientos financieros	26.375	1.306	5,2	3.562	15,6	3,1
Créditos dudosos	7.496	-170	-2,2	-171	-2,2	0,9
<b>TOTAL</b>	<b>846.986</b>	<b>44.774</b>	<b>5,6</b>	<b>111.270</b>	<b>15,1</b>	<b>100,0</b>

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

**La morosidad, en mínimos.**

Por otro lado, los créditos dudosos disminuyeron en valor absoluto hasta 7.496 millones de euros en abril. Esta cifra supone una ratio de morosidad del 0,89%, cota mínima de los últimos años. Por otra parte, la tasa de dudosidad hipotecaria marcó un nivel mínimo del 0,475% al final de marzo.

CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO  
Primer trimestre de 2004

	Saldo (*)	Variación año actual		Variación 12 meses		
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
<b>Financiación de actividades productivas</b>						
Agricultura, ganadería y pesca	16.973	571	3,5	1.835	12,1	
Industria	85.326	-503	-0,6	-1.233	-1,4	
Construcción	68.171	2.388	3,6	11.196	19,7	
Servicios	258.123	14.084	5,8	40.894	18,8	
<b>Total</b>	<b>428.593</b>	<b>16.539</b>	<b>4,0</b>	<b>52.692</b>	<b>14,0</b>	
<b>Financiación a personas físicas</b>						
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	288.736	12.778	4,6	44.238	18,1	
Adquisición de bienes de consumo duradero	36.201	1.065	3,0	1.291	3,7	
Otras financiaciones	61.242	323	0,5	8.903	17,0	
<b>Total</b>	<b>386.179</b>	<b>14.167</b>	<b>3,8</b>	<b>54.432</b>	<b>16,4</b>	
<b>Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro</b>						
	<b>3.108</b>	<b>106</b>	<b>3,5</b>	<b>823</b>	<b>36,0</b>	
<b>Resto sin clasificar</b>	<b>14.854</b>	<b>-290</b>	<b>-1,9</b>	<b>2.583</b>	<b>21,0</b>	
<b>TOTAL</b>	<b>832.734</b>	<b>30.522</b>	<b>3,8</b>	<b>110.530</b>	<b>15,3</b>	

NOTA: (\*) Del conjunto de las entidades de crédito: sistema bancario, establecimientos financieros de crédito y crédito oficial.  
FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

**El crédito destinado a familias crece más que el dirigido a empresas.**

Por otra parte, el Banco de España ha facilitado recientemente las cifras del crédito a empresas y familias por finalidades, correspondientes al final del primer trimestre de 2004, que posibilitan un análisis más detallado desde el punto de vista de su destino. Tanto el crédito destinado a las actividades productivas como el dirigido a la financiación de los particulares, registraron tasas de crecimiento interanual superiores a las anotadas en diciembre, pero el crédito destinado a las personas físicas subió más que el canalizado a las actividades productivas, el 16,4% frente al 14,0%.

#### EL CRÉDITO A LAS FAMILIAS PULSA CON FUERZA

Variación interanual del crédito para la financiación a personas físicas del conjunto de las entidades de crédito



**Empuje de la demanda de crédito de la construcción.**

Por grandes sectores económicos destacó el empuje de la construcción, cuyo crédito ascendió el 19,7% en los últimos doce meses, cinco puntos más que en el trimestre precedente. El crédito a los servicios también subió a tasas elevadas, con un alza del 18,8% hasta marzo, 2,7 puntos más que en el trimestre anterior. Los recursos dirigidos hacia el sector primario, es decir, la agricultura, ganadería y pesca, aumentaron el 12,1% respecto a marzo de 2003, 3,7 puntos más que en diciembre. Por el contrario, la financiación canalizada a la industria cayó el 1,4% con relación al primer trimestre del año pasado.

**La financiación para la compra de bienes de consumo duradero sólo aumenta el 4% anual.**

Dentro de la financiación a los hogares, la compra y rehabilitación de vivienda subió el 18,1% en relación con el mismo periodo del año anterior, 0,7 puntos más que tres meses antes. En cambio, el crédito para la adquisición de bienes de consumo duradero sólo aumentó el 3,7% respecto a un año antes, si bien esta tasa es superior en 2,6 puntos a la registrada en diciembre. El resto de la financiación a las familias se elevó el 17,0% en relación con el primer trimestre del año pasado, 4,3 puntos menos que al final de 2003.

El patrimonio de los fondos de inversión se acerca a su máximo histórico

**El rendimiento de los depósitos se sitúa cerca del 1%.**

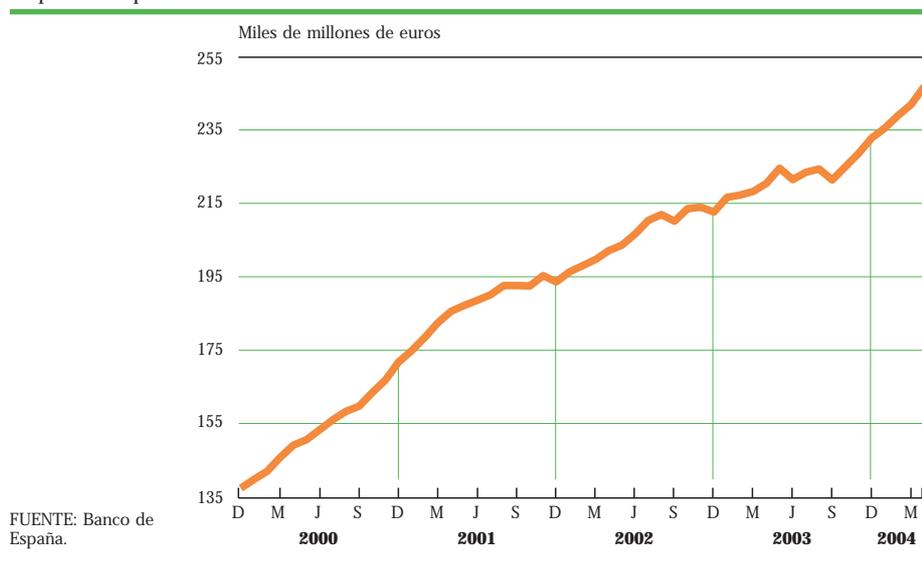
El rendimiento sintético de los depósitos de las entidades de crédito aumentó muy livianamente hasta el 1,14% en abril, colocándose un punto básico por encima del nivel mínimo del mes anterior. El tipo de interés sintético de los depósitos de los hogares se situó en el 1,12%, cuatro puntos básicos por encima del mínimo de octubre.

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

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	168.544	-360	-0,2	13.594	8,8	26,0
De ahorro (*)	145.220	11	0,0	16.446	12,8	22,4
A plazo hasta 2 años	155.345	-881	-0,6	-2.144	-1,4	23,9
A plazo a más de 2 años	92.245	14.883	19,2	28.440	44,6	14,2
Cesiones temporales	82.343	4.542	5,8	4.281	5,5	12,7
<b>Total</b>	<b>643.698</b>	<b>18.196</b>	<b>2,9</b>	<b>60.619</b>	<b>10,4</b>	<b>99,2</b>
<b>Depósitos en monedas no euro</b>	<b>5.286</b>	<b>1.135</b>	<b>27,3</b>	<b>1.657</b>	<b>45,7</b>	<b>0,8</b>
<b>TOTAL</b>	<b>648.984</b>	<b>19.331</b>	<b>3,1</b>	<b>62.276</b>	<b>10,6</b>	<b>100,0</b>

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

#### RELANZAMIENTO DE LOS DEPÓSITOS A PLAZO Depósitos a plazo en las entidades de crédito



***Los depósitos del sector privado se elevan el 11% en los últimos doce meses.***

Los depósitos totales del sector privado residente en euros y moneda extranjera se incrementaron el 10,6% en abril de 2004 con relación al mismo mes del año anterior, 0,3 puntos más que en marzo. En el decurso de los últimos doce meses los depósitos se elevaron 62.276 millones de euros, cantidad notablemente inferior al crecimiento del crédito del sistema bancario residente. Para compensarlo, las entidades financieras realizaron emisiones de valores y titulizaciones y recurrieron al mercado interbancario exterior.

***Extraordinaria subida de los depósitos en monedas distintas del euro.***

La mayor subida interanual fue anotada por los depósitos en monedas distintas del euro, con el 45,7%. Las imposiciones a plazo a más de dos años también se elevaron extraordinariamente, el 44,6%, siete puntos más que en el mes anterior. Por el contrario, los depósitos a plazo a menos de dos años cayeron el 1,4% desde abril de 2003.

***Los ahorradores se refugian en los fondos de dinero en mayo en un entorno de volatilidad en los mercados financieros.***

El patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria ascendió en 2.050 millones de euros en mayo, hasta 210.845 millones de euros, eliminando duplicidades en los fondos de fondos, con un alza del 7,7% sobre diciembre, según la información facilitada por la asociación profesional del sector, Inverco. El aumento de marzo fue debido sobre todo a unas compras de participaciones netas de 1.457 millones de euros. Las mayores adquisiciones netas –descontando las ventas– correspondieron a los fondos de dinero, de renta fija a corto plazo, los globales y los garantizados de renta fija en un entorno de volatilidad en los mercados financieros. El patrimonio de los fondos de inversión se acercó al máximo histórico de abril de 1999.

***La rentabilidad anual de los fondos de inversión disminuye hasta el 3,3% en mayo.***

La rentabilidad media ponderada de los fondos de inversión mobiliaria en los últimos doce meses se redujo en 0,8 puntos hasta el 3,3% en mayo. Todas las categorías de fondos de inversión mobiliaria registraron rendimientos anuales positivos, destacando el logrado por los fondos de renta variable de Japón, con plusvalías del 39,7%. En el otro extremo, la rentabilidad de los fondos de renta fija a largo plazo bajó hasta el 0,7%.

## Construcción y vivienda: sigue el ciclo expansivo

**La construcción supone el 15% del PIB en 2003, el mayor valor de los últimos años.**

En 2003, tanto la actividad productiva del sector de construcción como la demanda encadenaron su séptimo año consecutivo de crecimiento elevado, aunque moderaron su ritmo de avance hasta cotas algo inferiores al 4% real. El valor añadido bruto del sector representó en 2003 el 9,1% del producto interior bruto (PIB) total, mientras que desde la perspectiva de la demanda el gasto en construcción aportó el 15,2% del PIB y la inversión en construcción supuso el 59,4% del conjunto de la formación bruta de capital. El tono positivo de la actividad se reflejó en el empleo que, según el Instituto Nacional de Estadística, creció un 3,8%. De este modo, la ocupación en el sector a final de 2003 se situó en 1.855.000 puestos de trabajo, el 10,9% del empleo total.

### CONTINÚA EL CICLO EXPANSIVO EN LA CONSTRUCCIÓN Sector de construcción con relación al PIB total



**El buen tono del sector en España contrasta con el descenso de la demanda en la zona del euro.**

La expansión de la demanda de construcción en España contrasta con el descenso en la zona del euro, un 0,4% real. El retroceso de la demanda en el ámbito de los países de la zona del euro se debió al mal año del sector en Portugal, Países Bajos y Alemania, país donde la caída se cifró en un 3,4%. También en terreno negativo, aunque con descensos de menor intensidad, se situaron Francia y Finlandia. Estas caídas se neutralizaron, en parte, con los avances en Grecia, un 10,0%, Irlanda, 5,8%, Austria e Italia. Fuera de la zona del euro, destaca el dinamismo de la demanda en el Reino Unido, aumento del 8,2% real, en contraste con el fuerte retroceso constatado en Dinamarca (descenso del 7,6%). Por otra parte,

las previsiones apuntan a que en 2004 la demanda de construcción en España avanzará en torno a un punto por encima de la media estimada para la Unión Europea a quince, un 2,4%.

## INDICADORES GENERALES DE LA CONSTRUCCIÓN

Porcentaje de variación anual, si no se indica otra cosa

	2002	2003	2003				2004
			I	II	III	IV	I
<b>Magnitudes macroeconómicas</b>							
Valor añadido bruto	4,8	3,6	3,2	3,7	3,8	3,6	3,5
Formación bruta de capital	4,2	3,7	3,3	3,7	3,9	3,7	3,5
<b>Empleo</b>							
Ocupados (*)	3,4	3,7	2,2	4,1	4,3	4,3	3,2
Asalariados Seguridad Social	5,8	4,3	5,8	4,8	3,8	3,0	4,4
Empleo a tiempo completo (**)	3,0	3,8	2,1	4,1	4,4	4,5	3,1
Tasa de paro (% sobre activos)	9,5	9,0	9,7	8,6	8,4	9,1	9,5
<b>Consumo de inputs</b>							
Cemento	4,7	4,8	3,9	5,1	4,5	5,7	5,1
<b>Trabajos realizados</b>							
Edificación	7,4	4,4	4,4	6,1	3,3	4,0	...
Obra civil	3,1	3,0	0,7	3,4	2,5	5,0	...
Total	5,6	3,9	3,5	4,9	2,9	4,3	...
<b>Nueva contratación</b>							
Edificación	18,6	7,1	26,9	-13,7	-6,6	33,3	...
Obra civil	13,4	15,3	21,7	5,1	34,0	4,2	...
Total	16,5	10,3	24,9	-7,0	8,3	19,8	...
<b>Costes</b>							
Mano de obra	2,9	4,4	4,0	4,6	4,4	4,5	3,1
Materiales	0,4	0,8	2,2	0,5	0,7	-0,2	-0,8
Total	1,5	2,2	3,0	2,1	2,1	1,7	0,9

NOTAS: (\*) Según la encuesta de población activa.

(\*\*) Según la contabilidad nacional.

FUENTES: INE, Ministerio de Fomento, Ministerio de Trabajo y elaboración propia.

## Actividad constructora

**La demanda del sector público representa un 22% de la producción del sector y crece por encima de la del sector privado.**

El buen tono de la actividad constructora en España tuvo un punto de apoyo clave en la demanda proveniente del sector público, que creció un 7%, cuatro puntos por encima del incremento registrado por la procedente del sector privado, según la Asociación de Empresas Constructoras de Ámbito Nacional (SEOPAN). La demanda del sector público, principalmente constituida por obra civil, representó el 22% de los 131.000 millones de euros en que SEOPAN cifra la producción interna del sector en 2003. La demanda del sector privado, el 78% restante, se concentró principalmente en la edificación. Dentro de la edificación, el segmento básico de actividad fue la vivienda, pues el valor de la edificación no residencial fue significativamente inferior. El resto correspondió, prácticamente en su totalidad, al segmento de la rehabilitación y el mantenimiento, que absorbió la cuarta parte de la producción del sector.

## LA VIVIENDA, SEGMENTO PRINCIPAL DE LA ACTIVIDAD EN CONSTRUCCIÓN

Producción del sector de construcción en 2003 a precios constantes de 1995



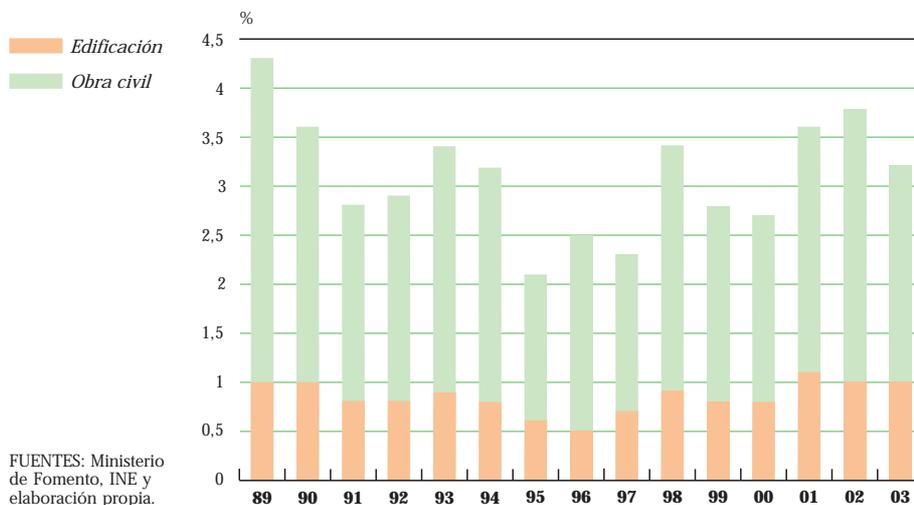
FUENTE: SEOPAN.

**La licitación oficial se mantiene todavía en niveles altos.**

Según el Ministerio de Fomento, la licitación oficial cayó un 10,9% en 2003 tras los intensos aumentos de los dos ejercicios anteriores y ascendió a 23.900 millones de euros, es decir, un 3,2% del PIB. Este porcentaje es, no obstante, relativamente elevado y superior a la media de los últimos quince años, lo que hace presuponer que la mengua de actividad en el futuro será, por el momento, de corto alcance.

## LA LICITACIÓN PÚBLICA DISMINUYE EN 2003

Licitación pública de construcción, con relación al PIB



FUENTES: Ministerio de Fomento, INE y elaboración propia.

**La obra civil, principalmente carreteras y ferrocarriles, concentra la licitación en 2003.**

El núcleo fundamental de la licitación de las distintas administraciones públicas y de sus organismos y empresas corresponde a obra civil. En 2003, este segmento supuso el 69,8% de la licitación total, absorbiendo las carreteras y los ferrocarriles el núcleo principal del gasto. El incremento más intenso, sin embargo, se dio en las obras de regadío, aunque el importe licitado representó únicamente un 2,7% del total. Al margen de la obra civil, la mayor parte de la licitación correspondió a la edificación no residencial, el 23,2% del total, mientras que la residencial ascendió al 7,0%, es decir, 1.670 millones de euros, cifra en la línea de los últimos años.

**Dentro de la demanda del sector privado, se modera la edificación no residencial y la rehabilitación...**

**...a diferencia del mercado de la vivienda, que se mantiene.**

Por otra parte, dentro de la demanda del sector privado, la edificación no residencial presentó una moderada desaceleración, creciendo un 2,0% real, medio punto por debajo del año anterior, según SEOPAN. La rehabilitación y mantenimiento, por otro lado, presentó un crecimiento relativamente elevado, un 3,0%, pero inferior en dos puntos al del año anterior.

Finalmente, el segmento de edificación residencial, según SEOPAN, recuperó parte del tono perdido el año precedente, de manera que la producción interna real creció un 3,0%, un punto por encima del año anterior. Pese a esta apreciable mejora, el ritmo de actividad del sector en 2003 quedó lejos del auge de finales de la década anterior, en que la producción avanzaba a cotas de dos dígitos.

## Vivienda

**Los principales indicadores de actividad reflejan la sólida marcha de la vivienda en 2003.**

La recuperación del sector de la vivienda que apunta SEOPAN en sus datos de avance de 2003 queda confirmada por la práctica totalidad de los indicadores disponibles. Desde el punto de vista de la actividad propiamente dicha, el número de viviendas en construcción presenta un avance del orden del 5% y con un perfil creciente a lo largo de 2003. También los datos de visados y viviendas iniciadas marcan una intensa recuperación en 2003 la cual, no obstante, se modera de tono a principios de 2004. De hecho, el número de viviendas iniciadas en 2003 se situó en las 622.185 unidades, el valor más alto jamás alcanzado y superior en un 14,6% al del año precedente.

## INDICADORES DEL MERCADO DE LA VIVIENDA

Porcentaje de variación anual, si no se indica otra cosa

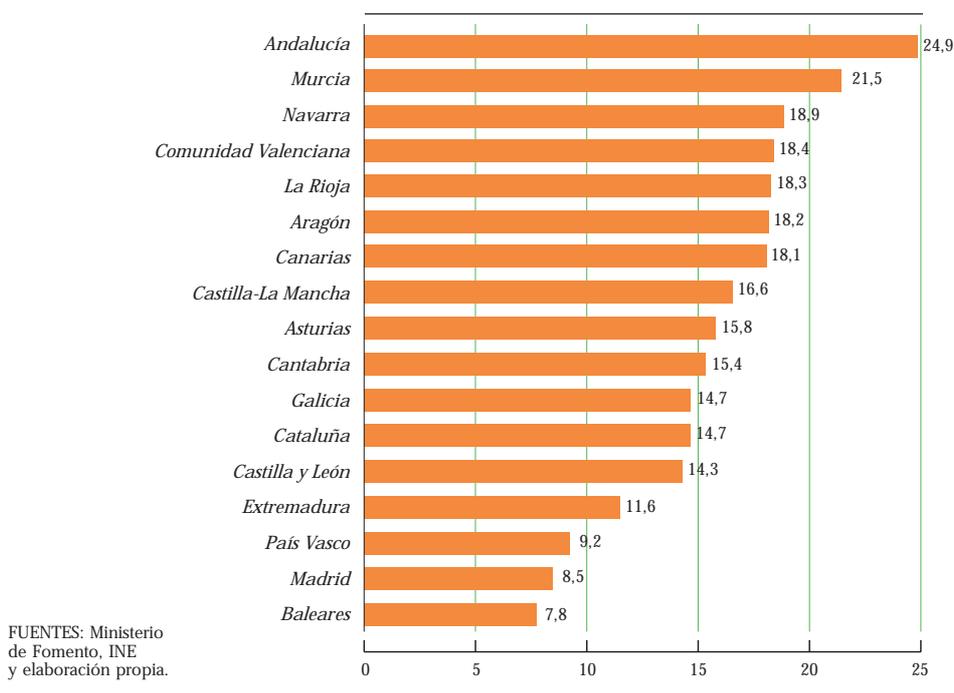
	2002	2003	2003				2004
			I	II	III	IV	I
<b>Visados dirección de obra</b>							
Presupuestos de ejecución (obra nueva)	6,4	23,0	28,2	29,0	15,3	20,0	5,4
Presupuestos de ejecución (reforma y ampliación)	-5,1	21,2	15,3	26,6	35,5	11,4	8,8
Superficie obra nueva en m <sup>2</sup>	4,2	19,5	22,1	20,1	12,8	23,2	8,6
<b>Licencias de obra</b>							
Obra nueva en m <sup>2</sup>	-7,7	2,8	-7,6	1,2	1,7	14,3	14,4
Viviendas (unidades)	-9,4	2,6	-9,7	3,6	-0,8	15,9	15,5
Viviendas iniciadas	3,7	14,6	22,0	18,7	14,0	6,4	...
Viviendas en construcción	-0,4	5,0	2,8	5,5	6,9	7,2	...
Viviendas terminadas	2,9	-2,6	-0,9	-7,5	8,5	-8,3	...
Inversión extranjera en inmuebles	27,7	16,7	37,8	18,7	10,7	-30,2	-1,3
Crédito hipotecario total	19,5	22,4	21,4	22,2	22,7	23,3	24,4
Crédito a los hogares para vivienda	17,4	17,3	16,1	16,3	16,7	20,0	22,7
Tipos interés préstamos vivienda	4,8	3,7	4,2	3,8	3,5	3,5	3,5
Precio m <sup>2</sup> vivienda	16,7	17,5	17,4	18,7	16,5	17,6	17,2

FUENTES: Ministerio de Fomento, Banco de España, SEOPAN y elaboración propia.

**El auge de la construcción de viviendas es muy dispar por territorios.**

El auge de la construcción de viviendas ha sido muy dispar por zonas geográficas. Atendiendo a los proyectos visados en los colegios de arquitectos, se aprecian incrementos muy importantes en Navarra (50,4%), Galicia, Asturias, País Vasco, Castilla y León y Canarias, en torno al 20%, Extremadura y Andalucía, por encima del 15%. Por el contrario, se constatan caídas intensas en Baleares (29,4%) y Madrid (19,3%), y de menor cuantía en Cataluña y Comunidad Valenciana (3%-4%).

EL AUGUE DE LA VIVIENDA, MUY DISPAR SEGÚN TERRITORIOS  
Viviendas visadas por 1.000 habitantes en 2003



**Andalucía y Murcia presentan un dinamismo especialmente intenso en el inicio de nuevas viviendas.**

No obstante, más allá del incremento en el número de visados, distorsionado en algunos casos por su bajo nivel absoluto, destaca la intensidad relativa de la actividad en determinadas comunidades. Así, en Andalucía el número de visados por 1.000 habitantes superó en más de un 50% la media española. Muy importantes también fueron los registros constatados en Murcia, Canarias y Comunidad Valenciana, zonas que mantienen en común con Andalucía un importante atractivo turístico potenciado en buena medida por la demanda extranjera. Por otra parte, Navarra, Aragón y La Rioja presentaron también una elevada actividad relativa en el segmento de la vivienda pese a no ostentar la categoría de destino turístico. En el lado opuesto figuraron Baleares, afectada por la anterior moratoria urbanística y también Madrid y el País Vasco.

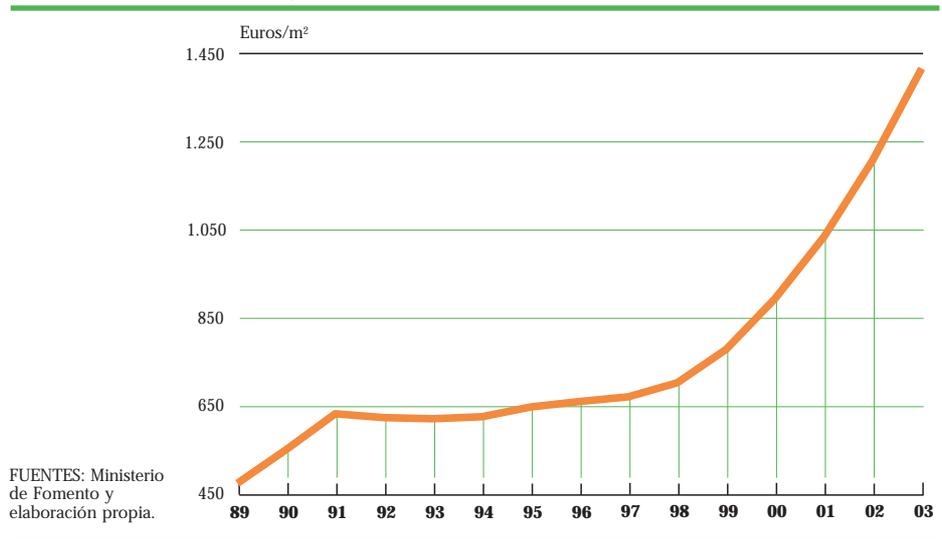
**El auge del mercado va acompañado de alzas de precios.**

La recuperación de la actividad en el mercado de la vivienda en 2003 fue acompañada, como en ejercicios anteriores, por alzas de precios importantes. Según el Ministerio de Fomento, los precios de la vivienda aumentaron un 17,5% en promedio en España, aunque con un crecimiento algo mayor en el segmento de la vivienda usada respecto a la nueva.

En conjunto, el precio medio de una vivienda alcanzó los 1.400 euros por metro cuadrado en 2003. Por otra parte, los incrementos fueron claramente superiores en las ciudades de mayor tamaño, un 19,2% en las de más de 500.000 habitantes (excepto Madrid, Barcelona, Bilbao y sus áreas de influencia), más de 5 puntos por encima de los municipios interiores de menos de 50.000 habitantes. De este modo, se han venido a acentuar las ya grandes diferencias de precios según zonas. En este sentido, el precio del metro cuadrado en las áreas de influencia de Madrid o Barcelona, 2.502 y 2.175 euros por metro cuadrado eran claramente superiores a la media española.

## EL PRECIO DE LA VIVIENDA SE DOBLA EN CINCO AÑOS

Precio de la vivienda nueva y usada (media nacional)



**La demanda de vivienda está impulsada por factores demográficos, económicos...**

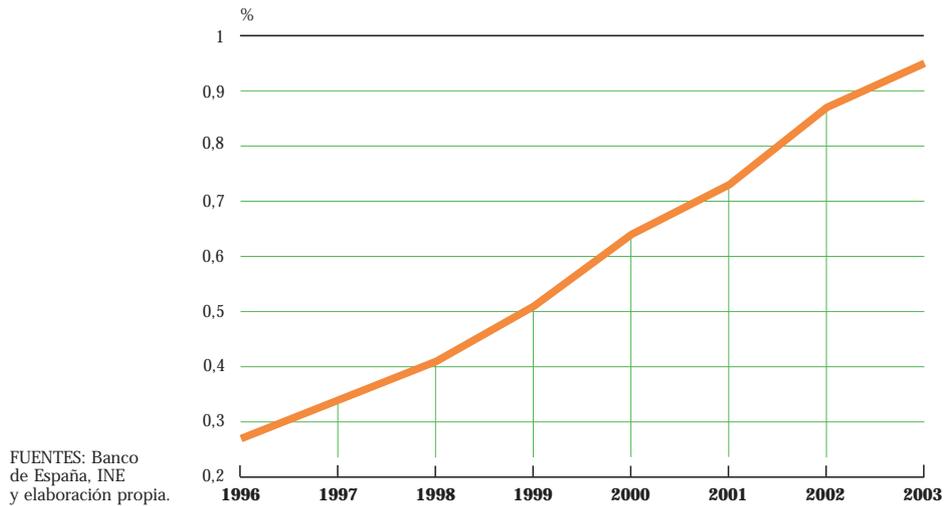
El renovado dinamismo del mercado inmobiliario se explica por la interacción de una serie de factores demográficos, sociales, económicos y financieros, que conjuntamente han propiciado un entorno favorable para la demanda. En el ámbito demográfico y social, destaca el incremento apreciable de la inmigración en los últimos años. En el plano económico, la continuidad en 2003 del proceso de creación de empleo. Por otra parte, la mejora de salarios reales y también de las rentas de la propiedad han contribuido a ampliar la renta de las familias y, por tanto, su capacidad adquisitiva. En 2003, la renta disponible por hogar aumentó un 3,9% nominal, prácticamente un punto menos que el año precedente.

**...por la inversión extranjera...**

Otro factor importante del sostenimiento de la actividad del sector ha sido, sin duda, la demanda procedente del exterior. Las compras de inmuebles por parte de extranjeros, no sólo de vivienda, han alcanzado en 2003 una cifra de 7.051 millones de euros, aumentando un 16,7% respecto al año anterior, es decir, porcentaje muy similar al aumento global de precios en el sector. La inversión extranjera en inmuebles se situó, así, en un 0,95% del PIB, el porcentaje más elevado de la historia.

## LA INVERSIÓN EXTRANJERA EN INMUEBLES, AL ALZA

Ingresos por inversión extranjera directa en inmuebles con relación al PIB



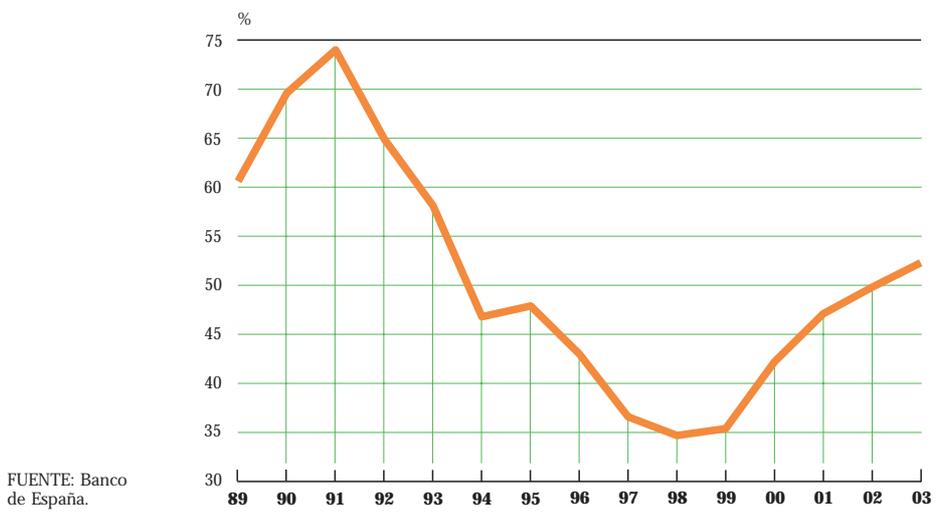
### Financiación

*...y por los bajos tipos de interés, que facilitan el esfuerzo inversor de las familias.*

El sólido impulso de la demanda de viviendas también se explica por la laxitud de las condiciones de acceso al crédito. Los tipos de interés han llegado a mínimos, un 3,7% de media para los préstamos para adquisición de vivienda, según datos del Banco de España. En los primeros meses de 2004, la caída de tipos ha continuado hasta alcanzarse una media del 3,3% en abril. Según datos del Banco de España, el esfuerzo para afrontar el pago de la deuda hipotecaria en porcentaje se situó en el 52,3% del salario medio, dos puntos y medio más que el último trimestre de 2002 y casi veinte puntos más que en 1998. Con todo, las cotas actuales no llegan a los niveles de esfuerzo de la primera mitad de los noventa, cuando atender al pago de las cuotas hipotecarias absorbía algo más del 70% de los ingresos salariales medios

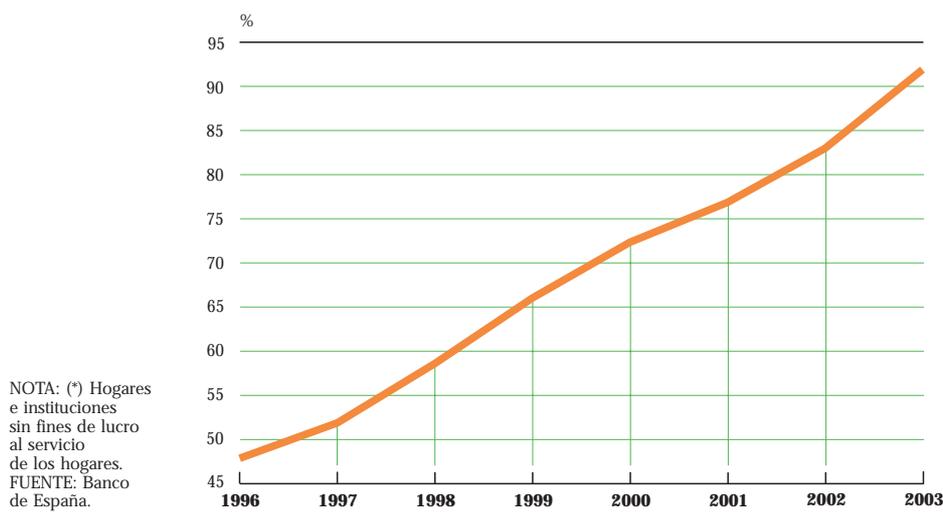
### CRECE EL ESFUERZO FAMILIAR PARA ADQUIRIR UNA VIVIENDA

Cuota anual del crédito sobre el coste salarial



## AUMENTO IMPARABLE DEL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES

Deuda de las familias y las ISFL (\*) en relación con la renta bruta disponible

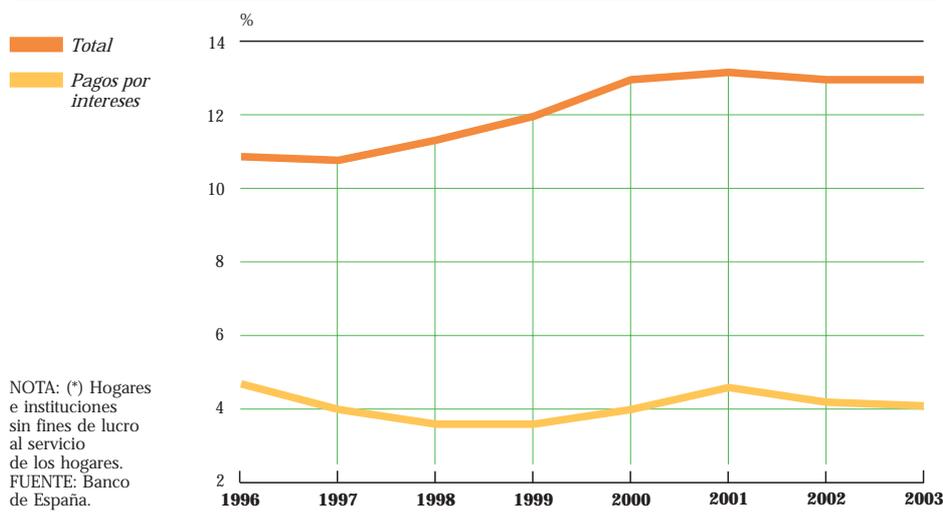


### El crédito destinado a la construcción y actividades relacionadas tira del saldo crediticio total.

De hecho, la financiación a la construcción y actividades relacionadas se ha convertido en el principal impulsor del crédito en España. Así, los fondos concedidos por las entidades crediticias para la construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de vivienda ascendieron un 22,1% en los doce últimos meses hasta marzo de 2004, registrando la tasa más alta de los últimos años, y pasaron a representar el 53,3% del saldo crediticio total. Es destacable la subida del crédito destinado a actividades inmobiliarias, que se elevó el 39,9% en tasa interanual. Por su parte, el crédito destinado directamente a la construcción se incrementó el 19,7% en los últimos doce meses. Dentro de este crédito a la construcción, el apartado que experimentó un mayor incremento de financiación en este periodo fue el de instalación y acabado de edifi-

## LA CARGA FINANCIERA DE LOS HOGARES SE MANTIENE ESTABLE (\*)

Amortizaciones de capital y pagos de intereses en relación con la renta bruta disponible



cios y obras, con un alza del 37,2%. En cambio, el crédito para las obras públicas aumentó el 8,0%.

**Aceleración del crédito para la compra de la vivienda.**

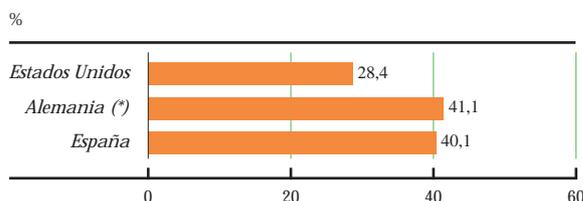
En cuanto al crédito destinado a la compra de vivienda y rehabilitación se aceleró y ascendió el 18,1% desde marzo de 2003 a marzo de 2004. Esta partida ya supone tres cuartas partes del crédito a los hogares y su expansión ha impulsado el endeudamiento de las familias. La deuda de las familias ha aumentado sostenidamente en los últimos años, como se puede apreciar en el gráfico adjunto, y ya sobrepasa el 90% de su renta bruta disponible. No obstante, la carga financiera de las familias, que incluye los pagos de retorno del capital y los intereses, se mantuvo en niveles relativamente moderados en relación con la renta bruta disponible en 2002 y 2003. Esto fue posible gracias a los bajos costes financieros y al alargamiento del periodo de amortización de los préstamos hipotecarios.

**La deuda de las familias españolas crece más rápidamente que en los países del entorno...**

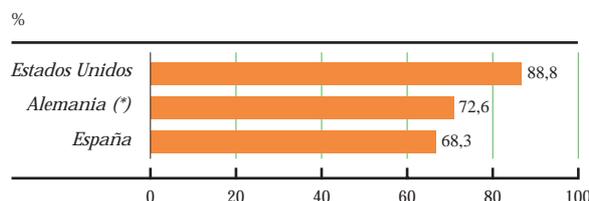
El endeudamiento de las familias españolas ha sido más rápido en los últimos años que en la mayoría de países del entorno. Así, la ratio de deuda de los hogares respecto a la renta bruta disponible se ha situado por primera vez por encima de la media de la eurozona. Sin embargo, esta ratio se coloca sensiblemente por debajo del Reino Unido, de Alemania y de Estados Unidos. Otras medidas como, por ejemplo, los pasivos financieros de los hogares con relación al PIB arrojan resultados similares.

**LA DEUDA DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS: COMPARACIÓN INTERNACIONAL**  
Año 2003

**Pasivos financieros/Activos financieros**



**Pasivos financieros/PIB**



NOTA: (\*) Año 2002. FUENTES: Bancos Centrales Nacionales, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

**...pero la posición patrimonial agregada de las familias españolas mejora.**

La posición patrimonial agregada de las familias españolas no supone una restricción para el dinamismo del consumo y la inversión residencial a corto y medio plazo. Sin embargo, el margen de maniobra del sector para hacer frente a eventuales cambios desfavorables en su riqueza, en su renta o en el coste de financiación se ha reducido, dado el bajo nivel de ahorro. Por otro lado, a un nivel más desagregado, la Encuesta de Presupuestos Familiares muestra que una proporción creciente de familias presenta dificultades para ahorrar, por lo que habría un mayor porcentaje de hogares en situación de más vulnerabilidad a modificaciones adversas en el entorno macroeconómico. No obstante, esto sería compensado hasta cierto punto por la flexibilidad de los nuevos instrumentos hipotecarios que han ido apareciendo en el mercado.

---

## PUBLICACIONES DEL SERVICIO DE ESTUDIOS

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

### **INFORME MENSUAL**

Informe sobre la situación económica

### **MONTHLY REPORT**

Versión inglesa del Informe Mensual

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

Estadísticas municipales, provinciales y autonómicas

### **COLECCIÓN ESTUDIOS ECONÓMICOS**

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