

INFORME MENSUAL

ENERO 2005

N.º 276 Índice

- 1 Perspectivas económicas**
- 2 La situación económica**
- 6 Coyuntura internacional**
- 6 Previsiones OCDE**
- 8 Estados Unidos
- 11 Japón
- 13 América Latina**
- 18 Unión Europea**
- 18 Zona del euro
- 20 PIB per cápita UE-25**
- 21 Alemania
- 22 Francia
- 24 Italia
- 25 Reino Unido
- 26 Mercados financieros**
- 26 Mercados monetarios y de capital
- 37 Coyuntura española**
- 37 Actividad económica
- 41 Renta per cápita por CCAA**
- 43 Bienes de equipo**
- 46 Mercado de trabajo
- 50 Salarios**
- 52 Precios
- 58 Sector exterior
- 62 Remesas de inmigrantes**
- 63 Sector público
- 65 Ahorro y financiación
- 70 Ahorro de las familias**
- 71 Estudios especiales**
- 71 Presión fiscal en la OCDE**

Perspectivas de desaceleración suave en 2005
La OCDE prevé un crecimiento ligeramente inferior al registrado en 2004. Pág. 6

La Reserva Federal eleva tipos por quinta vez en seis meses
Mientras, el Banco Central Europeo corta las especulaciones sobre una posible rebaja de los tipos de Eurosistema. Pág. 26

La industria de bienes de equipo se recupera
En 2003 y 2004 vuelven a aumentar la producción y la demanda. Pág. 43

El paro registrado disminuye por primera vez en tres años
Sólo se detecta un leve aumento en el sector servicios. Pág. 48

Las remesas de inmigrantes superan el 1% del PIB
La balanza de pagos infravalora el flujo real de fondos enviados por los inmigrantes a sus países. Pág. 62

ESTUDIOS ESPECIALES

La presión fiscal se estabiliza en los países desarrollados
Los ingresos de las administraciones públicas representan el 36,5% del PIB en promedio. Pág. 71

Servicio de Estudios

Previsiones

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

	2003	2004	2005	2004				2005	
				I	II	III	IV	I	II
ECONOMÍA INTERNACIONAL									
	Previsiones							Previsiones	
Producto interior bruto									
Estados Unidos	3,0	4,4	3,2	5,0	4,8	4,0	3,8	3,5	3,4
Japón	1,3	3,0	1,8	4,0	3,1	2,5	2,4	2,2	1,8
Reino Unido	2,2	3,1	2,5	3,0	3,5	3,1	2,8	2,9	2,5
Zona del euro	0,5	1,8	1,8	1,4	2,1	1,8	1,8	1,6	1,6
<i>Alemania</i>	-0,1	1,3	1,3	0,8	1,4	1,3	1,9	1,5	1,3
<i>Francia</i>	0,6	2,2	1,9	1,8	2,9	2,0	2,0	1,8	1,7
Precios de consumo									
Estados Unidos	2,3	2,7	2,4	1,8	2,9	2,7	3,3	2,9	2,4
Japón	-0,3	0,0	0,4	-0,1	-0,3	-0,1	0,4	0,3	0,4
Reino Unido	2,8	2,2	2,3	2,3	2,2	2,1	2,2	2,1	2,0
Zona del euro	2,1	2,1	1,9	1,7	2,3	2,2	2,2	2,0	1,9
<i>Alemania</i>	1,1	1,7	1,5	1,1	1,8	1,9	1,9	1,4	1,5
<i>Francia</i>	2,1	2,1	1,7	1,8	2,4	2,3	2,1	1,9	1,6
ECONOMÍA ESPAÑOLA									
Agregados macroeconómicos									
Consumo de los hogares	2,9	3,4	3,2	3,3	3,4	3,4	3,3	3,2	3,2
Consumo de las AA.PP.	3,9	4,3	4,2	4,3	4,3	4,4	4,4	4,3	4,3
Formación bruta de capital fijo	3,2	4,6	4,8	2,7	4,1	5,9	5,6	5,4	5,0
<i>Bienes de equipo y otros</i>	1,7	4,9	5,7	0,8	3,9	7,6	7,1	6,7	6,0
<i>Construcción</i>	4,3	4,4	4,1	4,3	4,2	4,5	4,4	4,3	4,2
Demanda nacional	3,2	4,0	3,7	3,5	4,1	4,4	4,1	3,9	3,8
Exportación de bienes y servicios	2,6	4,4	4,8	5,5	3,5	4,2	4,5	4,9	5,0
Importación de bienes y servicios	4,8	8,7	8,0	7,8	8,1	9,6	9,1	9,0	8,6
Producto interior bruto	2,5	2,6	2,5	2,7	2,6	2,6	2,5	2,4	2,5
Otras variables									
Empleo	1,7	2,1	2,0	2,1	2,0	2,1	2,1	2,0	1,9
Tasa de paro (% población activa)	11,3	10,8	10,5	11,4	10,9	10,5	10,5	10,7	10,5
Índice de precios de consumo	3,0	3,0	2,9	2,2	3,2	3,3	3,5	3,2	2,9
Costes laborales unitarios	3,5	3,3	3,1	3,4	3,3	3,2			
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-3,3	-5,4	-4,6	-5,1	-6,1	-6,6			
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-2,1	-4,2	-3,4	-4,4	-4,7	-5,6			
Saldo público (% PIB)	0,3	-0,8	-0,3						
MERCADOS FINANCIEROS									
Tipos de interés internacionales									
Fed Funds	1,1	1,3	3,0	1,0	1,0	1,4	1,9	2,4	2,8
Repo BCE	2,3	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Bonos EE.UU. 10 años	4,0	4,3	4,8	4,0	4,6	4,3	4,2	4,5	4,8
Bonos alemanes 10 años	4,1	4,1	4,1	4,1	4,2	4,1	3,8	3,9	4,0
Obligaciones 10 años	4,1	4,1	4,1	4,1	4,2	4,2	3,8	3,9	4,0
Tipos de cambio									
\$/Euro	1,13	1,24	1,35	1,25	1,20	1,22	1,30	1,38	1,37

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

Enero 2005

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

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 2005

La economía internacional encara un año 2005 menos brillante en términos de crecimiento que en 2004, pero con **expectativas en general favorables**. Estados Unidos pasará de un crecimiento cercano al 4,5% en 2004 a algo más del 3% gracias al vigor inversor de las empresas y a un consumo privado todavía robusto, ayudado por la paulatina recuperación del empleo; la principal preocupación reside en el control de los déficit de la balanza comercial y del sector público, mientras que las tensiones inflacionistas parecen lejanas. Japón registrará un crecimiento débil, por debajo del 2%, más fundamentado en la inversión para exportaciones que en el consumo interior; el elemento positivo estará en la superación de la etapa deflacionista, que junto con el mantenimiento del empleo y cierto vigor en el sector de servicios debe afianzar la demanda interna.

La zona del euro **tampoco alcanzará un crecimiento del 2% en 2005**, al igual de lo que ha sucedido en 2004. La causa de este menguado resultado se encuentra en la delicada situación de dos de las grandes economías de la eurozona, Alemania e Italia. Ambos países se enfrentan al parón de la demanda interna y al debilitamiento del sector exterior, resultado combinado de la apreciación del euro y de un entorno internacional menos dinámico, con lo cual se prevé un crecimiento del PIB no superior al 1,5% en ambos países en 2005. Ante el escaso tirón de la demanda interior, los precios de consumo no registrarán tensiones apreciables y se desacelerarán hasta quedar por debajo del 2% en el promedio de 2005.

En este contexto, **la Reserva Federal de Estados Unidos seguirá subiendo su tipo de interés de referencia** a lo largo de 2005, pasando de una política monetaria muy relajada a otra con tendencia a la neutralidad. Por su parte, el Banco Central Europeo mantendrá sus tipos de referencia en los actuales niveles en los próximos meses, ante la frágil situación de la actividad y la contención de las presiones inflacionistas.

En cuanto a la economía española, **en 2005 se prevé una moderación del elevado crecimiento de la demanda interna**. El consumo privado se desacelerará ligeramente puesto que el aumento del empleo y las relajadas condiciones monetarias y crediticias se confrontarán a la moderación del ritmo expansivo de los salarios y las rentas familiares, que ya han acusado el impacto de la alta tasa de inflación en los últimos meses de 2004. Por otra parte, la construcción mantendrá su firme pulso, aunque cabe esperar una ligera moderación de su ritmo de avance en la segunda mitad del año. También la inversión en bienes de equipo suavizará las altas tasas de crecimiento actuales, ante los menores avances de la demanda final.

Por el contrario, se espera que el sector exterior modere su déficit, dada la menor presión de la demanda interior y pese a que no se esperan avances en los mercados tradicionales de exportación, particularmente en la Unión Europea. En suma, se prevé que el producto interior bruto crezca en torno al 2,5%, tasa similar a la registrada en 2004. En cambio, sí **puede mejorar la tasa de inflación**, con un descenso paulatino que la situaría algunas décimas por debajo del 3% a mediados de 2005, siempre y cuando se consolide el descenso del precio del crudo.

27 de diciembre de 2004

LA SITUACIÓN ECONÓMICA

El año 2004 cierra con el crecimiento a la baja

2004 acaba en un contexto de desaceleración económica...

La economía internacional finaliza 2004 en una tónica de moderada desaceleración, después de una primera mitad de año mucho más brillante de lo esperado. En el primer trimestre, Estados Unidos registró el crecimiento más elevado en prácticamente 20 años, un 5,0% interanual, para después entrar en una fase de menor actividad que situó el avance del producto interior bruto (PIB) en el 4,0% en el tercer trimestre. Similar patrón está siguiendo Japón: anotó su máximo desde 1996 en los tres primeros meses de 2004, un 4,0% interanual, para posteriormente ceder hasta el 2,5% en el tercer trimestre. También en la zona del euro el año se inició a buen paso, si bien a un ritmo mucho más pausado, de manera que el crecimiento en el segundo trimestre se acercó al 2%, para desacelerarse al 1,8% en el tercero.

...en parte debido al aumento del crudo, que remite parcialmente en los meses de noviembre y diciembre.

Este perfil decreciente deriva, en parte, del impacto del alto precio del petróleo, que pasó de 30 dólares por barril a finales del pasado año a un máximo de 51,5 dólares (calidad Brent, a un mes) el 25 de octubre. A partir de entonces el precio se ha moderado levemente, con una rebaja de la cotización del oro negro de unos 10 dólares en el precio del barril. El crecimiento medio del año 2004 se ha situado en el 34%.

En 2004, la zona del euro padece el efecto combinado de un sector exterior que se frena y una demanda interna que no repunta.

Pero el problema no está sólo en la carestía energética. En la zona del euro, la revalorización de la moneda única ha atenuado la subida del petróleo, pero al mismo tiempo amenaza con ahogar la única fuente de crecimiento, es decir, el sector exterior. En cambio, el consumo privado se ha mantenido plano a lo largo del año y en el segundo semestre se ha evidenciado que los indicadores del gasto de los hogares apenas dan señales de vida mientras que el sector exterior ha empeorado rápidamente. Magro balance económico en el año de la ampliación de la Unión Europea a 25 miembros y de la firma del Tratado por el que se establece una constitución para Europa.

El consumo privado nipón, por el contrario, se suma a las exportaciones para sacar a Japón de la crisis.

El caso de Japón es distinto. Cuando la confianza en las perspectivas de la economía nipona estaba bajo mínimos, la fortaleza de la recuperación de 2004 constituyó una sorpresa. Se esperaba que el sector exterior se beneficiara del tirón exportador hacia la dinámica China, como así ha sido, pero pocos confiaban en que el consumo privado pasara de disminuir ligeramente en el tercer trimestre de 2003 (en tasa interanual) a crecer alrededor del 2% un año después. La estabilización del nivel de precios, después de cinco años de deflación, representa una confirmación adicional del positivo cambio de coyuntura registrado en 2004.

En Estados Unidos, el consumo se mantiene en ritmos elevados y la inversión sigue ganando terreno.

Por su parte, Estados Unidos ha seguido bajo el empuje positivo de una política económica expansiva cuyos efectos todavía perviven y que se traduce en un ritmo de consumo privado que crece confortablemente por encima del 3% interanual desde la primavera de 2003. Los datos disponibles indican que hasta mediados del cuarto trimestre el gasto de los hogares ha seguido notablemente dinámico. Esta tendencia, sumada a la importante recuperación de la inversión, provee de una robustez notable al crecimiento estadounidense. Hasta la fecha, el elevado ritmo de la actividad no ha generado tensiones en los precios, fuera de la lógica aportación del componente energético, como se refleja en la estabilidad de la inflación subyacente (sin energía ni alimentos) en niveles del orden del 2% interanual.

La Reserva Federal aumenta un cuarto de punto su tipo de interés de referencia, situándose por encima del equivalente del BCE por primera vez desde 2001.

En esta coyuntura de claro dinamismo económico, la Reserva Federal entiende que la excesiva laxitud de la política monetaria debe ser reconducida progresivamente, por lo que el 14 de diciembre procedió a una nueva elevación del tipo de interés de referencia, de un cuarto de punto. Este aumento representa la quinta subida desde junio de 2004 y sitúa el tipo de referencia de los fondos federales a un día en el 2,25%, superando el tipo equivalente del Banco Central Europeo (2,00%) por primera vez desde abril de 2001.

Las curvas de tipos de interés se aplanan a uno y otro lado del Atlántico.

El comportamiento de los tipos de interés oficiales a corto plazo no ha contagiado a los tipos de interés a plazos más largos, que se han mantenido en niveles muy contenidos. Tras ciertas oscilaciones, la rentabilidad de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años ha tendido a reducirse, situándose a finales de diciembre en el 4,20%, nivel inferior al de comienzos de 2004, de manera que la curva de tipos de interés se ha aplanado notablemente. El mismo camino ha seguido la curva de la eurozona, ya que pese a que los tipos oficiales se han mantenido, la senda bajista de los tipos de la deuda pública ha sido más acusada, como resultado de las expectativas de bajo crecimiento económico. En la última semana de diciembre, la rentabilidad de los bonos públicos alemanes a 10 años quedaba por debajo del 3,60%, mínimo desde mediados de 2003.

El euro alcanza en diciembre nuevos máximos históricos frente al dólar.

Por su parte, en el mercado de divisas la debilidad del dólar respecto al euro se ha reanudado tras una cierta tregua, de manera que la moneda única ha ido anotando máximos históricos en los últimos días de diciembre, alcanzando los 1,36 dólares. La debilidad del billete verde ha afectado a otras divisas, entre ellas la libra esterlina, que se situó a finales de diciembre en su máximo desde 1992 frente al dólar, y el yen japonés, que el 3 de diciembre marcó su máximo desde 2000 respecto a la divisa americana.

En respuesta a la favorable coyuntura económica, las bolsas cierran el año con notables ganancias.

Las bolsas han capitalizado de forma favorable la coyuntura reciente y la evolución de los tipos de interés. El buen ritmo de actividad, que está permitiendo una sensible recuperación de los beneficios empresariales, y el bajo nivel de los tipos de interés de la deuda pública anteriormente comentado han propiciado un fin de ejercicio brillante. El mercado de valores estadounidense registraba, a finales de diciembre, ganancias respecto a principios de año que iban del 2% del índice Dow Jones Industrials al 7% del índice Nasdaq. En Tokio, el avance del índice general era del 4%. Más amplios eran los aumentos en las plazas europeas, con Londres, Francfort y París acumulando plusvalías del orden del 6% respecto al inicio del ejercicio y con Milán y Madrid por encima del 15%.

Economía española: notable solidez de la demanda interna

En España, el consumo y la inversión mantienen el tono expansivo, mientras el sector exterior sigue restando crecimiento.

En el tramo final de 2004 se ha confirmado el buen tono que exhibe la demanda interna gracias al dinamismo de consumo e inversión. Los indicadores referidos al consumo privado apuntan al fuerte pulso del mismo, si bien la tasa de crecimiento parece haber alcanzado un cierto techo. Por su parte, la inversión en equipo mantiene el tirón que la ha caracterizado a lo largo de 2004. El único freno apreciable al crecimiento sigue viniendo del sector exterior. Fruto del apetito importador, pero también de un peor comportamiento exportador, entre enero y septiembre el déficit comercial se amplió hasta los 44.000 millones de euros, un 30% mayor que el registrado en idéntico periodo de 2003.

La construcción sigue muy sólida, en contraste con el turismo, que registra una temporada mediocre, y la industria.

Por lo que se refiere a la evolución sectorial, la expansión económica se refleja con intensidad en la construcción, que mantiene un pulso muy firme en la recta final de 2004, y en los servicios, a pesar de cierta desaceleración reciente. La excepción en el sector terciario la protagoniza el turismo, que cerrará el año con una mejora del mercado interior insuficiente para enderezar un ejercicio mediocre, muy penalizado por una temporada estival poco satisfactoria. La industria, por su parte, ha perdido impulso en la segunda mitad del año, incapaz de consolidar la efímera recuperación registrada entre principios de 2004 y los meses de verano.

La menor aportación de los combustibles permite una mínima desaceleración de la inflación, hasta el 3,5% en noviembre.

Tampoco acaba de ser positiva la evolución reciente de la inflación. Aunque el índice de precios de consumo se desaceleró en una décima porcentual en noviembre, hasta el 3,5% interanual, principalmente gracias a la contención de los combustibles, lo cierto es que el núcleo más estable, que no incorpora los alimentos frescos ni la energía, se mantiene anclado en el 2,9%. Ambas medidas, el índice general y el subyacente, se encuentran aproximadamente un punto porcentual por encima de sus equivalentes de la inflación en la eurozona, con lo que esto representa de merma de competitividad.

Positivo balance laboral en 2004, con la primera reducción anual del paro registrado de los últimos cuatro años.

Menos cambios registra el mercado laboral. El aumento del paro registrado en noviembre no difiere en exceso de lo habitual en este periodo del año, con lo que el balance de 2004 será positivo. Entre enero y noviembre, el paro descendió en 28.765 personas, en contraste con los incrementos registrados en los tres años anteriores. El crecimiento del empleo, por su parte, parece estar moderándose ligeramente, según se desprende de la desaceleración de la afiliación a la Seguridad Social hasta noviembre.

Las previsiones oficiales prevén un crecimiento del orden del 3% hasta el 2008.

Para el futuro, las autoridades económicas esperan una continuidad de las tendencias anteriores. La actualización del Programa de Estabilidad, que incorpora un escenario de medio plazo (2004-2008), prevé un crecimiento económico notable, del 2,6% en 2004, y del orden del 3% entre 2005 y 2008. El menor drenaje del sector exterior y una continuada expansión de la demanda interna, fundamentalmente gracias al impulso de la inversión y al mantenimiento del consumo, permitirán alcanzar este notable ritmo de crecimiento. En este contexto, los presupuestos públicos se situarán en una posición de superávit presupuestario en el periodo 2005-2008.

CRONOLOGÍA

2003

- marzo 20** Estados Unidos y sus aliados empiezan la **guerra contra Irak** para derrocar el régimen de Saddam 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).
- marzo 11** Trágico **atentado terrorista** en la red ferroviaria de cercanías de Madrid.
- 14** Victoria del Partido Socialista Obrero Español en las **elecciones generales**.
- mayo 1** Ampliación de la **Unión Europea** a diez nuevos Estados miembros hasta un total de veinticinco.
- octubre 25** El precio del **petróleo** calidad Brent a un mes se eleva hasta un nivel récord de 51,51 dólares por barril.
- 29** Los jefes de Estado y de gobierno de los 25 países miembros de la Unión Europea firman el tratado por el que se instituye una **constitución para Europa**.
- noviembre 2** George W. Bush es reelegido **presidente de los Estados Unidos**.
- diciembre 14** La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia por quinta vez en el año en un cuarto de punto porcentual hasta el 2,25%.
- 23** El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra un máximo anual (10.827,1) con un alza del 3,6% en relación con el final del año 2003. El índice de la **bolsa española** IBEX 35 marca un máximo anual (9.054,2) con una ganancia acumulada del 17,0% sobre el final de diciembre de 2003.
- 24** El **euro** cotiza a 1,354 dólares, el valor máximo desde el lanzamiento de la moneda única a principios de 1999.

AGENDA

Enero

- 10** Índice de producción industrial (noviembre).
- 13** Reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 14** Índice de precios de consumo (diciembre).
- 21** Índice de precios de consumo armonizados de la Unión Europea (diciembre).
- 25** Índice de precios industriales (diciembre).
- 28** Encuesta de población activa (cuarto trimestre).
Indicador adelantado del IPCA (enero).

Febrero

- 1-2** Reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal.
- 3** Reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 4** Índice de producción industrial (diciembre).
- 15** Contabilidad nacional trimestral (avance cuarto trimestre).
- 16** Índice de precios de consumo (enero).
- 23** Contabilidad nacional trimestral (cuarto trimestre).
- 25** Índice de precios industriales (enero).
- 27** Índice de precios de consumo armonizados de la Unión Europea (enero).
- 28** Indicador adelantado del IPCA (febrero).

Perspectivas de desaceleración suave en 2005

La OCDE reduce su previsión de crecimiento para 2005 del 3,3% al 2,9%...

...pero prevé para 2006 un repunte hasta el 3,1%.

Estados Unidos crecerá en 2005 un 3,3% pero la demanda interna seguirá apoyando la expansión en 2006.

En Europa, la sobre-capacidad y el consumo apático frenan la recuperación.

La recuperación japonesa pierde fuerza y China seguirá creciendo en 2005 al 8%.

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) ha reducido las previsiones de crecimiento para 2005 del 3,3% al 2,9%, pero aún sigue apostando por una continuidad de presente ciclo expansivo, con un muy ligero repunte en 2006 hasta el 3,1%. La subida del precio del crudo ha restado confianza a los agentes económicos en el corto plazo y esto se ha dejado notar en el crecimiento. Sin embargo, el precio del crudo está ahora sobrevalorado y su tendencia ha de ser hacia la moderación, aunque tal vez no a los niveles previos a 2004. De no haber más subidas, el crecimiento debería recuperarse en 2005 y tener cierto repunte en 2006, aunque éste no estará repartido de forma homogénea. China y Norteamérica seguirán siendo las áreas más dinámicas.

En Estados Unidos el crecimiento flojeó en el segundo trimestre pero recobró fuerza en el tercero. Los buenos resultados empresariales seguirán animando la inversión, y el mercado de trabajo seguirá su recuperación, con una expansión cada vez más intensiva en mano de obra. Esto debería dar soporte al consumo de bienes perecederos, afectado por el precio del crudo. De esta forma, la economía americana podría llegar a crecer aún un 3,3% en 2005, por debajo de las previsiones anteriores, y un 3,6% en 2006.

En Europa, a diferencia de Estados Unidos, la recuperación no tiene soportes firmes. Si en la primera parte de 2004 el crecimiento sorprendió, a partir del segundo trimestre la capacidad no utilizada y la floja creación de empleo han tenido su reflejo en la debilidad del consumo privado, si bien es cierto que Francia y España mantienen un tono más vigoroso que Alemania e Italia. En 2005 se espera un crecimiento del 1,9% y en 2006 cierto repunte hasta el 2,5%.

En Japón el crecimiento se ha debilitado por la floja inversión y por la pérdida de fuerza de las exportaciones a China. Sin embargo, el consumo, apoyado en la creación de empleo, logra mantener el tono expansivo, con lo que el crecimiento de 2005 se situará en el 2,1%, y repuntará en 2006 al 2,3%. En China, las medidas contra el recalentamiento de la economía han desacelerado la inversión. Con todo, el crecimiento continuará en 2005 con el 8,0%, y en 2006 podría repuntar al 8,5%.

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DE LA OCDE (1)

	2002	2003	2004	2005	2006
PIB (2)					
Estados Unidos	1,9	3,0	4,4	3,3	3,6
Japón	-0,3	2,5	4,0	2,1	2,3
Alemania	0,1	-0,1	1,2	1,4	2,3
Francia	1,1	0,5	2,1	2,0	2,3
Italia	0,4	0,4	1,3	1,7	2,1
Reino Unido	1,8	2,2	3,2	2,6	2,4
España	2,2	2,5	2,6	2,7	3,0
Zona del euro	0,9	0,6	1,8	1,9	2,5
OCDE	1,6	2,2	3,6	2,9	3,1
Inflación (3)					
Estados Unidos	1,7	1,8	2,0	1,8	1,7
Japón	-1,2	-2,5	-2,3	-1,3	-0,3
Alemania	1,5	1,1	0,9	0,8	0,9
Francia	2,4	1,4	1,9	1,8	1,7
Italia	3,1	2,9	2,8	2,1	2,0
Reino Unido	3,2	3,0	2,1	2,2	2,3
España	4,5	4,0	3,1	3,6	3,6
Zona del euro	2,5	2,0	1,9	1,7	1,8
OCDE	2,6	2,0	1,8	1,7	1,7
Paro (4)					
Estados Unidos	5,8	6,0	5,5	5,3	5,1
Japón	5,4	5,3	4,8	4,5	4,2
Alemania	8,2	9,1	9,2	9,3	8,9
Francia	9,0	9,7	9,8	9,7	9,2
Italia	9,1	8,8	8,1	7,5	7,3
Reino Unido	5,2	5,0	4,7	4,7	5,0
España	11,4	11,3	10,9	10,7	10,4
Zona del euro	8,4	8,8	8,8	8,6	8,3
OCDE	6,7	6,9	6,6	6,5	6,3
Balanza por cuenta corriente (5)					
Estados Unidos	-4,5	-4,8	-5,7	-6,2	-6,4
Japón	2,8	3,1	3,5	3,5	3,7
Alemania	2,1	2,3	3,3	3,9	4,7
Francia	1,0	0,4	0,2	0,2	0,6
Italia	-0,8	-1,4	-0,5	-1,6	-1,9
Reino Unido	-1,7	-1,9	-2,2	-2,4	-2,2
España	-2,4	-2,8	-4,2	-4,7	-4,8
Zona del euro	0,7	0,4	0,7	0,6	0,9
OCDE	-1,2	-1,1	-1,2	-1,4	-1,3
Comercio mundial (6)	-0,2	5,1	9,5	9,0	9,5

NOTAS: (1) Hipótesis de partida: a) Las políticas fiscales en vigor o anunciadas permanecen sin cambios. b) Los tipos de cambio no variarán con relación a su nivel del 5 de noviembre de 2004 (1 dólar = 105,7 yenes = 0,771 euros). c) La fecha de cierre de la edición y de incorporación de datos fue el 18 de noviembre de 2004.

(2) Tasas porcentuales de variación en términos reales.

(3) Tasas porcentuales de variación del deflactor del PIB.

(4) En porcentaje sobre población activa.

(5) En porcentaje del PIB.

(6) Media aritmética de las tasas porcentuales de crecimiento anual de las importaciones y exportaciones mundiales en volumen.

FUENTE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

PERSPECTIVAS FINANCIERAS DE LA OCDE (1)

	2002	2003	2004	2005	2006
Déficit (-) o superávit (+) público (2)					
Estados Unidos	-3,8	-4,6	-4,4	-4,1	-4,2
Japón	-7,9	-7,7	-6,5	-6,4	-6,3
Alemania	-3,7	-3,8	-3,9	-3,5	-2,7
Francia	-3,3	-4,1	-3,7	-3,1	-2,9
Italia	-2,4	-2,5	-2,9	-3,1	-3,6
Reino Unido	-1,7	-3,5	-3,2	-3,2	-3,3
España	-0,1	0,4	-1,1	-0,1	-0,1
Zona del euro	-2,4	-2,8	-2,9	-2,6	-2,4
OCDE	-3,2	-3,7	-3,5	-3,2	-3,2
Tipos de interés a corto plazo (3)					
Estados Unidos	1,8	1,2	1,5	2,8	3,8
Japón	0,1	0,0	0,0	0,0	0,4
Reino Unido	4,0	3,7	4,6	5,5	5,8
Zona del euro	3,3	2,3	2,1	2,1	2,7
Tipos de interés a largo plazo (4)					
Estados Unidos	4,6	4,0	4,3	4,7	5,3
Japón	1,3	1,1	1,5	1,8	2,5
Alemania	4,8	4,1	4,1	4,0	4,3
Francia	4,9	4,1	4,1	4,1	4,3
Italia	5,0	4,3	4,3	4,2	4,4
Reino Unido	4,9	4,4	5,0	5,2	5,2
España	5,0	4,1	4,1	4,1	4,3
Zona del euro	4,9	4,1	4,1	4,1	4,3

NOTAS: (1) Hipótesis de partida: a) Las políticas fiscales en vigor o anunciadas permanecen sin cambios. b) Los tipos de cambio no variarán con relación a su nivel del 5 de noviembre de 2004 (1 dólar = 105,7 yenes = 0,771 euros). c) La fecha de cierre de la edición y de incorporación de datos fue el 18 de noviembre de 2004.

(2) En porcentaje del PIB.

(3) Tipos de interés a 3 meses en los mercados monetarios nacionales.

(4) Tipos de la deuda pública de las emisiones más representativas de cada país.

FUENTE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Estados Unidos prosigue su suave desaceleración

Estados Unidos revisa el crecimiento del tercer trimestre al 4,0%.

Estados Unidos revisó ligeramente al alza los datos del producto interior bruto (PIB) del tercer trimestre. La economía creció en el dicho periodo un 4,0% en tasa interanual frente al 3,9% previamente estimado. Entre los indicadores más recientes de la demanda cabe destacar las ventas al por menor, que crecieron en noviembre un 7,2% interanual y continuaron atenuando ligeramente su crecimiento, muy en la tónica del conjunto de la economía. La producción industrial de bienes de consumo siguió por la misma senda y creció un 2,6% interanual, quedando el repunte de octubre como una excepción a la tendencia de los últimos meses. Las ventas de automóviles de noviembre, confirmando su naturaleza más volátil, pasaron a disminuir un 7,2% respecto al mismo periodo del año pasado,

y confirmaron la clara tendencia a la baja iniciada en agosto. La producción industrial de bienes de equipo de noviembre creció un 10,0% interanual, y si bien conserva el tono vigoroso de los últimos meses, se observa cierta pérdida de gas respecto a octubre.

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2002	2003	2004				
			I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	1,9	3,0	5,0	4,8	4,0	-	...
Ventas al por menor	2,5	5,3	7,8	7,8	6,5	8,5	7,2
Confianza del consumidor (*)	96,6	79,8	91,6	96,3	100,4	92,9	90,5
Producción industrial	-0,6	0,3	2,9	5,2	5,1	4,9	4,2
Venta de viviendas unifamiliares	7,6	11,6	22,2	9,2	-0,3	7,4	...
Índice actividad industrial (ISM) (*)	52,4	53,3	62,5	62,1	59,8	56,8	57,8
Tasa de paro (**)	5,8	6,0	5,6	5,6	5,4	5,5	5,4
Precios de consumo	1,6	2,3	1,8	2,8	2,7	3,2	3,6
Balanza comercial (***)	-39,0	-44,4	-45,4	-47,8	-50,5	-51,6	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

La confianza del consumidor sigue deteriorándose.

El índice de confianza del consumidor de noviembre siguió en su línea de deterioro y se situó en 90,5, cerca ya de los niveles de marzo del presente año y lejos del máximo de julio del 105,7. Esta vez, el componente de la situación actual se estabilizó en la cota de 95,2 presentando una ligera mejora, mientras que el componente de expectativas bajó hasta 87,4.

La producción industrial atenúa su crecimiento hasta el 4,2%...

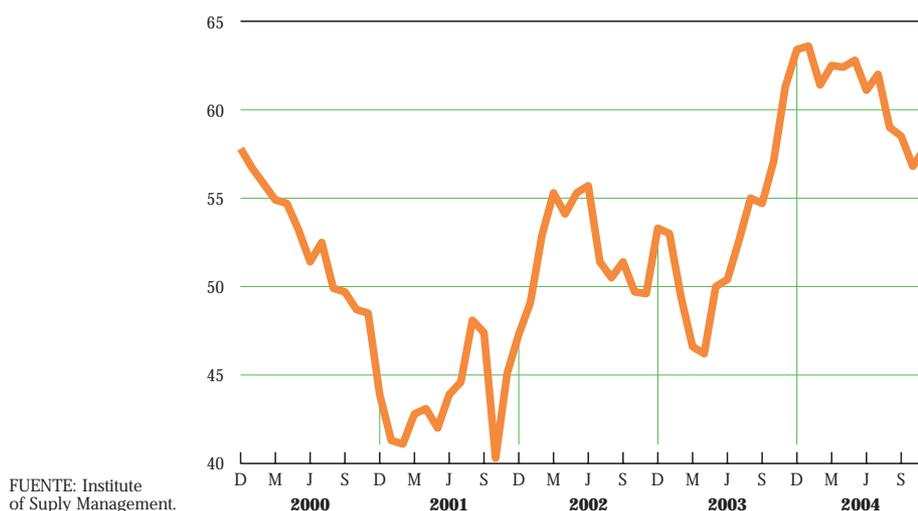
Dentro ya de los indicadores de la oferta, la producción industrial de noviembre creció un 4,2% interanual, perdiendo algo del ímpetu de octubre, cuando había crecido un 4,9%. Teniendo en cuenta las pequeñas revisiones a la baja de los datos de los meses anteriores, el crecimiento estable que venía perfilándose empieza a adquirir cierto atisbo de desaceleración, aunque el tono aún es de fortaleza.

...pero el sector manufacturero continúa optimista, y aumenta la expectativa de nuevos pedidos.

Consistente con esta robustez, el indicador de actividad manufacturera del Institute of Supply Management (ISM) de noviembre repuntó un punto hasta el 57,8, interrumpiendo momentáneamente el descenso que venía observando desde julio. El componente de producción fue el único que demostró una debilidad relativa descendiendo de 58,9 a 57,0. El importante componente de nuevos pedidos avanzó con mayor convicción tres puntos hasta el 61,5, superando los niveles medios del verano.

EL SECTOR CORPORATIVO DE ESTADOS UNIDOS MANTIENE LA CONFIANZA

Valor del índice de actividad empresarial ISM



El sector de la construcción sigue evolucionando a la baja.

En el sector de la construcción, que fue el que una mayor desaceleración presentó en el tercer trimestre, no varía la general tendencia a la baja. Las ventas de viviendas de segunda mano se incrementaron un 5,6%, que aunque, gracias a efectos de base, supone un incremento de la tasa de crecimiento respecto al mes anterior, no cambia la tendencia a la baja. De igual forma, tampoco lo hace la revisión alcista de la caída de octubre de los permisos de construcción que pasó del 10,1% al 8,2% interanual.

El mercado de trabajo sigue recuperándose.

El mercado de trabajo sigue su paulatina recuperación. En noviembre se crearon 112.000 empleos, y se revisaron ligeramente a la baja los incrementos de los meses anteriores. De esta forma, noviembre resultó ser un peor mes que octubre. Sin embargo, la naturaleza del dato, y en especial sus márgenes de error, hacen que sea la tendencia la variable a considerar, y ésta es aún alcista. La nota más negativa del empleo de noviembre siguió siendo el sector de manufacturas, que perdió 5.000 empleos.

La inflación crece al 3,6%, y su componente sin energía y alimentos, al 2,2%.

En el ámbito de precios, el índice de precios al consumo creció un 3,6% en noviembre, un ligero incremento frente al 3,2% de octubre. El componente de precios sin energía ni alimentos avanzó un 2,2% prácticamente repitiendo el 2,0% previo. Los incrementos intermensuales avanzaron ambos un 0,2% frente al 0,6% y al 0,2% anteriores. La lectura de este dato, una vez descontados los efectos de base, debe ser de estabilización de los niveles actuales.

El déficit comercial en octubre supera los 58.000 millones de dólares.

El sector exterior ha seguido acelerando su deterioro. El déficit comercial de octubre fue de 58.437 millones de dólares, otro récord que deja en nada la pequeña mejora de septiembre. En los últimos doce meses hasta octubre el déficit llegó a los 619.355 millones de dólares, un 16,5% superior al del mismo periodo del año anterior. En términos de volumen, el deterioro de las exportaciones respecto a las importaciones podría estar tocando fondo. Así, las importaciones en volumen crecieron en septiem-

ESTADOS UNIDOS SIGUE SIN CREAR EMPLEO DE MANUFACTURAS Variación mensual de empleo manufacturero



bre un 5,0% interanual y las exportaciones, un 6,4%, cuando el incremento medio en la primera mitad de 2004 fue del 11,5% interanual para importaciones y del 9,8% para exportaciones.

La economía japonesa revisa su crecimiento a la baja

El crecimiento del PIB japonés se revisa a la baja.

El crecimiento de la economía japonesa en el tercer trimestre ha sido revisado a la baja, situándose en un 2,5% interanual en lugar del 3,8% previamente publicado. También se revisó a la baja el primer trimestre, del 5,1% al 4,0% y el segundo del 4,3% al 3,1%. El crecimiento para el total de 2003 pasó del 2,5% al 1,3%.

Flojea el consumo privado, que avanza un 2,1%.

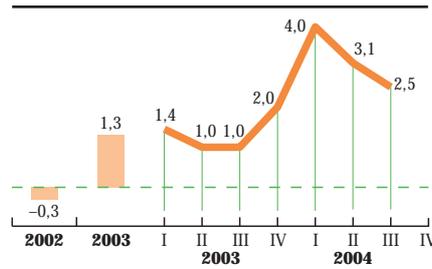
Esta revisión también implica un cambio en la naturaleza del crecimiento nipón. En la primera estimación, el consumo privado seguía perfilándose como la base del ciclo alcista, lo que constituía un elemento ciertamente positivo. La última revisión cambió esta valoración, pasando a ser la inversión en industrias exportadoras la base de una expansión, de por sí mucho menos vigorosa. El consumo privado avanzó un 2,1%, frente al 3,9% anteriormente anunciado. La tendencia dejó de ser alcista con la revisión, ya que se repitió el crecimiento del segundo trimestre, y a diferencia de los datos anteriores, creció un 0,9% intertrimestral anualizado, desacelerándose frente al 1,1% del segundo trimestre.

La inversión frena su debilidad.

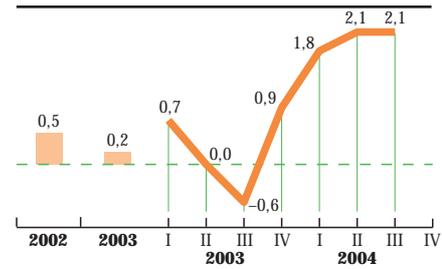
La inversión avanzó un 1,8% en el tercer trimestre. Si bien más flojo que el 2,7% anteriormente anunciado, tiene ahora una tendencia alcista cuando antes presentaba una desaceleración. En términos intertrimestrales anualizados, la inversión avanzó un 1,5%, frente al descenso del 4,3% del segundo trimestre, constituyendo una notable mejora del componente respecto a los datos anteriores a la revisión.

EVOLUCIÓN DEL PIB DE JAPÓN POR COMPONENTES
Porcentaje de variación interanual

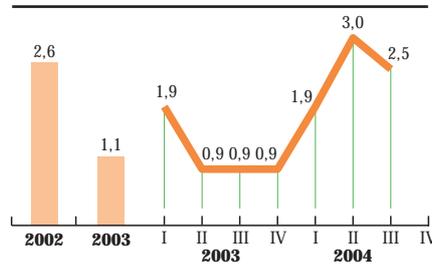
PIB



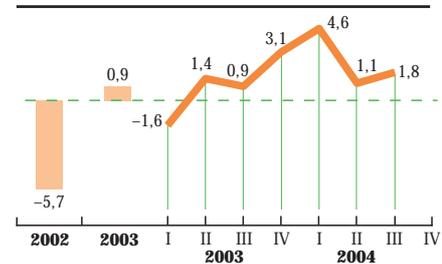
CONSUMO PRIVADO



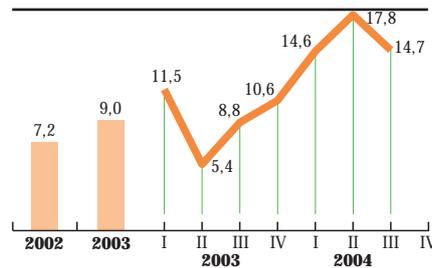
CONSUMO PÚBLICO



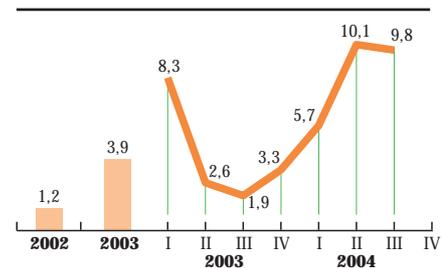
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO



EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS



IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS



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

El sector exterior mejora con la revisión, pero su contribución es negativa por la pérdida de vigor exportador.

El sector exterior, vital para la economía japonesa, mejoró con los últimos datos. Las exportaciones crecieron un 14,7% interanual, mientras que las importaciones lo hicieron en un 9,8% interanual. Sin embargo, el sector exterior contribuyó negativamente al crecimiento de la economía, con un 0,4% intertrimestral anualizado, en contraste con trimestres anteriores, aunque antes de la revisión la contribución negativa ya había sido del 0,8%.

Las ventas de automóviles se recuperan.

Entre los indicadores mensuales, las ventas al por menor de octubre disminuyeron un 0,9% interanual. Las ventas de automóviles se recuperaron en noviembre, creciendo un 18,2%. La vivienda diluyó las positivas tendencias de octubre. Las ventas de noviembre en Tokio disminuyeron un 5,4% interanual, los precios medios avanzaron un 1,1%, y las viviendas iniciadas de octubre crecieron un 1,4% interanual, frente al 10,3% de septiembre.

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2002	2003	2004				
			I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	-0,3	1,3	4,0	3,1	2,5	-	...
Ventas al por menor	-3,9	-1,9	0,2	-1,9	-0,3	-0,9	...
Producción industrial	-1,3	3,3	5,0	8,3	6,5	1,6	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (*)	-32,8	-21,0	-5,0	0,0	2,0	-	1,0
Viviendas iniciadas	-1,8	0,6	5,3	-3,6	9,4	1,4	...
Tasa de paro (**)	5,4	5,3	4,9	4,6	4,8	4,7	...
Precios de consumo	-0,9	-0,3	-0,1	-0,3	-0,1	0,5	...
Balanza comercial (***)	11,8	12,4	13,2	14,2	14,7	14,5	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

Producción industrial y pedidos de maquinaria pierden vigor, pero la confianza empresarial se mantiene.

La producción industrial creció en octubre un 1,6% interanual, continuando la fuerte desaceleración desde agosto. Los pedidos de maquinaria de octubre descendieron el 3,0% interanual, continuando la línea de septiembre, en contraste con el empuje de meses anteriores. El índice Tankan del cuarto trimestre fue de 1,0, que supone cierta pérdida respecto a 2,0 anterior, pero manteniéndose en la parte positiva, lo que implica la continuidad de la confianza del sector corporativo.

El paro de octubre es del 4,7%, y crece el empleo de servicios.

En el mercado laboral de octubre, la tasa de paro sobre la población activa fue de 4,7%. Los empleos manufactureros descendieron el 2,1% interanual, y los de servicios crecieron un 4,6%. La productividad perdió fuerza avanzando un 1,0% interanual.

Japón abandona un largo periodo deflacionista.

Los precios al consumo de octubre crecieron un 0,5% interanual, lo que constituye la mejor noticia de la economía nipona al suponer el fin de un largo periodo continuado de caídas de precios, que duraba desde inicios de 1999. La balanza comercial en los últimos doce meses hasta octubre, presentó un superávit de 14,5 billones de yenes.

América Latina registra en 2004 el mayor crecimiento de la década

La CEPAL espera un crecimiento del 5,5% para 2004, y del 4% en 2005.

La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) espera para 2004, un robusto crecimiento del 5,5% para el conjunto de la región de América Latina y el Caribe. Este ciclo expansionista deberá continuar a lo largo de 2005, para el que se espera un crecimiento del 4,0%. Esta continuidad en el crecimiento debería llevar al PIB por habitante hasta un 8,0% por encima del promedio de los años noventa. Por regiones se espera que en 2004 América Latina crezca el 5,5% y el Caribe el 4,3%.

PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

Variaciones anuales en porcentaje

	2001	2002	2003	2004 (*)	2005 (**)
Argentina	-4,4	-10,8	8,7	8,2	5,0
Brasil	1,3	1,5	0,6	5,2	4,0
Chile	3,5	2,0	3,3	5,8	6,0
Colombia	1,4	2,7	4,1	3,3	3,0
Cuba	3,0	1,2	2,5	3,0	4,0
Haití	-0,6	-0,3	0,5	-3,0	2,0
México	-0,3	0,7	1,2	4,1	3,6
Uruguay	-3,6	-12,7	3,0	12,0	6,0
Venezuela	3,4	-8,9	-9,7	18,0	5,0
América Latina	0,4	-0,6	1,9	5,5	4,0
Caribe	2,3	1,8	3,4	4,3	4,0
América Latina y el Caribe	0,4	-0,5	1,9	5,5	4,0

NOTAS: (*) Cifras preliminares de CEPAL de diciembre de 2004.

(**) Proyecciones de CEPAL de diciembre de 2004.

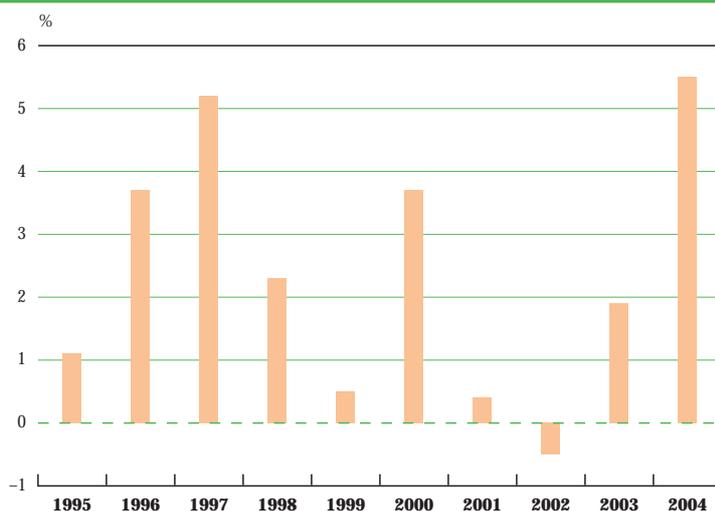
FUENTE: Comisión Económica para América Latina y Caribe (CEPAL).

En 2004 Argentina crece un 8%, Brasil un 5% y México un 4%.

Los países para los que se espera una mayor expansión en 2004 son Argentina, Uruguay y Venezuela. Para Argentina se prevé el 8,2%, con lo que el crecimiento acumulado desde el mínimo de 2002 superará el 17,0%, Uruguay avanzará el 12,0%, y Venezuela, el 18,0%, aunque en este caso el PIB aun estará por debajo del nivel de 2001. Entre los países grandes de la región, México espera crecer el 4,1%, la mejor tasa desde 2000. Brasil, por su parte, prevé avanzar al 5,2%, lo que supone su mejor resultado desde 1994. Un país mediano con un balance favorable es Chile, para el que se espera un crecimiento del 5,8%, lo que doblaría el avance de 2003. Solamente Haití registró un resultado negativo. En este contexto, es importante destacar que por segunda vez en 20 años las seis economías mayores de la región se expandieron por encima del 3%.

AMÉRICA LATINA TIENE UN CRECIMIENTO ROBUSTO

Variación interanual del producto interior bruto

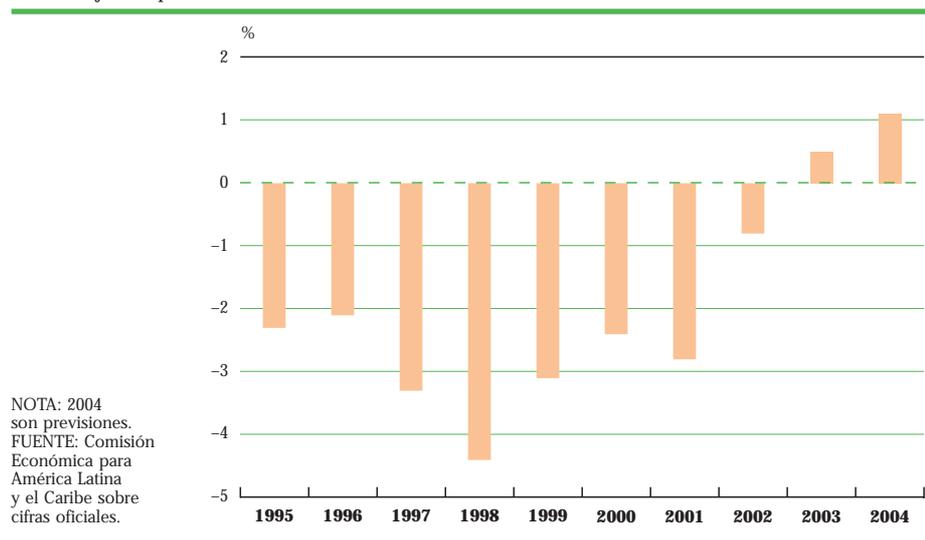


NOTA: 2004 son previsiones.
FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe sobre cifras oficiales.

El crecimiento coincide por segundo año consecutivo con un superávit por cuenta corriente.

La coexistencia de un saldo positivo de la balanza por cuenta corriente de la balanza de pagos con un extorno de crecimiento, y por segundo año consecutivo, es un hecho clave de la actual situación. Hecho, por otra parte, no habitual en la historia de la región, donde un sector exterior poco competitivo sufría un incremento de importaciones cada vez que la demanda interna crecía. Esta vez la mejora ha sido debida a un aumento de las exportaciones, que en 2004 crecieron un 22,4% respecto a 2003. Las importaciones, a su vez, avanzaron un 19,4%. Así, desde 2001, la balanza por cuenta corriente ha pasado de un déficit del 2,8% del PIB a un superávit del 1,1%, lo que supone una mejora de casi cuatro puntos porcentuales de PIB. Fieles exponentes de esta mejora son Brasil, Argentina y Chile. Otro factor significativo es la coincidencia del crecimiento con un periodo de variación neta negativa de ingreso de capitales del orden de 40.000 millones de dólares respecto a 2003, que curiosamente coincidió con una disminución de las primas de riesgo soberano.

LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE MEJORA
Porcentaje del producto interior bruto



La depreciación cambiaria de 2002 y 2003 ayuda a la competitividad sin crear tensiones de precios.

Entre los factores responsables de este crecimiento está la depreciación de las divisas desde 2001 a 2003, que aumentó la competitividad de las exportaciones de la zona. Este proceso fue más claro en Sudamérica y menor en Centroamérica y México. Por otra parte, las políticas de estabilización macroeconómica que se habían venido llevando a cabo en años anteriores, y que siguen vigentes, evitaron que estas devaluaciones provocasen presiones inflacionarias. Así, pese a las depreciaciones, la tasa de inflación de la zona descendió del 12,2% en 2002 al 8,5% en 2003 y se espera un 7,7% en 2004.

En 2004, también ayuda la favorable situación exterior.

Un segundo factor que ayudó al crecimiento de la región fue la favorable situación exterior, con China y Estados Unidos presentando crecimientos robustos, y con unos precios al alza de las materias primas y también de los precios relativos de los productos comercializables de la región. Un tercer factor fue la política monetaria flexible de los bancos centrales, que combinada con el elevado nivel de ahorro del sector público, redujo tipos

de interés y mantuvo los tipos de cambio nominales. En este sentido, el superávit primario (diferencia entre ingresos y gastos sin tener en cuenta el pago de intereses de la deuda) promedio de la región se situó en el 2,0% del PIB, el mejor desde 1990. El déficit público global, más difícil de enmendar al incluir los intereses de las deudas ya contraídas, pasó a su vez del 1,2% del PIB al 1,0%.

PRINCIPALES INDICADORES PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

Variaciones anuales en porcentaje salvo especificación contraria

	2000	2001	2002	2003	2004 (*)
PIB por habitante					
Argentina	-1,9	-5,4	-11,7	7,7	7,2
Brasil	2,3	-0,2	0,1	-0,9	3,7
Chile	3,2	2,3	0,9	2,2	4,7
Colombia	0,6	-0,4	0,9	2,4	1,6
México	5,1	-1,8	-0,7	-0,2	2,7
Uruguay	-2,6	-4,3	-13,3	2,3	11,2
Venezuela	1,9	1,5	-10,5	-11,3	16,0
América Latina y el Caribe	4,1	1,6	1,1	2,7	3,6
Precios al consumidor (**)					
Argentina	-0,7	-1,5	41,0	3,7	5,4
Brasil	6,0	7,7	12,5	9,3	7,2
Chile	4,5	2,6	2,8	1,1	2,5
Colombia	8,8	7,6	7,0	6,5	5,8
México	9,0	4,4	5,7	4,0	5,4
Uruguay	5,1	3,6	25,9	10,2	8,2
Venezuela	13,4	12,3	31,2	27,1	19,5
América Latina y el Caribe	9,0	6,1	12,2	8,5	7,7
Inversión (***)					
Argentina	17,5	15,6	11,2	14,1	16,3
Brasil	19,8	19,7	18,6	17,6	18,6
Chile	22,4	22,4	22,3	22,6	23,4
Colombia	12,4	14,0	13,9	15,9	17,1
México	23,1	21,9	21,6	21,3	21,5
Uruguay	13,0	12,2	9,7	8,3	9,7
Venezuela	15,0	16,5	14,1	9,5	11,8
América Latina y el Caribe	19,8	19,2	18,1	17,9	17,9
Balanza por cuenta corriente (***)					
Argentina	-3,2	-1,5	9,4	6,1	2,5
Brasil	-4,0	-4,6	-1,7	0,8	1,9
Chile	-1,2	-1,6	-1,3	-0,8	3,3
Colombia	0,9	-1,4	-1,8	-1,7	-1,4
México	-3,1	-2,9	-2,1	-1,4	-1,0
Uruguay	-2,8	-2,6	2,6	0,5	0,2
Venezuela	9,8	1,6	8,0	13,5	14,7
América Latina y el Caribe	-2,4	-2,8	-0,8	0,5	1,1

NOTAS: (*) Cifras preliminares de CEPAL de diciembre de 2004.

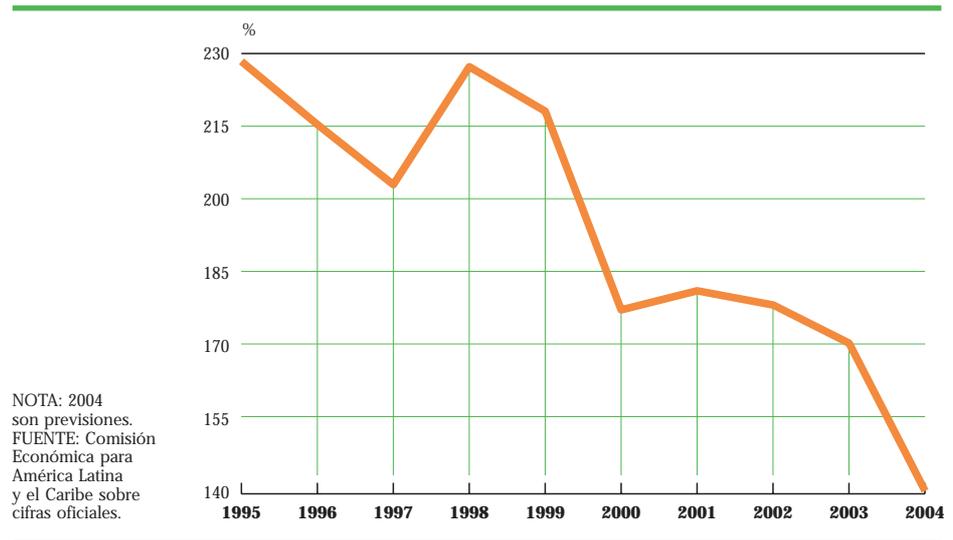
(**) Variación en porcentaje de diciembre a diciembre.

(***) En porcentaje del PIB.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

LA DEUDA EXTERNA EVOLUCIONA A LA BAJA

Porcentaje de exportaciones



El contexto internacional de 2005 será bueno, pero menos que en 2004.

Para 2005 se prevé una continuación de la situación de 2004, con una disminución de las tasas de crecimiento. El contexto internacional será aún positivo para la región, pero menos favorable que 2004. Así, Estados Unidos y Japón moderarán su crecimiento y las exportaciones afrontarán cierta competencia de productos procedentes de China en el mercado de Estados Unidos.

El crecimiento es sostenible.

El crecimiento puede sostenerse gracias a un contexto macroeconómico interno sano, el sostenimiento de la paridad cambiaria alta y la reducida dependencia externa de la demanda, con un consumo reprimido hasta ahora por el aún alto nivel de desempleo, y los bajos salarios. El superávit en cuenta corriente de la región también debe colaborar en la buena marcha económica.

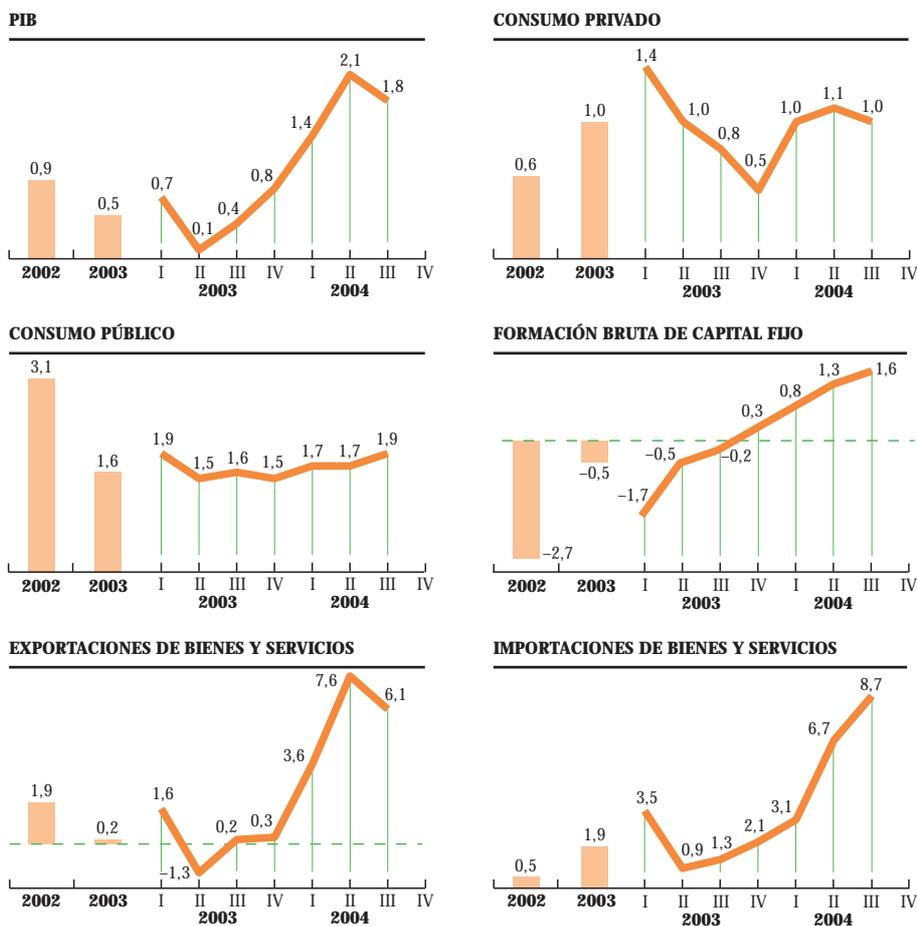
Zona del euro: la recuperación no se consolida

En la zona del euro, el crecimiento se ralentiza al 1,8% en el tercer trimestre.

La economía de la zona del euro ha sufrido una cierta desaceleración en el tercer trimestre que pone en cuestión la fortaleza de la recuperación. En los tres meses de julio a septiembre, el producto interior bruto (PIB) creció un moderado 1,8% interanual, tres décimas porcentuales menos que en el segundo trimestre. La tasa intertrimestral anualizada registró incluso con mayor claridad el alcance de la ralentización, ya que creció sólo un 1,2%, lejos del 1,9% del segundo trimestre. Este magro rendimiento deriva del repentino empeoramiento del sector exterior que se sumó a la persistente debilidad interna.

EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2002	2003	2003		2004			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	0,9	0,5	0,8	1,4	2,1	1,8	-	...
Ventas al por menor	0,0	0,3	-0,1	0,4	0,0	0,0	-0,2	...
Confianza del consumidor (*)	-11	-18	-16	-14	-15	-14	-14	-13
Producción industrial	-0,5	0,3	1,4	1,0	3,0	2,6	1,0	...
Sentimiento económico (*)	94,4	93,5	97,7	98,8	100,0	100,6	101,3	100,8
Tasa de paro (**)	8,4	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	...
Precios de consumo	2,2	2,1	2,0	1,7	2,3	2,2	2,4	2,2
Balanza comercial (***)	83,2	80,2	71,0	76,2	88,7	86,4	77,5	...

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 contribución negativa del sector exterior se combina con la desaceleración del consumo privado.

Así, la aceleración de la demanda interna, del 1,6% interanual del trimestre anterior al 2,6%, se debió íntegramente a la mayor aportación de la variación de existencias. El consumo privado se desaceleró una décima porcentual, hasta el 1,0% interanual, retroceso que no fue compensado por un avance limitado del consumo público (hasta el 1,9%, viniendo del 1,7% del segundo trimestre) y de la inversión, que creció un 1,6% interanual (1,3% interanual en el trimestre precedente). Por su parte, el menor crecimiento de las exportaciones combinado con una cierta reactivación de las importaciones provocó que la demanda externa drenase un 0,7% a la variación del PIB, en fuerte contraste con la aportación positiva del 0,5% del segundo trimestre.

Las ventas al por menor caen un 0,2% en octubre y la confianza del consumidor no mejora en noviembre.

La tónica anterior no varía excesivamente en el cuarto trimestre. Los indicadores de demanda siguen reflejando un consumo privado apático, mientras que la inversión en bienes de equipo registra una coyuntura de mayor vigor. En octubre, las ventas al por menor cayeron un 0,2% interanual, lo que sumado al mantenimiento del índice de confianza del consumidor en niveles del orden de los 13-14 puntos hasta noviembre, reitera que el gasto de los hogares apenas mejora. Por el contrario, la producción industrial de bienes de equipo creció en octubre un 4,1% interanual (4,7% en el tercer trimestre). Por lo que se refiere a la demanda externa, el empeoramiento del superávit comercial es preocupante, toda vez que la contribución del sector exterior es clave en la actual fase cíclica. En octubre, el saldo comercial acumulado de 12 meses se situó en 77.500 millones de euros, a comparar con los 86.400 millones de euros del tercer trimestre.

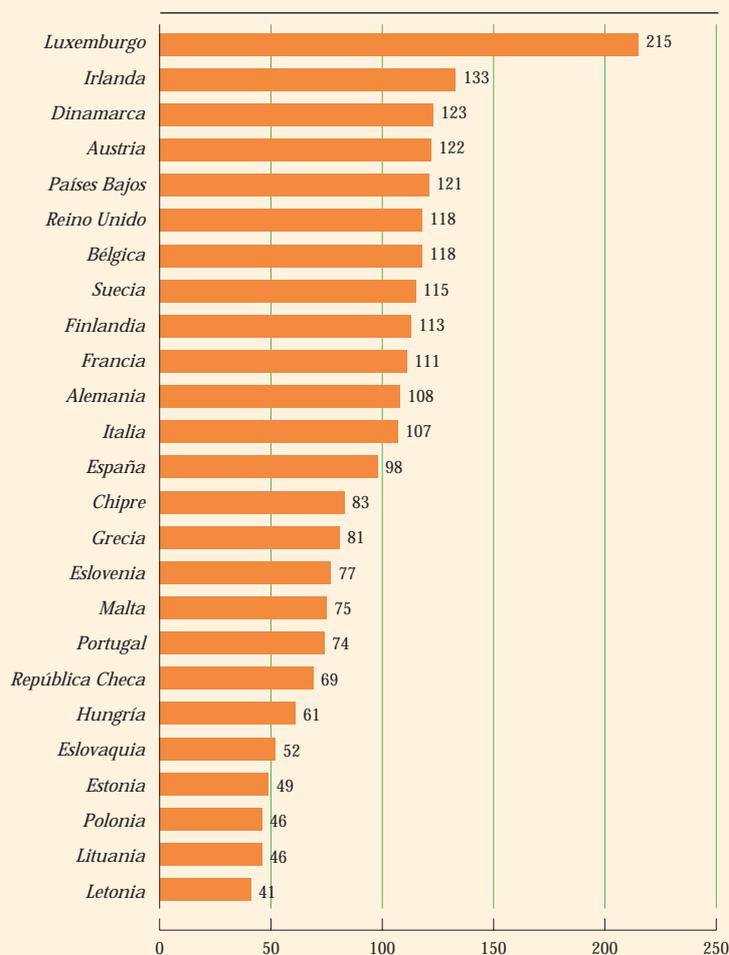
La industria flojea, mientras que servicios y construcción resisten mejor en un contexto de limitado dinamismo.

El bajo nivel de actividad está incidiendo de forma distinta en los diferentes sectores económicos. La industria, que había mostrado un repunte prometedor en el segundo trimestre, ha venido comportándose de forma errática desde entonces, aunque la última tendencia parece ser de desaceleración. Así, en octubre, la producción industrial creció un 1,0% interanual, 2,4 puntos porcentuales menos que en septiembre. El estancamiento de los pedidos industriales y del indicador de clima industrial hasta

LOS PAISES DE LA AMPLIACIÓN REDUCEN EL PIB PER CÁPITA MEDIO DE LA UE

Tras la ampliación de la Unión Europea (UE) hasta 25 estados miembros, las disparidades del PIB per cápita han aumentado notablemente debido a la incorporación de países con un nivel de prosperidad relativo notablemente inferior al promedio de los quince. Así, según datos de Eurostat referidos a 2003, los nuevos estados miembros registraban niveles de PIB que iban desde el 41% de la media comunitaria del país menos próspero, Letonia, hasta el caso Chipre, que disfrutaba de un PIB por habitante del 83%. El país con la mayor economía entre los nuevos miembros, Polonia, se situaba en el 46%.

NOTABLES DISPARIDADES DE RENTA EN LA UE-25 PIB per cápita en paridad de poder de compra, en 2003. UE-25 = 100



FUENTES: Eurostat
y elaboración propia.

Por su parte, el nivel de PIB de España se acercaba en 2003 al promedio de la UE-25, mientras que las grandes economías europeas se situaban por encima de dicho umbral: Italia (107%), Alemania (108%), Francia (111%) y Reino Unido (118%). La primera posición en función del nivel de PIB per cápita la detentaba Luxemburgo, más que doblando la media de la Unión, seguido por Irlanda, cuyo PIB por habitante superó en un 33% el comunitario.

noviembre no permite vislumbrar una recuperación sostenida del sector secundario a corto plazo. Mejores son los registros de construcción y servicios. En ambos sectores, los indicadores de confianza respectivos han ido escalando posiciones al avanzar el cuarto trimestre.

En noviembre, una cierta remisión del componente energético permite que la inflación se sitúe en el 2,2%.

El escaso tirón de la demanda interna subyace a la ausencia de tensiones inflacionistas fuera del efecto del petróleo. En noviembre, el índice de precios de consumo (IPC) armonizado aumentó un 2,2% interanual, retrocediendo respecto al 2,4% interanual de octubre. La desaceleración fue motivada de forma exclusiva por la menor presión del componente energético. Descontado éste, la tasa resultante se mantuvo estable en el 1,7% interanual, sin cambio respecto a septiembre y octubre. Otro resultado de la limitada actividad es la prolongada falta de mejora de la tasa de paro, que seguía estable en el nivel del 8,9% de la población activa en octubre. La tasa de paro ascendió del 8% de principios de 2001 al 8,9% en marzo de 2003, manteniéndose en este nivel hasta la actualidad.

La Comisión Europea considera que en 2005 Alemania y Francia encauzarán su déficit público por debajo del 3% del PIB.

En otro orden de cosas, la cuestión de los déficit públicos sigue centrando la atención de las instituciones comunitarias. El pasado 14 de diciembre, la Comisión Europea hizo pública una valoración positiva de los esfuerzos que Alemania y Francia prevén realizar en 2005 para situar su desequilibrio público por debajo del 3% del PIB, umbral de referencia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En consecuencia, propuso la suspensión de los procesos sancionadores contra ambos estados. Sin embargo, ahora el problema podría ser la situación de Italia. Al hecho ya constatado de que las cifras de déficit público oficiales de Grecia de 1997-2003 eran inferiores a las reales, se le suma ahora la preocupación del ejecutivo comunitario por la aparente contradicción entre la evolución de la deuda pública y del déficit público italiano, ya que mientras el desequilibrio público se ha mantenido en los últimos ejercicios por debajo del 3% del PIB, la deuda pública ha superado el 106% del PIB.

Alemania: actividad al ralentí en el cuarto trimestre

La economía germana sólo crece un 1,3% en el tercer trimestre debido al impacto negativo de la demanda externa.

En el tercer trimestre de 2004, la economía germana ha visto frenado su crecimiento al avanzar el PIB un 0,1% respecto del segundo trimestre, lo que arroja un incremento interanual del 1,3%. Sólo la extraordinaria aportación de la variación de existencias al incremento del PIB, de un 2,5%, ha evitado que éste quedase por debajo del nivel de un año antes. Los restantes componentes de la demanda interna se han mostrado mucho más frágiles. El consumo privado y la formación bruta de capital fijo cayeron un 0,7% interanual, mientras que el consumo público aumentaba un escaso 0,1% interanual. Aunque estos registros son mejores que los del segundo trimestre, quedan lejos de poder compensar el notable deterioro del sector exterior. Tras aportar un 2,1% en el segundo trimestre, en el tercero la demanda externa restó un 0,8% a la variación del PIB.

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2002	2003	2003	2004				
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	0,1	-0,1	0,0	0,8	1,4	1,3	-	...
Ventas al por menor	-2,2	-0,5	-1,1	-0,5	-2,2	-1,8	-3,7	...
Producción industrial	-1,2	0,1	1,4	1,1	3,1	3,2	1,9	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	89,4	91,7	96,2	96,4	95,7	95,4	95,3	94,1
Tasa de paro (**)	10,2	10,5	10,5	10,4	10,5	10,7	10,7	10,8
Precios de consumo	1,4	1,1	1,2	1,1	1,8	1,9	2,0	1,8
Balanza comercial (***)	118,6	129,8	130,1	137,6	150,6	153,9	154,3	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

La demanda interna sigue débil en el cuarto trimestre, mientras que el sector exterior recupera parte del terreno perdido en meses anteriores.

Las tendencias anteriores se prolongan al cuarto trimestre del año. La caída de las ventas al por menor de octubre, de un 3,7% interanual, y el mantenimiento de la confianza del consumidor en niveles reducidos hasta noviembre, del orden de los 17 puntos negativos, similares a los del segundo y tercer trimestres, abundan en la atonía del gasto de los hogares. Por el contrario, el crecimiento del componente de bienes de equipo de la producción industrial (5,8% interanual en octubre) refleja el mejor comportamiento de la inversión empresarial. En esta tesitura de debilidad de la demanda interna, la recuperación del sector exterior registrada en octubre, fruto de un avance exportador superior al 13% interanual, representa un importante apoyo a la actividad.

La situación actual de la industria es de debilidad, y las perspectivas a corto plazo no son halagüeñas.

Por lo que se refiere a la oferta, lo más destacable es la ralentización industrial acaecida en octubre, cuando la producción industrial creció un 1,9% interanual, lejos del avance del 3,2% del tercer trimestre. El goteo a la baja del indicador IFO de actividad empresarial, que se inició en el segundo trimestre y que ha llevado a dicho indicador a situarse en el nivel de los 95,2 puntos en el cuarto trimestre, refleja las magras perspectivas empresariales inmediatas. Por lo que se refiere a los precios, el IPC se desaceleró al 1,8% interanual en noviembre, dos décimas porcentuales por debajo de la cifra de octubre. Menos satisfactoria es la evolución de la tasa de paro, que tras dos meses, septiembre y octubre, en el 10,7%, sumó una décima adicional en noviembre.

Francia: demanda interna en desaceleración

En Francia, la actividad pierde impulso en el final de año de la mano de un consumo menos expansivo.

La actividad puede estar entrando en una fase de menor intensidad en la economía gala. El indicador de sentimiento económico, que refleja globalmente el pulso económico, flexionó a la baja en noviembre. La estabilización del consumo interno en niveles del orden del 2% (2,1% interanual en octubre), más de un punto porcentual menores que los del tercer trimestre, y la desaceleración de la inversión (reflejada en el crecimiento mínimo del componente de bienes de equipo de la producción industrial de octubre) indican que la demanda interna está cediendo en su fortaleza.

LA ACTIVIDAD FLEXIONA A LA BAJA EN FRANCIA

Valor del índice de sentimiento económico



Al escaso empuje industrial se le suma el debilitamiento de los servicios.

Desde la perspectiva de la oferta, a un nivel sólo moderado de actividad industrial se le empieza a sumar un menor empuje de los servicios, sector hasta la fecha notablemente dinámico. Así, en octubre, la producción industrial crecía un 1,4% interanual, mientras que el indicador de confianza del sector servicios cedía, en noviembre, tres puntos. Por lo que se refiere a los precios de consumo, éstos se desaceleraron una décima porcentual en noviembre, hasta el 2,0% interanual. Por el contrario, permaneció sin cambios la tasa de paro, que se mantuvo en el 9,9% en octubre.

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

El programa de reactivación económica para 2005 se centra en la flexibilización de la semana laboral de 35 horas.

Por otra parte, cabe destacar que el ejecutivo galo ha lanzado un plan de reactivación económica centrado en la mejora del empleo. Este programa, que forma parte de un paquete más amplio que incluye medidas sociales y que se denomina «Contrato Francia 2005», se centra en la flexibilización parcial de la semana laboral de 35 horas instaurada en 2000. Concretamente, el primer ministro francés, Jean Pierre Raffarin, impulsor

del programa, propone que parte de los festivos disponibles puedan ser trabajados –una opción que ya existía, pero que estaba sujeta a múltiples restricciones y por la limitación a un máximo de 22 festivos por año– al tiempo que el límite anual de horas extraordinarias se aumentaría de 180 a 220 horas.

Italia: estancamiento en el tercer trimestre

El PIB italiano crece un 1,3% en el tercer trimestre, sin cambio respecto al segundo.

Italia sigue exhibiendo un ritmo de actividad moderado. En el tercer trimestre, el PIB avanzó un 1,3% interanual, sin aceleración alguna respecto a los meses de abril a junio. El empeoramiento del consumo, tanto público como privado, y de la inversión penalizaron las posibilidades de registrar una reactivación relevante. Así, el consumo privado creció un 0,7% interanual, por debajo del 1,0% del segundo trimestre, el consumo público cayó un 0,2% interanual tras registrar un aumento interanual del 1,2% en el trimestre precedente, y la formación bruta de capital fijo se desaceleró hasta el 2,4% interanual (2,9% interanual en el trimestre anterior). Por el contrario, la aportación de la variación de existencias pasó de ser negativa en el segundo trimestre a nula en el tercero. Por su parte, la demanda externa aportó un 0,5% a la variación del PIB, idéntica a la del segundo trimestre.

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

Una cierta recuperación de la confianza del consumidor, nota positiva de la coyuntura italiana.

Por lo que se refiere a los últimos indicadores mensuales conocidos, cabe destacar, por lo que representa de novedad, la recuperación de la confianza del consumidor acaecida en los meses de octubre y noviembre. Con todo, los indicadores de consumo no cualitativos todavía no registran esta mejoría (las ventas al por menor cayeron un 2,0% interanual en septiembre). Por el lado de la oferta, las dificultades de la industria siguen sin reducirse. En octubre, la producción industrial retrocedió un 0,5% interanual, sólo marginalmente mejor que el descenso interanual del 0,6% del tercer trimestre. Los precios de consumo, por su parte, y en línea con lo sucedido en el resto de la eurozona, se desaceleraron hasta el 1,9% interanual en noviembre debido a la menor presión de la energía.

Reino Unido: el consumo enfría su ritmo

En el tercer trimestre, Reino Unido crece un 3,1%.

La desaceleración de la demanda interna durante el tercer trimestre situó el avance del PIB en el 3,1% interanual, cuatro décimas porcentuales menos que en el segundo. Aunque el consumo privado ha perdido parte de impulso al crecer sólo un 3,5% interanual (3,8% en el segundo trimestre), la principal causa de dicha menor actividad interna ha sido la ralentización de la inversión. Ésta pasó de registrar un incremento interanual del 7,5% interanual en el segundo trimestre al 4,6% actual. Más positiva ha sido, por el contrario, la contribución del sector exterior que restó un 0,7% a la variación del PIB, a comparar con el drenaje del 1,0% del trimestre anterior.

Menor dinamismo del gasto de los hogares y pérdida de ritmo en la industria.

El año 2004 cerrará en una tónica similar: el consumo se desacelera y la inversión pierde impulso. Así, las ventas al por menor avanzaron un 6,1% interanual en noviembre, un registro notable, pero lejos del promedio del tercer trimestre, que fue del 6,6%. Por su parte, la producción industrial de bienes de equipo se frenó al 1,6% interanual en octubre, cerca de dos puntos porcentuales por debajo del registro del tercer trimestre. La pérdida de actividad tiene, por el lado de la oferta, su reflejo más claro en la caída de la producción industrial, que alcanzó el 1,7% interanual en octubre. Finalmente, cabe destacar que, en noviembre, los precios de consumo se situaron en el 2,2% interanual, mientras que el paro repetía en el mínimo histórico del 2,7%.

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2002	2003	2003	2004				
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	1,8	2,2	2,7	3,0	3,5	3,1	-	...
Ventas al por menor	6,8	2,8	3,1	6,2	6,7	6,6	5,6	6,1
Producción industrial	-2,5	-0,1	0,5	-0,1	1,3	-0,4	-1,7	...
Tasa de paro (*)	3,0	2,9	2,9	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7
Precios de consumo	2,2	2,8	2,6	2,3	2,2	2,1	2,1	2,2
Balanza comercial (**)	-43,5	-46,9	-47,5	-50,2	-53,4	-56,2	-57,4	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

MERCADOS FINANCIEROS

MERCADOS MONETARIOS Y DE CAPITAL

La Reserva Federal eleva tipos por quinta vez en seis meses

La Fed sitúa el tipo de interés de referencia en el 2,25%, un nivel todavía inferior al de la tasa de inflación...

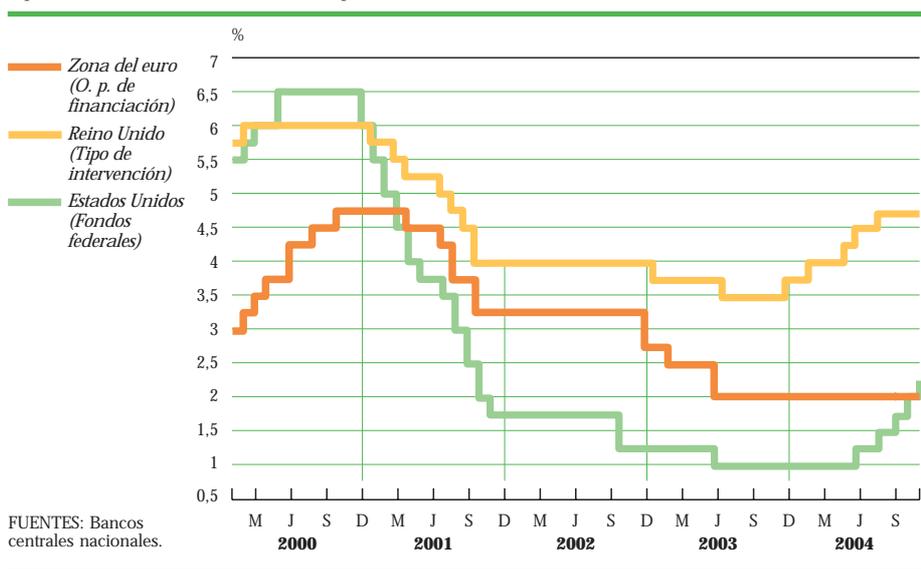
En Estados Unidos la Reserva Federal subió sus tipos de interés de referencia en 25 puntos básicos por quinta vez consecutiva el día 14 de diciembre, tal como se esperaba. De este modo, el nivel objetivo de los fondos federales –depósitos interbancarios a un día– se colocó en el 2,25% y la tasa de descuento, en el 3,25%. Así, el principal tipo de referencia se ha más que doblado desde junio. No obstante, todavía es negativo en términos reales, es decir, restando la tasa de inflación. Por otro lado, el tipo de interés de referencia de la Fed supera el correspondiente del Banco Central Europeo por primera vez desde abril del año 2001.

...y apunta a nuevas subidas...

En su comunicado de prensa, la Fed constataba que el crecimiento económico proseguía a un ritmo moderado y que el mercado laboral continuaba mejorando gradualmente. Asimismo, manifestó que las expectativas para la inflación eran relativamente bajas. En este contexto, reiteró que la laxitud de la política monetaria podía ser anulada gradualmente. Sin embargo, previno que vigilaría atentamente los cambios en las perspectivas económicas para cumplir el objetivo de la estabilidad de precios.

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES: LA FED SUPERA AL BCE

Tipos de interés de referencia de la política monetaria



...que posiblemente lo situarán en el 3% en la segunda mitad de 2005.

El tipo de interés de los depósitos interbancarios a un año estadounidenses interrumpió su carrera ascendente el día 3 de diciembre tras la publicación de un dato decepcionante de creación de empleo en noviembre. Sin embargo, con la aparición de indicadores económicos de tono positivo el rendimiento de estos depósitos volvió a orientarse al alza posteriormente. De esta manera, a mediados de la cuarta semana del mes se situaba en el 3,09%, 169 puntos básicos por encima del nivel del final de 2003. De acuerdo con la curva de tipos de interés el mercado descuenta nuevas alzas del tipo de interés oficial norteamericano hasta colocarse por encima del 3% a mediados de 2005.

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 de Inglaterra (4)	Tres meses	Tres meses
		Tres meses	Un año						
2003									
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
2004									
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	2,00	2,11	2,40	1,25	1,47	0,00	4,42	4,71	0,41
Julio	2,01	2,12	2,36	1,25	1,59	0,00	4,50	4,77	0,50
Agosto	2,01	2,11	2,30	1,43	1,70	0,00	4,72	4,88	0,54
Septiembre	2,02	2,12	2,38	1,59	1,88	0,00	4,75	4,85	0,67
Octubre	2,03	2,15	2,32	1,75	2,06	0,00	4,75	4,81	0,71
Noviembre (*)	2,05	2,17	2,33	1,92	2,28	0,00	4,75	4,79	0,75
Diciembre (1)	2,07	2,18	2,34	2,25	2,52	0,00	4,75	4,84	0,74

NOTAS: (*) Cifras provisionales.

(1) Día 23.

(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%), 10-8-04 (1,50%), 21-9-04 (1,75%), 10-11-04 (2,00%), 14-12-04 (2,25%).

(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%), 5-8-04 (4,75%).

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

El BCE corta las especulaciones sobre una posible rebaja del tipo de interés principal del Eurosistema por la apreciación del euro...

En la zona del euro, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) mantuvo su tipo de interés de referencia en el nivel fijado en junio de 2003, el 2,00%, en su reunión de principios de diciembre. El presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, señaló que el tipo de interés de referencia del BCE se hallaba en el nivel adecuado para el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo. Asimismo, repitió que los recientes movimientos del euro no eran «bienvenidos», pero sin avanzar nada más al respecto. Por otra parte, cortó algunas especulaciones de días anteriores sobre una posible rebaja del tipo de interés oficial del BCE debido a la apreciación de la moneda única europea.

...y aunque espera que la inflación baje del límite del 2% en 2005, reconoce riesgos al alza.

Por otra parte, se presentaron las nuevas proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE. En ellas se rebaja ligeramente el crecimiento económico para 2005. En cuanto a la inflación, la banda prevista para el conjunto de 2005 resulta del 1,5%-2,5% y del 1,0%-2,2% en 2006. Aunque se espera, pues, que la inflación, en el 2,2% en noviembre, caiga por debajo del límite objetivo del 2% en 2005, el presidente Trichet reconoció la existencia de riesgos al alza, por lo que afirmó que el BCE estaría vigilante. En este sentido, el crecimiento del agregado amplio M3, el 5,8% en tasa interanual en noviembre, notablemente por encima del nivel de referencia del 4,5%, y una expansión del crédito al sector privado del 6,8% sugieren un exceso de liquidez, con el consiguiente peligro para la estabilidad de los precios a largo plazo.

El mercado no espera el inicio del giro restrictivo del BCE hasta el segundo semestre de 2005.

En esta tesitura, el euríbor a 3 meses se ha estabilizado en torno al 2,18% en las últimas semanas. El euríbor a 12 meses aumentó muy livianamente en un punto básico en noviembre hasta el 2,33%, pero que es inferior en 8 puntos básicos al nivel de un año antes. El euríbor a un año descendió a principios de diciembre al apreciarse la divisa europea. No obstante, más tarde volvió a subir ligeramente. El conjunto de los operadores monetarios no espera el inicio del giro restrictivo del BCE hasta el segundo semestre de 2005.

El déficit con el exterior, por un ahorro insuficiente, presiona el dólar a la baja.

Máximo histórico del euro contra el dólar

El dólar se ha depreciado notablemente en los últimos meses a pesar de cinco elevaciones del tipo de interés de referencia de la Reserva Federal. La caída de la moneda de Estados Unidos se ha producido por la presión de unos déficit comercial y por cuenta corriente con el exterior en niveles récord. La reelección del presidente George W. Bush no ayudó al billete verde, pues se teme que la política económica que propugna no va a corregir el déficit presupuestario y tampoco el déficit exterior. Ade-

EL DÓLAR MARCA LA COTA MÍNIMA DE LOS ÚLTIMOS AÑOS
Tipo de cambio efectivo nominal del dólar



más, se cree que algunos inversores privados de Oriente Medio han acelerado sus ventas de activos en dólares por el temor a que se produzca una congelación de sus fondos como parte de la campaña contra el terrorismo. Por otra parte, los últimos datos publicados de transacciones con el exterior apuntan a un menor interés de los inversores extranjeros en los activos norteamericanos.

El dólar cae el 17% respecto al máximo de enero de 2002.

De este modo, el dólar marcó el nivel mínimo desde noviembre de 1997 respecto a un conjunto amplio de divisas el día 6 de diciembre. Esta cota representaba una caída del 16,9% en relación con el máximo de enero de 2002. No obstante, posteriormente se recuperó en cierto grado con la contribución de intervenciones verbales en contra de su alza por parte de autoridades europeas, de positivos indicadores macroeconómicos y de la publicación de un déficit exterior por cuenta corriente del tercer trimestre inferior a lo pronosticado.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS Noviembre 2004

	Última sesión del mes		Tipo de cambio medio	Datos mensuales			Tipo de cambio 23-12-2004
	Tipo de cambio	% de variación mensual (2)		% variación (2)			
				Mensual	s/diciembre 2003	Anual	
Frente al dólar de EE.UU.							
Yen japonés	103,0	-2,5	104,7	-3,8	-2,8	-4,1	103,6
Libra esterlina (1)	1,909	4,0	1,861	3,0	6,1	10,1	1,923
Franco suizo	1,140	-4,6	1,170	-5,2	-7,3	-12,1	1,144
Dólar canadiense	1,188	-2,5	1,196	-4,1	-8,8	-8,9	1,233
Peso mexicano	11,24	-2,6	11,37	-0,2	1,1	2,0	11,14
<i>Índice efectivo nominal (4)</i>	<i>108,8</i>	<i>-2,7</i>	<i>110,2</i>	<i>-2,6</i>	<i>-3,7</i>	<i>-5,1</i>	<i>109,0</i>
Frente al euro							
Dólar de EE.UU.	1,330	4,4	1,299	4,0	5,7	11,0	1,346
Yen japonés	136,5	1,0	136,1	0,1	2,7	6,5	139,9
Franco suizo	1,511	-1,2	1,522	-1,4	-2,1	-2,4	1,544
Libra esterlina	0,697	0,1	0,699	1,0	-0,5	0,8	0,701
Corona sueca	8,924	-1,4	8,998	-0,7	-0,3	0,0	9,028
Corona danesa (3)	7,429	-0,1	7,431	-0,1	-0,1	-0,1	7,438
Zloty polaco	4,208	-2,7	4,257	-1,4	-8,6	-7,8	4,072
Corona checa	30,99	-1,7	31,29	-0,7	-3,3	-2,2	30,60
Forint húngaro	245,7	-0,1	245,4	-0,5	-7,2	-5,4	245,9
<i>Índice efectivo nominal (5)</i>	<i>106,4</i>	<i>1,4</i>	<i>105,6</i>	<i>1,4</i>	<i>1,2</i>	<i>4,3</i>	<i>107,6</i>

NOTAS: (1) Unidades por libra esterlina.

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

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

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

(5) Índice de tipo de cambio efectivo nominal del euro del Banco Central Europeo. Calculado como media ponderada del valor bilateral del euro contra las monedas de los 23 principales socios comerciales de la zona del euro. Base: 1-1999 = 100.

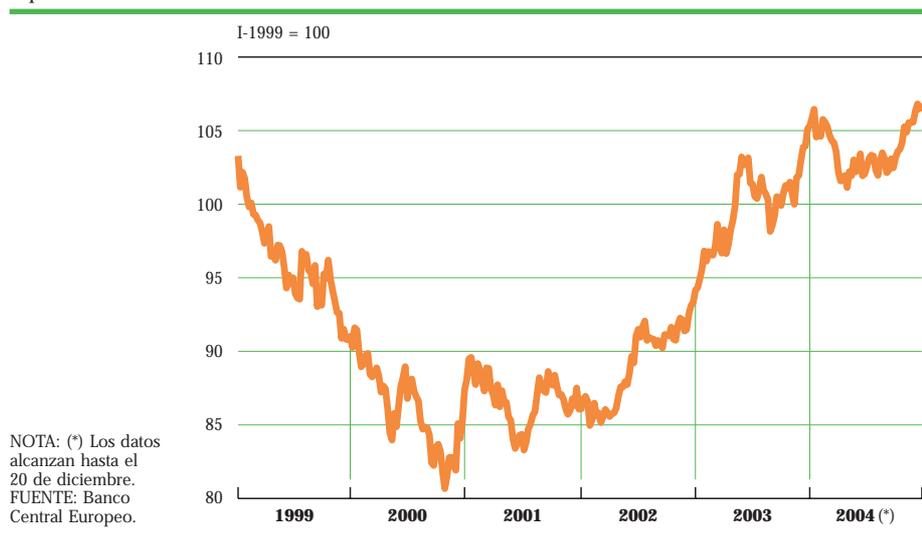
FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

El euro sube el 63% en relación con el mínimo de octubre del año 2000 frente al dólar.

El descenso del dólar ha repercutido en las monedas que flotan libremente, entre ellas el euro. En efecto, la moneda única europea el día 7 de diciembre anotó un máximo histórico de 1,346 dólares, con una subida del 6,5% desde el final de 2003 y del 63,1% con relación al mínimo de octubre del año 2000. No obstante, luego el euro se tomó un respiro después de una fortísima subida del 8,4% desde finales de septiembre. El fortalecimiento del euro es el reflejo del declive del dólar, ya que ha actuado como alternativa a éste, al ser la segunda divisa más líquida. En términos amplios, el euro también se ha apreciado en los últimos meses. Así, en la cuarta semana de diciembre la moneda europea registró el máximo desde su lanzamiento a principios de 1999 en relación con el conjunto de las divisas de los 23 principales socios comerciales, si bien sólo mostraba un aumento del 1,6% respecto al final de 2003.

EL EURO SE CONVIERTE EN UNA MONEDA FUERTE

Tipo de cambio efectivo nominal del euro



La libra esterlina marca un máximo contra el dólar desde 1992...

La libra esterlina también se ha apreciado contra el dólar. Así, el día 20 de diciembre marcó la cota máxima desde septiembre de 1992 al pagarse a 1,947 dólares. La difuminación de las expectativas de una rebaja del tipo de interés oficial del Banco de Inglaterra en 2005 apoyó a la libra en las primeras semanas de diciembre. No obstante, en la cuarta semana del mes rebrotaron al conocerse las actas de la reunión de diciembre del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra y la libra esterlina se debilitó.

...y el franco suizo, desde octubre de 1995.

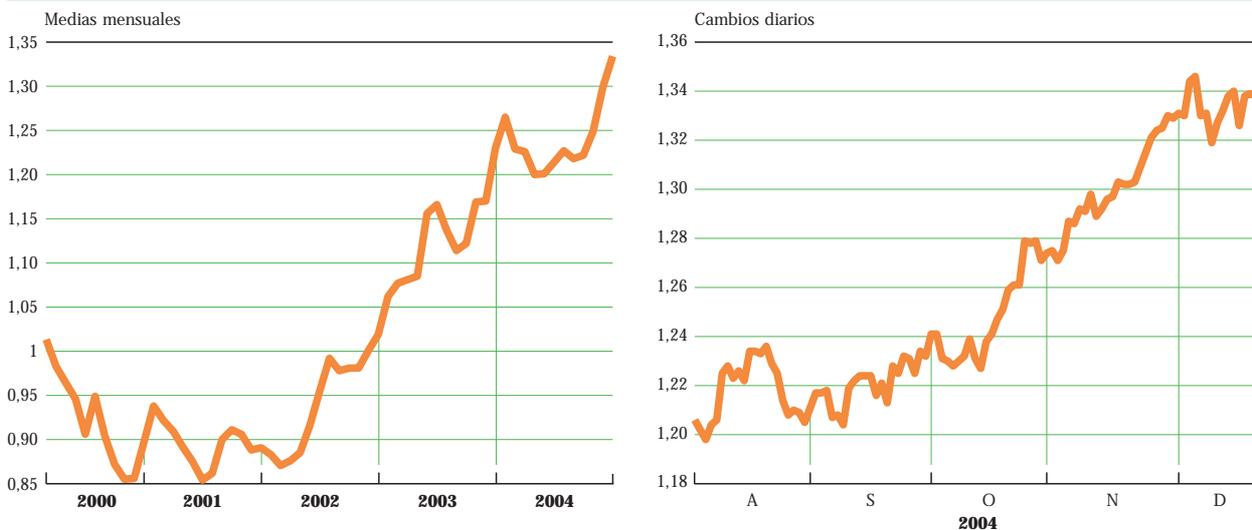
El franco suizo también ha actuado como moneda refugio. De esta forma, el día 3 de diciembre registró el nivel máximo con respecto al dólar desde octubre de 1995. La subida del franco suizo fue acogida negativamente por las autoridades económicas helvéticas, ya que perjudica las exportaciones del país transalpino. Sin embargo, el franco suizo ha bajado posteriormente contra la divisa norteamericana y también frente al euro, si bien muestra una apreciación respecto al final de 2003 contra ambas monedas.

La corona eslovaca registra la cota máxima histórica respecto al euro.

Por otra parte, la corona eslovaca marcó la cota máxima histórica contra el euro en diciembre. La corona checa anotó el nivel máximo desde octubre de 2002 frente a la moneda europea. Otra divisa de los países del Este de Europa, el zloty polaco, registró la cotización máxima contra la moneda única desde enero de 2003. Estas divisas se han beneficiado de la incorporación de sus respectivos estados emisores como países miembros de la Unión Europea desde mayo de 2004. Entre ellas, la corona eslovaca es precisamente la que probablemente se incorporará antes al euro.

EL EURO SE TOMA UN RESPIRO CONTRA EL DÓLAR

Dólares de Estados Unidos por euro



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 23 de diciembre.

FUENTES: OCDE, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

La subida del yen no es del agrado de las autoridades japonesas, que podrían volver a intervenir.

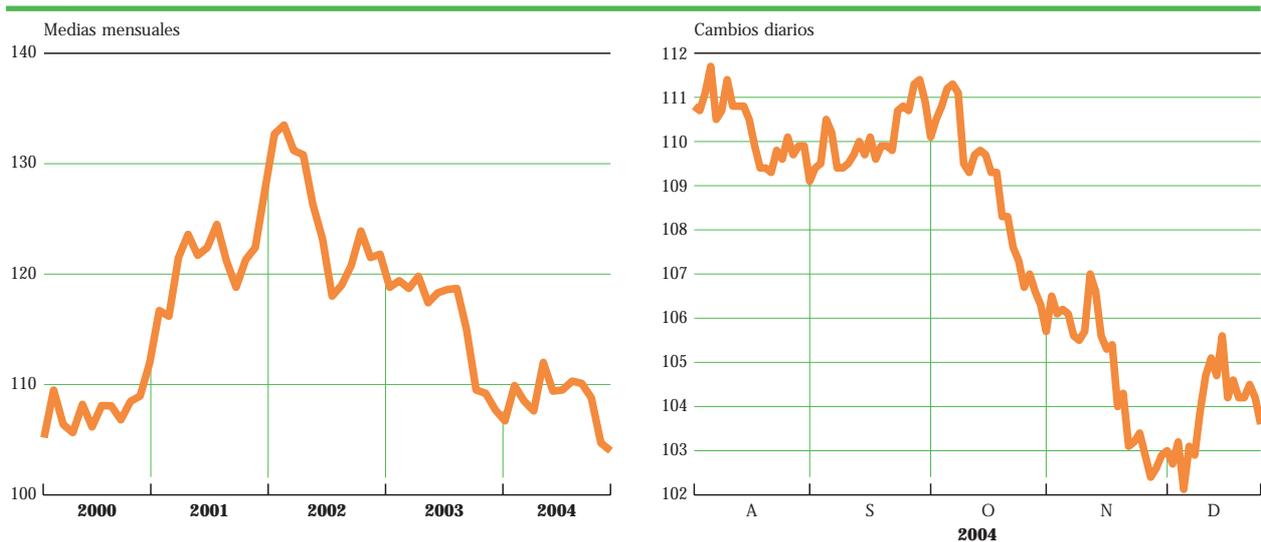
El yen marcó la cota máxima desde enero de 2000 el día 3 de diciembre al pagarse a 102,1 unidades por dólar, con una subida del 5,1% respecto al final de 2003. El fortalecimiento del yen no fue del agrado de las autoridades japonesas, que manifestaron su disconformidad, al perjudicar las exportaciones niponas. No obstante, por el momento parece que no se han producido intervenciones en los mercados de cambios, a diferencia del primer trimestre del año, en que se produjeron abultadas actuaciones. Cabe señalar que actualmente la economía del país del sol naciente se halla en mejor forma que entonces para afrontar un yen más alto.

El won anota el nivel máximo desde 1997 respecto al dólar.

Finalmente, el won coreano también ha subido contra el dólar últimamente. Así, la moneda coreana ha registrado los niveles máximos desde noviembre de 1997. En cambio, otras monedas asiáticas siguen ancladas con el dólar, principalmente el yuan chino.

EL YEN REGISTRA EL MÁXIMO FRENTE AL DÓLAR DESDE ENERO DE 2000

Yenes por dólar



NOTA: Los tipos alcanzan hasta el 23 de diciembre.

FUENTES: OCDE, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

El rendimiento de los bonos públicos alemanes registra el mínimo de los últimos dieciocho meses

La rentabilidad de los bonos del Tesoro de Estados Unidos se coloca ligeramente por debajo del nivel de principios de 2004.

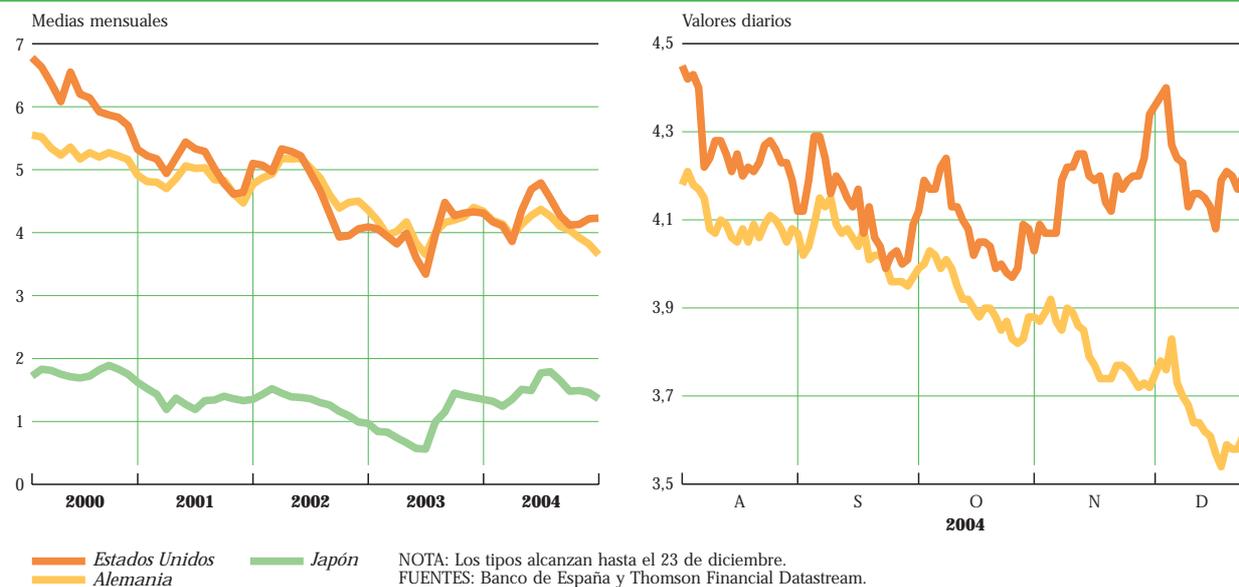
En las primeras semanas de diciembre, las rentabilidades de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a largo plazo han experimentado fluctuaciones en función de las expectativas sobre los tipos de interés oficiales. Así, a principios de mes el rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años subió hasta el 4,40%, cota máxima desde agosto, al pensarse que la Reserva Federal podía elevar su tipo de interés de referencia más agresivamente de lo descontado. No obstante, posteriormente se modularon las perspectivas alcistas de los tipos de interés oficiales, y la rentabilidad de los bonos del Tesoro tendió a oscilar a la baja. De esta manera, en la cuarta semana de diciembre el rendimiento de estos activos se situaba ligeramente por debajo del nivel del comienzo de 2004.

El tipo de interés de los bonos públicos alemanes a 30 años, en un mínimo histórico.

En Alemania, el precio de los bonos públicos, que evoluciona inversamente a los rendimientos, ha seguido elevándose en las últimas semanas. La fortaleza del euro, que perjudica el crecimiento económico de la eurozona, ha contribuido a este movimiento. De esta manera, el día 16 de diciembre la rentabilidad de los bonos del Estado alemanes a 10 años cayó hasta el 3,54%, nivel mínimo desde junio de 2003. Por otro lado, el tipo de interés de los bonos germanos a 30 años marcó una cota mínima histórica en el 4,14% en la misma jornada. De este modo, el diferencial de tipos de interés a largo plazo entre Estados Unidos y Alemania se ha ampliado hasta unos 60 puntos básicos.

AUMENTO DEL DIFERENCIAL DE TIPOS DE INTERÉS ENTRE LA DEUDA PÚBLICA DE ESTADOS UNIDOS Y ALEMANIA

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



TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

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

	2002	2003	2004					
			I	II	III	Octubre	Noviembre	23 diciembre
Estados Unidos	4,65	4,04	4,05	4,64	4,34	4,13	4,22	4,22
Japón	1,27	0,99	1,30	1,59	1,64	1,49	1,46	1,32
Alemania	4,80	4,10	4,09	4,26	4,13	3,92	3,82	3,60
Francia	4,88	4,13	4,11	4,31	4,16	3,98	3,86	3,61
Italia	5,04	4,24	4,24	4,47	4,31	4,08	3,96	3,70
España	4,96	4,12	4,12	4,31	4,17	3,97	3,85	3,54
Reino Unido	4,93	4,53	4,83	5,14	5,05	4,82	4,74	4,45
Suiza	3,02	2,47	2,46	2,74	2,70	2,50	2,41	2,26

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

Baja el rendimiento de los bonos públicos nipones a 10 años.

En Japón, el rendimiento de los bonos a 10 años también se ha deslizado a la baja en las primeras semanas de diciembre. Así, la rentabilidad de los bonos del Estado a 10 años volvió a los niveles de principios de 2004, por debajo del 1,40%.

Balance global positivo de las bolsas en 2004

Después de bastantes sobresaltos, las bolsas reemprenden la senda alcista en la parte final del año.

El relanzamiento de las bolsas de valores iniciado en 2003 se truncó en los primeros meses de 2004 en un contexto de escalada del precio del petróleo, expectativas de un giro alcista de los tipos de interés y amenaza latente del terrorismo internacional. De esta manera, comenzó un periodo de sobresaltos en los mercados bursátiles, que llevó a algunos índices a per-

der la par del año. No obstante, una vez que el precio del crudo tocó techo hacia finales de octubre y que se consolidó la perspectiva de alzas graduales y moderadas del tipo de interés de la Reserva Federal, las bolsas reemprendieron con brío la senda alcista.

Unos tipos de interés bajos y la recuperación de los beneficios apoyan a las bolsas.

La remontada de las bolsas fue apoyada por unos tipos de interés de la deuda pública en niveles bajos y por la recuperación de los beneficios empresariales. En las últimas semanas, los mercados bursátiles se animaron también con una serie de operaciones empresariales. De esta forma, cuando

BOLSAS INTERNACIONALES

Índices a fin de mes



NOTA: Diciembre 2004, día 23. FUENTE: Thomson Financial Datastream.

falta poco para cerrar el ejercicio los mercados bursátiles internacionales presentan un balance anual positivo, si bien con notables diferencias.

El índice Standard & Poor's anota el máximo desde agosto de 2001.

En Estados Unidos, la aparición de indicadores económicos de tono más bien favorable ha apoyado a las bolsas en las últimas semanas. Así, el índice Standard & Poor's 500 el día 23 de diciembre registró el máximo desde agosto de 2001. En la cuarta semana de diciembre este índice presentaba una revalorización del 9% en relación con el final de 2003. El índice Nasdaq general, representativo de los valores tecnológicos, recuperó los niveles de junio de 2001, y mostraba un balance acumulado del 8%. Por su parte, el tradicional índice Dow Jones Industrials obtenía menores ganancias.

El sector de la energía capitaliza el encarecimiento del petróleo.

Los grandes sectores del índice Standard & Poor's 500 han tenido una evolución favorable en 2004, en general. Destacó el buen comportamiento del sector de la energía, capitalizando los elevados precios del petróleo. También experimentaron un registro especialmente positivo las empresas de servicios públicos y las telecomunicaciones. La excepción fue el sector sanitario, que se situó en zona de pérdidas.

La Bolsa de Milán recupera la cota de mayo de 2002.

Los índices bursátiles de la eurozona también han conseguido avances notables en 2004, aunque la subida del euro les ha restado empuje, porque perjudica las exportaciones europeas. El índice DJ Eurostoxx 50, representativo de las mayores sociedades de la eurozona, en la cuarta semana de diciembre ostentaba unas plusvalías del 7% con relación al final de 2003. Entre las principales bolsas europeas, la italiana y la española fueron las que lograron las mayores ganancias acumuladas, del orden del 17%. En la cuarta semana de diciembre, el índice Mibtel de la bolsa de Milán marcó el nivel máximo desde abril de 2002, y el índice IBEX 35 de las bolsas españolas registró la cota máxima desde julio de 2001.

La Bolsa de Tokio finaliza el año con un avance moderado.

Fuera de la zona del euro, el índice Financial Times 100 de la Bolsa de Londres presentó un incremento acumulado similar al de las bolsas europeas. El índice SMI de la bolsa suiza presentaba un balance positivo, pero no tan favorable. El índice Nikkei 225 de Japón finaliza el año con un avance relativamente modesto después de haber llegado a alcanzar un alza acumulada del 14%. El encarecimiento del petróleo y la apreciación del yen, con el consiguiente ensombrecimiento de las perspectivas económicas, afectaron a la bolsa nipona.

Brillante ejercicio del IBEX 35, que vuelve a los niveles de julio de 2001.

Por lo referente a la bolsa española, el índice IBEX 35 superó brillantemente un ejercicio con una volatilidad considerable. La buena marcha de los beneficios estimuló el ascenso de las cotizaciones de las acciones. De este modo, en la cuarta semana de diciembre el índice IBEX 35 superó los 9.000 puntos, recuperando las cotas de mediados de 2001. El avance con relación al mínimo de marzo de 2003 era de más del 65%.

Los mercados emergentes logran las mayores plusvalías.

Las bolsas de los países emergentes fueron las protagonistas del ejercicio 2004 al lograr los mejores resultados. Destacaron los mercados bursátiles de los países latinoamericanos y los de Europa del Este y Central. Los bajos niveles de los tipos de interés internacionales favorecieron el dinamismo de sus economías. Asimismo, la apetencia de los inversores por activos que posibilitasen mayores rentabilidades también impulsó los índices de los mercados emergentes.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES
30-11-2004

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual	Cotización a 23-12-04	
					% variación acumulada	% variación sobre la misma fecha de 2001
Nueva York						
<i>Dow Jones</i>	10.428,0	4,0	-0,2	6,6	3,6	7,9
<i>Standard & Poor's</i>	1.173,8	3,9	5,6	10,9	8,8	5,7
<i>Nasdaq</i>	2.096,8	6,2	4,7	7,0	7,8	11,0
Tokio	10.899,3	1,2	2,1	7,9	5,0	8,5
Londres	4.703,2	1,7	5,1	8,3	6,9	-7,2
Zona del euro						
<i>Francfort</i>	4.126,0	4,2	4,1	10,1	7,2	-15,3
<i>París</i>	3.753,8	1,3	5,5	9,6	7,4	-15,1
<i>Amsterdam</i>	337,2	2,0	-0,1	1,5	3,2	-29,7
<i>Milán</i>	22.379,0	3,1	12,3	11,2	17,8	4,6
<i>Madrid</i>	8.693,0	3,3	12,4	19,9	17,0	9,3
Zurich	5.444,2	1,5	-0,8	2,4	3,8	-10,5
Hong Kong	14.060,1	7,7	11,8	14,1	13,2	27,6
Buenos Aires	1.213,1	-5,8	13,2	21,7	26,6	323,3
São Paulo	25.128,0	9,0	13,0	24,5	16,4	93,6

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

**La bolsa mexicana
dobla su valoración en
menos de dos años.**

El notable crecimiento económico de Latinoamérica se reflejó en unos elevados aumentos de los índices bursátiles de la región. Destacó la bolsa mexicana, que marcó cotas máximas históricas, doblando su valoración en menos de dos años. Los altos precios del petróleo influyeron en esta evolución, dadas las exportaciones de petróleo de México. Las bolsas argentina y brasileña también anotaban importantes ganancias sobre el final de 2003, superiores al 15%.

**Impresionante rebote
de la bolsa india des-
de mayo.**

En el continente asiático, el índice Hang Seng de la Bolsa de Hong Kong presentaba un buen balance acumulado, con un incremento superior al 13%. Ha sido impresionante el rebote de la bolsa india, impulsada por un fuerte crecimiento industrial y de los servicios informáticos. El índice Sensex de la Bolsa de Bombay anotó una subida acumulada superior al 10%, cuando la incertidumbre creada después de las elecciones legislativas de mayo le llegó a situar en terreno negativo.

ACTIVIDAD ECONÓMICA

Indicadores de actividad: buen tono al final de 2004

Continúa el dinamismo de la demanda interna.

La actividad económica española mantenía un tono bastante firme, salvo algunas excepciones, al final de 2004, gracias al renovado dinamismo de la demanda interna, tanto de consumo como de inversión, aunque el elevado déficit exterior continuaba ejerciendo un claro efecto moderador sobre el crecimiento global del producto interior bruto (PIB). En este contexto, el consumo de electricidad ha mantenido un ritmo expansivo relativamente alto en los últimos meses (cerca del 4,0% interanual en términos de ciclo-tendencia, depurando los efectos de temperatura y calendario), pero sin la aceleración mostrada a mediados de 2004.

EL CONSUMO ELÉCTRICO MANTIENE UNA TASA DE CRECIMIENTO ELEVADA

Variación interanual del consumo de electricidad



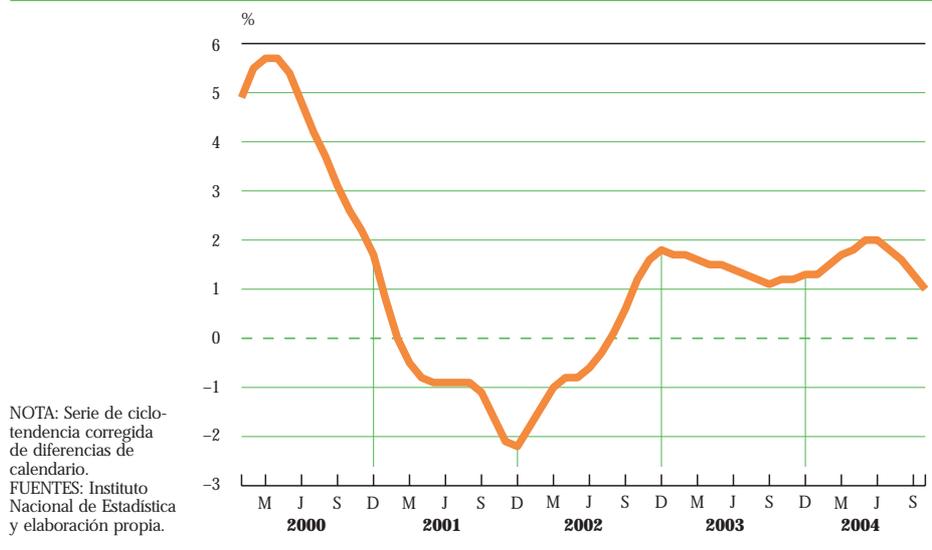
No se consolida con claridad la recuperación apuntada en la industria...

Por otra parte, la industria no ha logrado consolidar en los últimos meses la recuperación observada con anterioridad. El descenso interanual del 1,5% que registró el índice de producción general (filtrado de efectos de calendario) en octubre se enmarca en la desaceleración del crecimiento apuntada en términos de ciclo-tendencia. Las actividades que tuvieron un comportamiento más favorable durante los diez primeros meses de 2004 fueron las correspondientes a alimentación, siderurgia, maquinaria y material eléctrico, vehículos a motor y papel y edición, con incrementos

medios en sus respectivos índices de producción situados entre el 1% y el 5%, con respecto al mismo periodo del año anterior. En sentido opuesto, cabe citar los descensos anotados en los índices del sector textil, confección y peletería, industria química y fabricación de muebles (entre el 1% y el 6%) y los más acentuados, correspondientes a construcción de equipos informáticos (34,6%), industria electrónica (11,4%) y curtidos (13,5%).

SIGNOS DE DEBILIDAD EN LA INDUSTRIA

Variación interanual del índice de producción industrial



...pero la construcción mantiene un pulso muy firme.

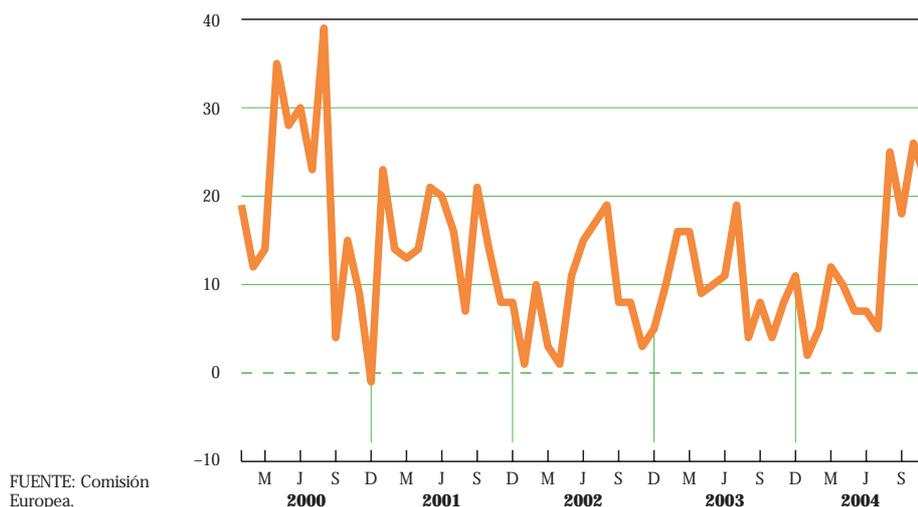
En cambio, la actividad constructora continúa reflejando un considerable dinamismo. El fuerte crecimiento del consumo de cemento en octubre (13,7% interanual) se inscribe en la tendencia de fondo alcista que ha retomado dicha serie en los últimos meses. En la misma línea, algunos indicadores anticipados, como el número de viviendas correspondientes a visados de obra nueva, mantienen un fuerte ritmo expansivo. No puede causar extrañeza en este contexto que el indicador de confianza del sector se situara al final de 2004 en un nivel relativamente alto (superior a 20 puntos), claramente por encima del existente en los meses iniciales de dicho año.

Buen tono en los servicios, pero tendiendo a moderar su ritmo expansivo.

Por lo que se refiere a los servicios, el tono es en general positivo, aunque se aprecia una ligera desaceleración de la actividad en los últimos meses, de acuerdo con la evolución de los principales indicadores. A la misma conclusión se llega a través de algunas informaciones cualitativas, como el indicador de confianza del sector elaborado por la Comisión Europea, que se movió en torno a 16 puntos durante el tercer trimestre y descendió a 13 en octubre, frente a la media de 23 puntos registrada durante la primera mitad de 2004. En una trayectoria similar se inscribe la evolución del índice PMI, construido a partir de las opiniones de los gestores de compras.

AUMENTA LA CONFIANZA EN EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN

Diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas



INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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.

Reactivación del turismo en los meses finales de 2004.

No obstante, el turismo, que tuvo un comportamiento poco satisfactorio en la temporada estival, ha experimentado una sensible mejora en los meses finales del año. El número de turistas extranjeros creció en torno a un 9,0% interanual durante los meses de octubre y noviembre, lo que se tradujo en un aumento significativo de las pernoctaciones registradas en hoteles por parte de dicho colectivo, en contraste con la negativa evolución anterior. Por otra parte, prosiguió en estos dos meses el auge del turismo interior, con un espectacular aumento de las pernoctaciones de españoles, superior al 12%.

Resultados dispares en los transportes.

En relación con los transportes, se aprecian resultados muy dispares: crecimiento elevado, aunque tendiendo a desacelerarse, del tráfico aéreo de pasajeros; ritmo expansivo muy fuerte del tráfico marítimo de pasajeros; crecimiento discreto del transporte de viajeros por carretera y, por último, retrocesos en el transporte por ferrocarril, tanto en las líneas de pasajeros como en las expediciones de mercancías.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2002	2003	2004				
			I	II	III	Octubre	Noviembre
Consumo							
Producción de bienes de consumo (*)	2,4	0,2	-0,1	-0,7	0,1	-2,2	...
Importación de bienes de consumo (**)	5,0	10,0	20,4	16,6	11,5	...	...
Matriculaciones de automóviles	-6,6	3,8	20,9	9,6	5,3	-1,7	13,4
Crédito al consumo de bienes duraderos	12,6	1,6	3,7	4,8	4,4	-	-
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-11,6	-13,7	-11,7	-9,3	-11,7	-12,0	-10,0
Inversión							
Producción de bienes de equipo (*)	-4,9	0,5	1,3	3,7	4,5	-4,4	...
Importación de bienes de equipo (**)	-5,8	16,8	18,7	14,3	21,7	...	...
Matriculación de vehículos industriales	-6,0	13,5	14,9	13,1	9,4	-2,8	19,9
Comercio exterior (**)							
Importaciones no energéticas	3,7	7,4	8,9	10,6	12,1	...	...
Exportaciones	1,4	6,2	7,3	2,2	6,9	...	...

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.

Evolución favorable del consumo, pero con signos de debilidad en algunos capítulos, como el del comercio minorista.

Por el lado de la demanda, el tono del consumo continúa siendo bastante positivo, si atendemos, por ejemplo, a la evolución del indicador de disponibilidades de bienes de dicha naturaleza (producción interior más importaciones menos exportaciones) elaborado por el Ministerio de Economía. En los últimos meses, el citado índice ha mantenido un ritmo expansivo elevado, pero sin la fuerte aceleración reflejada en la primera mitad de 2004. Por el contrario, la encuesta de comercio al por menor muestra resultados menos convincentes, con un crecimiento mínimo del índice general de ventas durante el tercer trimestre (1,0% interanual, descontando la inflación) y el descenso del 0,9% real en octubre.

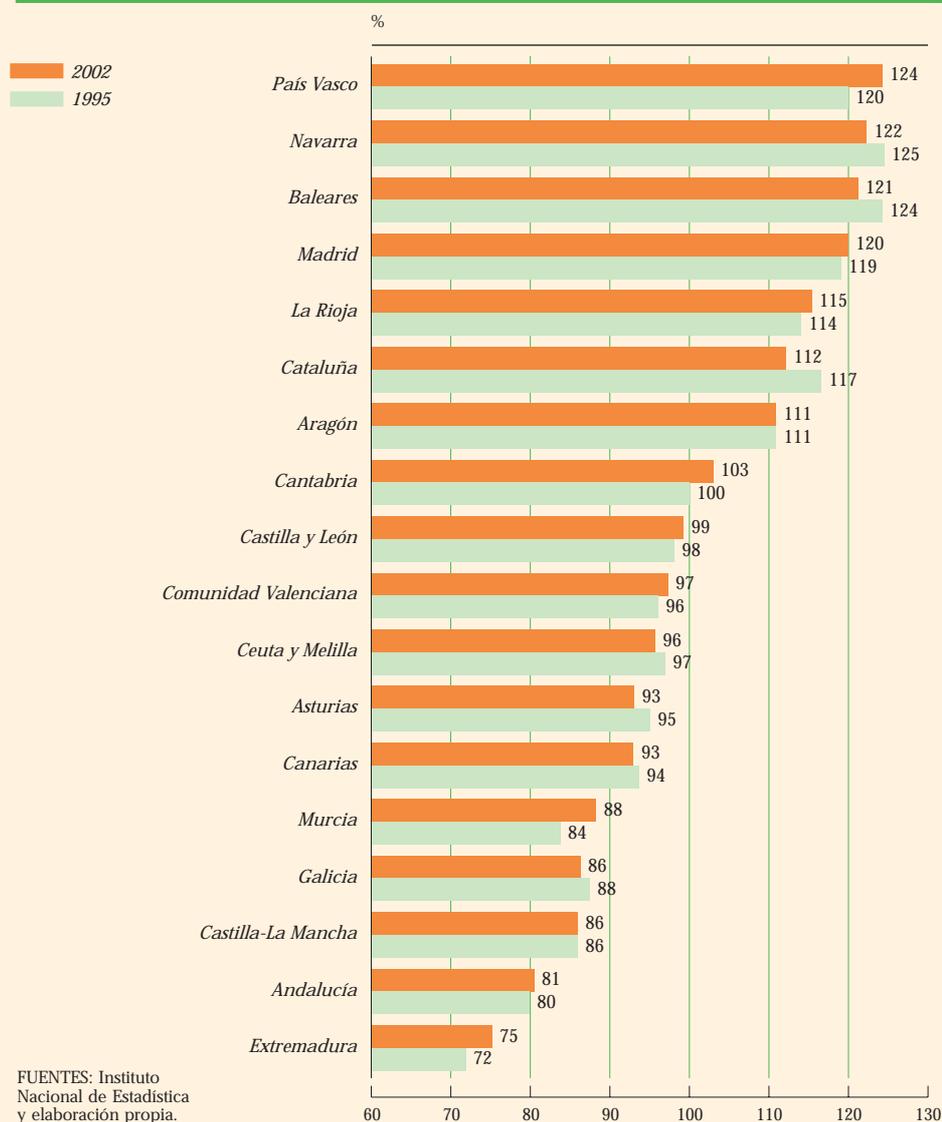
SE REDUCEN LOS DESEQUILIBRIOS TERRITORIALES EN RENTA DISPONIBLE

Las disparidades regionales en nivel de renta bruta disponible por habitante seguían siendo apreciables en 2002, pero en términos generales continuaron con la tendencia a estrecharse de los últimos años, según indican las cuentas de renta de los hogares correspondientes a la Contabilidad Regional de España y publicadas por el Instituto Nacional de Estadística recientemente. No obstante, este proceso de reequilibrio territorial presenta matices muy diversos.

CAMBIOS SIGNIFICATIVOS EN LA CLASIFICACIÓN DE COMUNIDADES AUTÓNOMAS POR RENTA

Renta disponible bruta de los hogares per cápita

Índice base 100 = Media nacional



Así, las distancias entre los extremos se han acortado sensiblemente. Si en 1995 la comunidad con mayor de renta por habitante, Navarra, superaba en un 73% a la de menor renta, Extremadura, en 2002 esa diferencia se había estrechado hasta un 65% cambiando también uno de los protagonistas. En esa fecha, el País Vasco gozaba de la mayor renta con 13.690 euros por habitante, un 24,3% más que la media española. En Extremadura, el nivel relativo era del 75,2% frente al 71,9% en 1995.

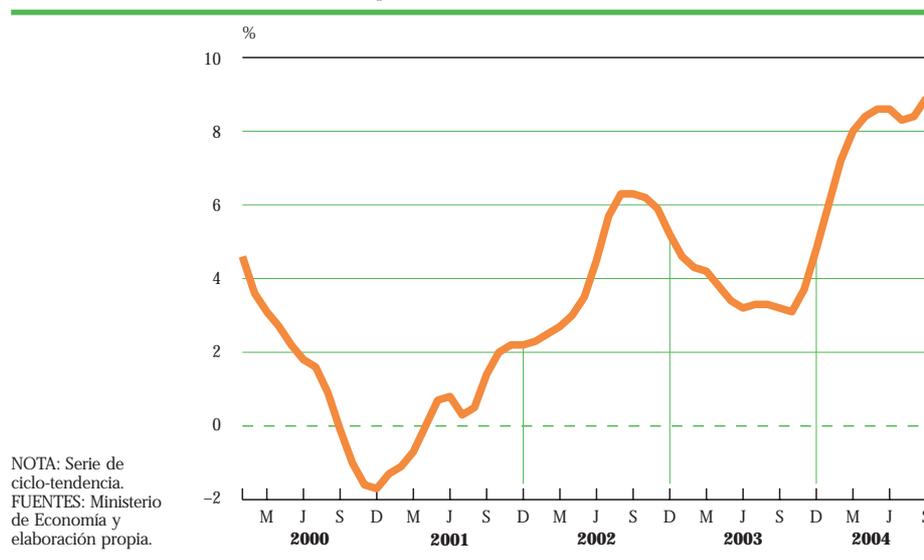
Desde una perspectiva más amplia, se constata también una cierta estabilidad en la posición relativa de las comunidades. Las cuatro con mayor nivel de renta en 2002 eran las mismas que en 1995, es decir, País Vasco, Navarra, Baleares y Madrid. En el extremo opuesto, sólo un cambio: mientras en 1995 las comunidades con menor nivel de renta eran Extremadura, Andalucía, Murcia y Castilla-La Mancha, en 2002 Galicia entra en el furgón de cola en lugar de Murcia, que se sitúa en un 88,3% de la media española, 4,5 puntos más que en 1995.

Esta mejora tan intensa respecto a la media se repite en el caso del País Vasco y es también muy importante en Cantabria y Extremadura, donde el nivel de renta relativa sube 3,3 puntos entre 1995 y 2002. Mejoran también su posición, en torno a un punto porcentual, La Rioja, Castilla y León, Comunidad Valenciana y Madrid. En el lado opuesto se sitúan Cataluña, donde el nivel de renta por habitante caía al 112% de la media española (4,5 puntos), y Baleares, hasta el 121 (3,0 puntos).

Las matriculaciones de turismos siguen creciendo a buen ritmo, aunque más moderado que en los inicios de 2004.

A nivel más desagregado, se observa que las matriculaciones de automóviles de turismo mantienen un ritmo de crecimiento elevado (5,5% de promedio durante octubre y noviembre, con respecto al mismo periodo del año anterior), pero alejado de las elevadas tasas registradas en la primera mitad de 2004. En cambio, las ventas de motocicletas registran un crecimiento espectacular (en octubre y noviembre se han más que doblado las cifras correspondientes al mismo periodo del año anterior), explicable en buena parte por el cambio normativo aplicado en materia de permisos de conducción.

EL CONSUMO DE BIENES MANTIENE UN ALTO RITMO EXPANSIVO
Variación interanual del índice de disponibilidades de manufacturas de consumo



La inversión en bienes de equipo mantiene un ritmo expansivo elevado.

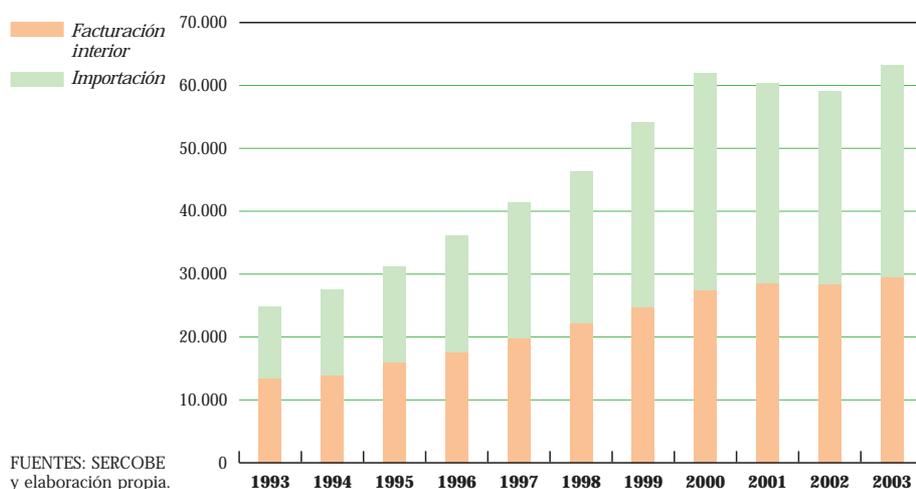
Por último, se mantienen las altas tasas de crecimiento de la inversión en bienes de equipo, si atendemos al indicador de disponibilidades de dichos bienes. La expansión obedece en gran parte al fuerte impulso de las importaciones, que aumentaron un 21,7% real durante el tercer trimestre de 2004, con respecto al mismo periodo del año anterior. En la misma línea, las matriculaciones de vehículos de carga mantienen un ritmo expansivo muy elevado (en torno al 8,7% de promedio de julio a noviembre).

La industria de bienes de equipo se recupera

La industria de bienes de equipo inicia su recuperación en 2003...

La industria productora de bienes de equipo facturó 32.375 millones de euros en 2003, un 4,4% más que el año precedente, según las cifras facilitadas por SERCOBE, asociación empresarial que agrupa a los fabricantes de equipos metal-mecánicos, eléctricos y electrónicos y a los de material de transporte, principalmente, ferroviario y aeronáutico. El aumento de la facturación en 2003, superior al modesto 0,2% del año anterior, es atribuible en gran medida a la expansión de la actividad, un 3,7%, mientras que los precios crecieron muy moderadamente, en torno al 0,7%.

LA DEMANDA DE BIENES DE EQUIPO REMONTA TRAS DOS AÑOS DE DECLIVE
Millones de euros constantes de 1993



...gracias al buen comportamiento de las ventas, tanto en el mercado interior como en el ámbito exportador.

Los resultados favorables del sector en términos de actividad se explican, en parte, por el buen comportamiento de la economía española. Según los datos de SERCOBE, el consumo aparente de bienes de equipo se recuperó de la evolución negativa experimentada en los dos años anteriores (descensos sucesivos del 2,5% y el 3,6%) con un crecimiento medio cercano al 6,2% real. El cambio de tendencia de la demanda interna se sumó a la reacción de las exportaciones que, tras el retroceso de 2001 (descenso del 2,4%) y la debilidad de 2002 (aumento del 0,9%), crecieron un 9,0% en volumen, según los datos de SERCOBE. Durante 2003, la industria de bienes de equipo exportó el 65,7% de la producción, frente al 62,0% anotado el año anterior, evidenciando así el proceso de consolidación de las empresas del sector en los mercados exteriores.

Las cifras de la contabilidad nacional avalan la recuperación del sector.

Desde otra perspectiva, la recuperación del sector viene avalada también por las cifras de la contabilidad nacional que elabora el Instituto Nacional de Estadística (INE). La formación bruta de capital fijo en bienes de equipo en términos reales creció en torno al 1,0% durante 2003 (frente al descenso del 5,4% de 2002), mientras que las exportaciones aumentaron un 15,4% en términos reales, según el Departamento de Aduanas.

La demanda de bienes de equipo continúa creciendo en el transcurso de 2004...

El buen tono del sector se ha ido acentuando en el transcurso de 2004. Así, la demanda de inversión en bienes de equipo en términos reales creció un 4,5% en los nueve primeros meses del año, según los datos del INE. En el mismo periodo, las matriculaciones de vehículos de carga mantuvieron también un ritmo expansivo muy elevado (un 12,5%, sólo 1,5 puntos inferior al fuerte aumento registrado un año antes). Por otra parte, las exportaciones aumentaron cerca de un 12% en volumen en los nueve primeros meses del año, siguiendo la misma pauta expansiva que en 2003.

...impulsando el aumento de la actividad.

El buen tono de la demanda a lo largo de 2004 ha tenido su reflejo en el nivel de actividad. Así, el índice de producción industrial de bienes de equipo (filtrado de diferencias de calendario) ha registrado un incremento medio del 3,1% en los nueve primeros meses del año, 2,6 puntos más intenso que el registrado en el conjunto de 2003. Por otra parte, el nivel de utilización de la capacidad productiva también ha aumentado de manera progresiva, hasta alcanzar el 83,3% en el tercer trimestre de 2004, en torno a 4 puntos por encima del primer trimestre de 2003.

INDUSTRIA DE BIENES DE EQUIPO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2002	2003	2004		
			I	II	III
Inversión en equipo (volumen)	-5,4	1,0	-0,4	4,3	9,8
Disponibilidades de bienes de equipo	-4,0	5,4	6,8	12,2	16,4
Matriculaciones vehículos industriales	-6,0	13,5	14,9	13,1	9,4
Producción vehículos industriales	-7,9	6,3	-5,3	-9,0	2,0
Índice de producción industrial (*)	-4,9	0,5	1,3	3,7	4,5
Utilización capacidad productiva (**)					
Nivel	80,5	81,6	81,8	82,5	83,3
Previsión	82,6	83,0	82,8	83,8	83,5
Nivel cartera pedidos (***)					
Exterior	-23	-16	-19	-14	-8
Total	-16	-9	-11	-5	3
Exportaciones (volumen)	-9,1	15,4	19,3	6,8	10,4
Importaciones (volumen)	-5,8	16,8	18,7	14,3	21,7

NOTAS: (*) Filtrado de diferencias de calendario.

(**) Porcentaje.

(***) Diferencia entre porcentajes de respuestas «elevado» y «débil».

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

La recuperación de la demanda es especialmente visible en el ámbito de equipos mecánicos.

La recuperación del mercado a lo largo de 2003 se extendió a todas las modalidades, según SERCOBE. Así, el sector de equipos eléctricos y electrónicos presentó un aumento de su consumo aparente del 3,3%, en contraste con el descenso del 3,5% registrado en 2002. No obstante, el incremento más intenso se registró en el mercado de equipos mecánicos, con un aumento de su consumo aparente del 10,9% (frente a la caída del 2,2% en 2002). A pesar del buen comportamiento general, el grado de abastecimiento interno, es decir, la cuota de mercado interno cubierta por la producción propia global, descendió 2 puntos respecto a 2002, situándose en un 23%, lo que parece indicar que el sector español de bienes de equipo tiene una dimensión inferior a la que le correspondería en función del grado de desarrollo industrial del país.

A pesar de ciertos riesgos, se espera que la recuperación se afiance en los próximos meses.

En principio, la evolución reciente de los principales indicadores de actividad parece ofrecer garantías de continuidad para el crecimiento de la industria de bienes de equipo en los próximos meses. Desde el punto de vista exterior, la influencia se espera que sea moderadamente positiva, en tanto que también se prevén mejoras en la producción y la exportación europeas. No obstante, cabe señalar la existencia de ciertos riesgos para el sector, dado que se está produciendo un encarecimiento significativo del acero y la energía, sin olvidar el importante proceso de deslocalización industrial en marcha.

MERCADO DE TRABAJO

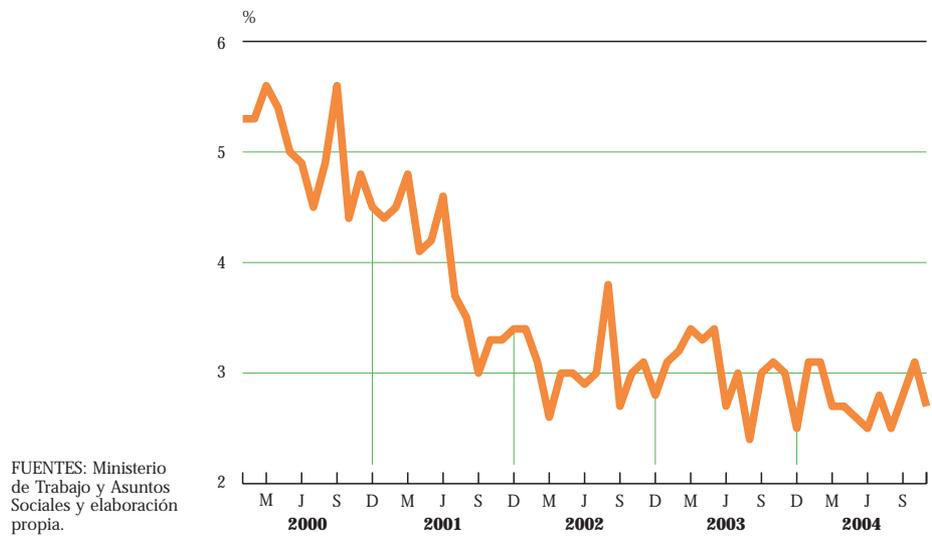
El empleo modera su crecimiento en noviembre

La afiliación a la Seguridad Social se modera sensiblemente en noviembre...

El número de afiliados en alta a la Seguridad Social aumentó en 53.818 en noviembre, menos de la mitad que en el mismo periodo del año anterior. Por ello, el ritmo de crecimiento de la afiliación se desaceleró hasta quedar en un 2,7% interanual, cuatro décimas de punto por debajo del mes precedente. Con todo, no puede anticiparse que el dato de noviembre suponga un cambio claro en la tendencia de aumento estable que la afiliación ha venido experimentando desde los meses de verano.

LA AFILIACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL ESTABILIZA SU CRECIMIENTO

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



...por el menor tono en el sector servicios.

La pérdida de vigor de la afiliación fue especialmente notable en el ámbito de los servicios, aunque el ritmo de crecimiento continuó en una cota muy elevada, el 3,9%. La construcción, en cambio, consolidó el perfil de solidez de meses anteriores creciendo a un 5,0% interanual. La industria, por su parte, se mantuvo en la línea de modesta destrucción de empleo de los últimos meses.

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2002	2003	2003		2004			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Afiliados a la Seguridad Social								
Asalariados	3,5	3,2	2,9	2,9	2,4	2,6	3,1	2,6
<i>Industria</i>	-0,2	-0,5	-0,7	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,8
<i>Construcción</i>	5,8	4,3	3,0	4,4	4,3	4,6	5,0	5,0
<i>Servicios</i>	4,4	4,1	4,3	4,3	3,7	4,0	4,8	3,9
No asalariados	0,9	2,3	2,8	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Total	3,0	3,0	2,9	2,9	2,6	2,7	3,1	2,7
Población ocupada (*)	2,0	2,7	3,0	2,6	2,3	2,5	-	-
Puestos de trabajo (**)	1,4	1,7	2,1	2,1	2,0	2,1	-	-
Contratos registrados (***)								
Indefinidos	-1,6	-1,0	0,2	10,0	16,3	18,2	-3,5	16,7
Temporales	1,1	3,9	8,8	14,4	13,7	14,7	-5,7	11,9
Total	0,9	3,4	8,1	13,9	13,9	15,0	-5,5	12,3

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

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

(***) En el INEM.

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

El empleo autónomo se muestra más dinámico que el asalariado...

El menor tono de la afiliación afectó a la población asalariada, pues entre los autónomos no agrarios el crecimiento de la misma continuó estable y en niveles inferiores al 3%, casi un punto y medio por encima del empleo asalariado que, a su vez, aumentó un 2,6% interanual.

...y la afiliación de extranjeros crece muy por encima de la de españoles.

La moderación relativa del crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social fue más notoria entre la población española que la extranjera. En el primer caso, el crecimiento cedió en cuatro décimas hasta el 2,0% y en el segundo, hasta el 14,5% interanual. Los extranjeros afiliados a la Seguridad Social alcanzaron la cifra de 1.100.272 a final de noviembre, es decir, un 6,4% del total (un 5,7% el mismo mes de 2003).

Los contratos registrados se recuperan en noviembre.

Esta tónica de debilitamiento no acaba de apreciarse en las cifras de los nuevos contratos registrados en el Instituto Nacional de Empleo (INEM), que en noviembre aumentaron un 12,3% interanual, dejando el incremento acumulado de los once primeros meses en un 11,8%, con un registro algo más elevado en la contratación indefinida que en la temporal. Los contratos a tiempo parcial crecieron a una tasa mucho más elevada, un 20,0% acumulado hasta noviembre.

El paro registrado disminuye por primera vez en tres años

El paro registrado experimenta en noviembre un aumento similar al del mismo mes de 2003, en línea con lo habitual en este periodo.

El número de parados registrados en el INEM aumentó en 33.750 en noviembre para situarse en un total de 1.682.722 a final de mes. Este aumento, habitual en esta época del año, fue prácticamente igual al del mismo mes del año anterior, con lo que el ritmo de variación del desempleo se mantuvo prácticamente estable en las cotas ligeramente negativas alcanzadas en octubre.

EL DESEMPLEO TIENDE A DISMINUIR

Variación interanual del paro registrado



Disminuyen los demandantes de un primer empleo.

La relativa estabilidad de la situación en noviembre se vio favorecida por el notable descenso del desempleo en el colectivo de demandantes de un primer empleo, gracias, probablemente, al menor número de nuevas inscripciones. Este comportamiento suele indicar una menor propensión a buscar un empleo en épocas de deterioro de expectativas. No obstante, la especial complejidad de la inserción de los inmigrantes en el mercado de trabajo exige prudencia al interpretar este descenso de inscripciones. Con todo, el desempleo en los distintos sectores productivos continuó con las tendencias de meses precedentes: descenso modesto en la industria, crecimiento igual o inferior al 1% interanual en construcción y servicios y descenso intenso en los no ocupados anteriormente (cerca del 8%).

El balance acumulado hasta noviembre es el mejor en los últimos tres años.

El balance acumulado hasta noviembre se saldó con un descenso del paro registrado de 28.765 personas, comportamiento que contrasta con los incrementos, en algún caso remarcables, de los tres años anteriores. Este descenso deriva de las caídas del paro en la industria, la construcción y entre los demandantes de un primer empleo que compensaron el incremento, modesto, en los servicios.

PARO REGISTRADO
Miles de personas

	2003	Variación mensual	Var. s/diciembre 2002	2004	Variación mensual	Var. s/diciembre 2003
Enero	1.742,3	54	54	1.762,0	50	50
Febrero	1.734,1	-8	46	1.751,9	-10	40
Marzo	1.719,6	-14	32	1.743,7	-8	32
Abril	1.658,0	-62	-30	1.705,2	-39	-6
Mayo	1.608,3	-50	-80	1.654,1	-51	-57
Junio	1.600,7	-8	-87	1.626,1	-28	-85
Julio	1.573,5	-27	-115	1.585,2	-41	-126
Agosto	1.569,2	-4	-119	1.598,4	13	-113
Septiembre	1.607,8	39	-80	1.618,4	20	-93
Octubre	1.666,9	59	-21	1.649,0	31	-63
Noviembre	1.699,2	32	11	1.682,7	34	-29
Diciembre	1.711,5	12	23			

FUENTES: Instituto Nacional de Empleo y elaboración propia.

Aragón, Madrid y Cantabria lideran la reducción del paro registrado, en contraposición con Canarias, La Rioja y Comunidad Valenciana.

Por comunidades autónomas, la situación era muy dispar en noviembre. Así, en Canarias, Valencia, La Rioja, Extremadura, Navarra, Cataluña y Baleares el nivel de desempleo superaba el del año precedente en el mismo mes. Por el contrario, en el resto del país el desempleo era inferior al de noviembre de 2003, en particular en Aragón, Cantabria y Madrid donde el descenso interanual se situó entre el 8% y el 6% respectivamente.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES
Noviembre 2004

	Parados	Variación sobre diciembre 2003		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	40.046	2.122	5,6	1.151	3,0	2,4
Industria	245.496	-18.797	-7,1	-8.376	-3,3	14,6
Construcción	182.121	-29.767	-14,0	1.784	1,0	10,8
Servicios	994.450	25.735	2,7	7.347	0,7	59,1
Primer empleo	220.609	-8.058	-3,5	-18.381	-7,7	13,1
Por sexos						
Hombres	677.451	-47.811	-6,6	-8.199	-1,2	40,3
Mujeres	1.005.271	19.046	1,9	-8.276	-0,8	59,7
Por edades						
Menores de 25 años	247.578	-10.172	-3,9	-23.495	-8,7	14,7
Resto de edades	1.435.144	-18.593	-1,3	7.020	0,5	85,3
TOTAL	1.682.722	-28.765	-1,7	-16.475	-1,0	100,0

FUENTES: INEM y elaboración propia.

Los costes salariales se moderan en el tercer trimestre

Intensa desaceleración de los costes salariales...

El coste salarial total se situó en los 1.461 euros por persona y mes en el tercer trimestre de 2004, un 2,2% por encima del mismo periodo del año anterior, según la encuesta trimestral de coste laboral. Este incremento, inferior en casi un punto al del trimestre precedente, supuso un cambio importante respecto a la tónica de estabilidad que venían registrando los incrementos salariales en el último año.

INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

NOTAS: (*) Horas efectivas por trabajador y mes.

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

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

...pero centrada en el sector terciario, por el impacto de la inmigración.

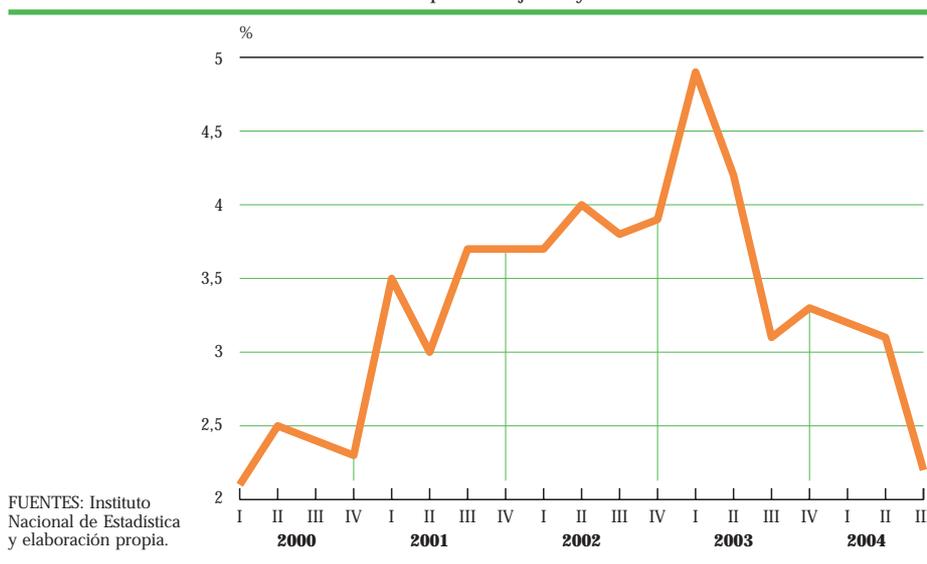
Esta intensa moderación de costes salariales se concentró exclusivamente en el sector terciario, al quedar los incrementos en el 1,6% interanual, más de un punto y medio por debajo del trimestre precedente. Este comportamiento se explica, en buena medida, por el impacto de la inmigración. En la industria y la construcción, en cambio, el incremento salarial tendió a acelerarse notablemente, hasta el 3,3% en el primer caso y el 4,6% en el segundo, truncándose la tónica de moderación que se había apreciado anteriormente.

Los costes laborales totales también se moderan y crecen un 2,5%.

El coste laboral total, es decir, el coste salarial más otros costes laborales como Seguridad Social y otras percepciones, también experimentó una desaceleración, aunque no tan intensa como en el caso estrictamente salarial, quedando en un 2,5% interanual, siete décimas por debajo del trimestre precedente. Esta moderación también se refleja en el coste por hora efectiva trabajada, que pasó a aumentar un 2,3%, es decir, en torno a un punto menos que en el tercer trimestre de 2003.

IMPORTANTE DESACELERACIÓN DE LOS SALARIOS

Variación interanual del coste salarial total por trabajador y mes



La remuneración por asalariado se estabiliza en el tercer trimestre.

Según la contabilidad nacional, en cambio, el salario por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo se mantuvo relativamente estable respecto a trimestres precedentes, situándose en un 3,7% en el tercer trimestre. Los mayores incrementos salariales se registraron en los servicios no de mercado, con un 5,2%, la construcción, un 4,4%, y la industria, un 4,0%. En los servicios de mercado la desaceleración, en este caso hasta un 2,6%, fue la nota dominante.

El incremento pactado en convenios se desacelera respecto a un año antes.

Por su parte, la subida salarial media pactada en los convenios hasta mediado el cuarto trimestre de 2004 se situó en un 3,0% según datos del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, es decir, medio punto menos que en el conjunto del pasado año. Estas cifras corresponden a los acuerdos suscritos por 7,0 millones de trabajadores, es decir, algo más del 76% de los que efectivamente acaban vinculados por la negociación colectiva al cabo del año.

PRECIOS

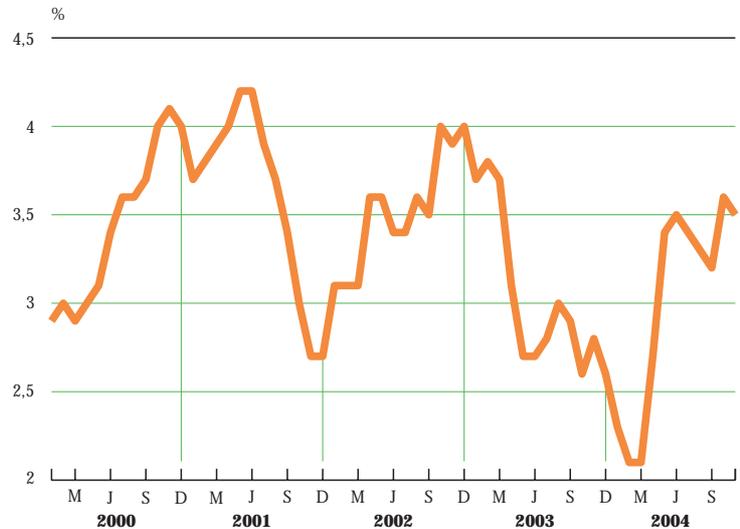
La tasa de inflación cede una décima en noviembre

La tasa de inflación cae al 3,5% y la subyacente permanece estable en el 2,9%.

El índice de precios de consumo (IPC) aumentó un 0,2% en noviembre, una décima menos que en el mismo mes de 2003, con lo que la tasa de inflación se moderó hasta el 3,5% interanual, cumpliéndose las expectativas existentes. En cambio, la inflación subyacente (excluyendo energía y alimentos no elaborados), se mantuvo estable en el 2,9% por cuarto mes consecutivo, manteniéndose siete décimas por encima del mínimo anual alcanzado en marzo.

LA INFLACIÓN EMPIEZA A MODERARSE

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Los carburantes favorecen la contención del IPC en noviembre, pero son los causantes de las alzas experimentadas desde marzo.

La suave moderación del IPC es atribuible principalmente a los precios energéticos, por la contención de los combustibles y carburantes derivada de la caída del precio del petróleo y la mayor fortaleza del euro. Así, en tasa interanual el aumento de los combustibles y carburantes se situó en el 13,0%, dos puntos menos que en el mes precedente pero todavía muy lejos de la caída del orden del 4% que presentaba en marzo. El alza del precio de la energía en su conjunto fue algo menos intensa por el efecto compensador de los precios del gas natural y la electricidad, creciendo a tasas muy bajas (un 0,1% y un 1,4% respectivamente). Pese a todo, la energía ha causado prácticamente la totalidad del aumento del índice general desde marzo.

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	0,2	2,2	3,5
Julio	-0,6	0,6	2,8	-0,8	1,4	3,4
Agosto	0,5	1,1	3,0	0,4	1,8	3,3
Septiembre	0,3	1,4	2,9	0,2	2,0	3,2
Octubre	0,7	2,1	2,6	1,0	3,1	3,6
Noviembre	0,3	2,4	2,8	0,2	3,3	3,5
Diciembre	0,2	2,6	2,6			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Los precios de los bienes industriales siguen creciendo a tasas muy bajas.

Los precios de los bienes industriales no energéticos contribuyeron modestamente a la reducción de la tasa de inflación al moderarse ligeramente, una décima hasta el 1,2% interanual. Este comportamiento supone frenar la suave tendencia alcista que desde marzo ha añadido siete décimas a la tasa de este componente. Las subidas de los bienes intermedios explican en buena medida este comportamiento, que no ha sido más alcista por la fuerte competencia existente en estos mercados.

LOS PRECIOS ENERGÉTICOS PARECEN ALCANZAR SU TECHO

Variación interanual del componente energético del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Leve aceleración de los precios de los servicios por la enseñanza y los viajes organizados.

Algo peor fue el comportamiento de los precios de los servicios, que aceleraron su crecimiento en dos décimas de punto, hasta el 3,8%, sin que ello suponga un cambio significativo respecto a la tónica de los últimos meses de aumento sostenido y estable ligeramente por encima del 3,5%. El deterioro de noviembre se concentró en la enseñanza y los viajes organizados, no apreciándose cambios sensibles en el resto de rúbricas.

Nueva alza de los alimentos impulsada por los no elaborados.

En esta misma línea se posicionó la alimentación, en especial los alimentos frescos, que por segundo mes consecutivo experimentaron un apreciable rebote aunque sin llegar a cotas preocupantes. En efecto, el incremento interanual de este componente quedó en un 2,3%, medio punto por encima del mes anterior por el impacto de los precios cárnicos y del pescado, principalmente. Los alimentos elaborados mantuvieron una tónica de mayor estabilidad pero en cotas elevadas, un 4,1% interanual.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Noviembre

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual		
		2003	2004	2003	2004	2003	2004	
Por clases de gasto								
Alimentos y bebidas no alcohólicas	114,4	0,1	0,4	3,6	2,8	4,3	3,2	
Bebidas alcohólicas y tabaco	115,9	0,0	-0,0	2,7	5,5	2,7	5,6	
Vestido y calzado	119,6	3,3	2,9	3,0	2,8	2,3	2,3	
Vivienda	110,7	0,3	0,0	2,8	4,3	3,0	4,3	
Menaje	106,6	0,3	0,4	1,6	1,5	1,9	1,6	
Medicina	105,6	0,1	0,1	2,0	0,2	2,1	0,2	
Transporte	111,3	0,0	-0,6	1,0	7,4	1,6	7,4	
Comunicaciones	93,1	-0,6	-0,4	-0,1	-0,6	-0,3	-0,7	
Ocio y cultura	102,4	-1,1	-0,8	-0,9	-0,9	0,4	0,1	
Enseñanza	116,3	0,2	0,6	4,3	4,1	4,9	4,1	
Hoteles, cafés y restaurantes	115,6	-0,1	0,0	3,8	3,9	4,0	4,1	
Otros	111,2	0,1	0,1	3,0	2,8	3,2	2,9	
Agrupaciones								
Alimentos con elaboración	112,6	0,2	0,2	2,5	3,9	2,8	4,1	
Alimentos sin elaboración	118,4	-0,0	0,6	5,5	1,4	6,7	2,3	
Conjunto no alimentario	110,9	0,4	0,2	2,1	3,4	2,3	3,5	
Bienes industriales	108,8	0,9	0,4	1,1	3,4	1,2	3,3	
<i>Productos energéticos</i>	<i>110,1</i>	<i>0,3</i>	<i>-1,2</i>	<i>0,2</i>	<i>10,3</i>	<i>1,1</i>	<i>9,9</i>	
<i>Carburantes y combustibles</i>	<i>112,8</i>	<i>0,4</i>	<i>-1,5</i>	<i>-0,2</i>	<i>13,5</i>	<i>1,0</i>	<i>13,0</i>	
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	<i>108,3</i>	<i>1,1</i>	<i>1,0</i>	<i>1,3</i>	<i>1,3</i>	<i>1,2</i>	<i>1,2</i>	
Servicios	113,4	-0,2	0,0	3,3	3,4	3,7	3,8	
Inflación subyacente (**)	111,3	0,4	0,4	2,4	2,8	2,6	2,9	
ÍNDICE GENERAL	111,8	0,3	0,2	2,4	3,3	2,8	3,5	

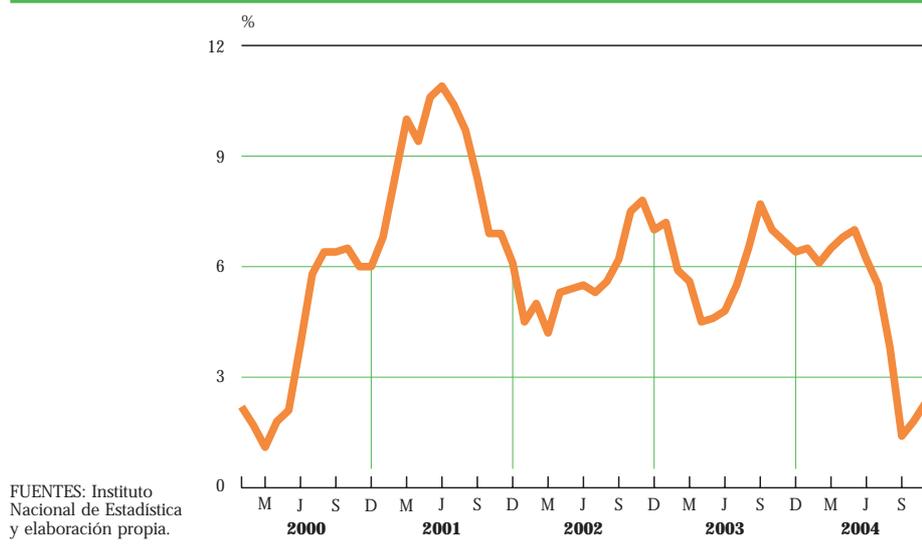
NOTAS: (*) Base 2001 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

LOS ALIMENTOS FRESCOS REPUNTAN LEVEMENTE AL ALZA

Variación interanual del componente de alimentos frescos del IPC

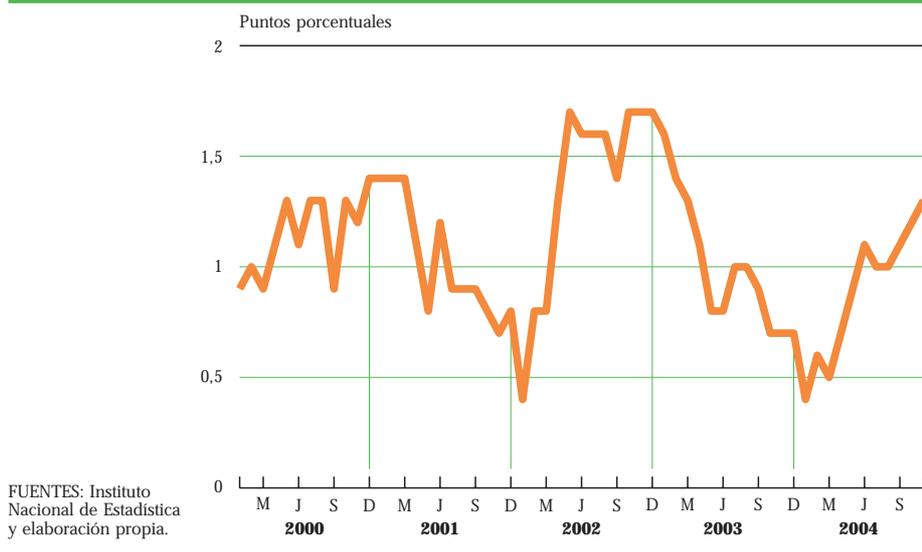


La tasa de inflación debe moderarse ligeramente a partir del segundo trimestre de 2005, con un euro fuerte y un petróleo contenido.

La modesta reducción del IPC en noviembre ha confirmado las expectativas sobre el impacto bajista del petróleo pero ha reavivado los temores respecto al comportamiento de los alimentos frescos, al alza por segundo mes consecutivo. No obstante, un euro fuerte y unos precios del petróleo contenidos pueden favorecer una tasa de inflación algo inferior a la actual, en particular en el segundo trimestre de 2005 si el resto de componentes mantiene la tónica actual de estabilidad y los alimentos no experimentan alzas indeseadas.

EL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN CON LA ZONA DEL EURO SIGUE AMPLIÁNDOSE

Diferencia en la variación interanual del IPC armonizado con la zona del euro



El diferencial de precios con la zona del euro se eleva en una décima hasta 1,3 puntos en noviembre.

El diferencial de inflación de España con la zona del euro aumentó de nuevo en una décima en noviembre y se situó en 1,3 puntos porcentuales, según el índice de precios de consumo armonizado. La ampliación del diferencial en octubre se produjo en un contexto de moderación de los precios en ambos ámbitos territoriales, en especial, en la zona del euro. Por componentes, el crecimiento de los precios era superior en España en todos los casos, excepción hecha de los precios de los servicios médicos. Los diferenciales más amplios siguieron registrándose en la alimentación, el transporte y las comunicaciones.

Tendencias contrapuestas en los precios en origen

Los precios industriales se moderan pero crecen todavía por encima del 5%.

Los precios industriales experimentaron una moderada contención en noviembre, interrumpiendo la tónica alcista que de modo continuado venían registrando en los últimos meses. En efecto, su ritmo de crecimiento interanual se situó en un 5,2%, dos décimas por debajo del registro del mes precedente pero todavía más de cuatro puntos por encima de los mínimos anuales de febrero.

Los precios de los bienes de consumo se estabilizan ligeramente por encima del 2%.

La suave moderación de los precios industriales es atribuible a la ligera desaceleración de los precios energéticos y también a los bienes de equipo. En cambio, los precios de los bienes de consumo se mantuvieron estabilizados en un crecimiento relativamente moderado, un 2,3%, gracias a una relativa contención de los alimentos. Los bienes intermedios siguieron manifestando tensiones notables, en especial, por el impacto de las alzas de los productos siderúrgicos.

Los precios de importación se aceleran por el impacto de los precios del petróleo pese a la fortaleza del euro...

Los precios de importación se orientaron al alza en septiembre, impulsados por los correspondientes a productos energéticos importados. Así, el petróleo crudo se compró a un precio medio de 233,0 euros por tonelada, un 30% más que en septiembre de 2003. En los nueve primeros meses del año, el incremento se mantenía en cotas más moderadas, un 9,0%. En ambos casos, la fortaleza del euro permitía paliar las alzas en dólares (un 20,5% acumulado hasta septiembre). El resto de bienes intermedios también acentuó su ascenso, acumulando un incremento del 3,0% hasta septiembre.

... y los de los bienes de consumo disminuyen ligeramente.

Los bienes de consumo importados, en cambio, siguieron con su tónica de debilidad por la fortaleza de la divisa europea y el intenso aumento de las importaciones procedentes de países fabricantes a bajo coste. Así, en los nueve primeros meses de 2004 presentaron una caída media del 1,0%, con un comportamiento similar tanto para los alimentos como para los bienes de consumo no alimenticios.

Los precios agrarios siguen con su tónica de moderación.

Los precios agrarios volvieron a caer con intensidad en septiembre, repitiendo su comportamiento del mes anterior. De este modo, el aumento medio de los precios agrarios en los nueve primeros meses del año se situó en un 1,8%, dos puntos por debajo del registro del mismo periodo del año anterior. Esta fase de moderación deberá continuar en los próximos meses pues no resulta probable que se produzcan incrementos de precios tan elevados como los que se registraron en el último trimestre de 2003.

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	
2003											
Septiembre	13,5	0,8	2,7	1,2	0,3	-2,4	-2,8	-0,2	-17,7	0,9	-
Octubre	10,0	0,6	2,5	1,2	0,7	-3,6	0,8	2,8	-0,6	-0,0	-
Noviembre	9,7	1,3	2,6	1,4	0,9	-0,4	-0,2	-0,4	-7,0	1,8	3,8
Diciembre	9,8	1,1	2,4	1,3	1,0	-1,1	-1,4	-1,4	-9,4	1,0	-
2004											
Enero	4,4	0,7	2,1	1,3	1,4	-3,6	-3,7	-1,0	-8,4	-3,6	-
Febrero	-2,6	0,7	2,1	1,3	2,0	-5,4	1,8	-6,0	-6,2	7,5	3,6
Marzo	1,3	0,8	2,3	1,3	2,6	-5,6	-2,3	-3,6	-7,0	-0,5	-
Abril	3,3	2,6	2,9	1,3	3,7	1,3	1,4	-3,9	2,6	3,4	-
Mayo	7,1	3,8	3,1	1,2	4,4	7,2	5,3	2,9	-1,1	8,6	3,7
Junio	12,0	4,0	3,2	1,2	4,8	7,1	-0,5	-3,3	-2,0	1,4	-
Julio	11,2	4,1	2,8	1,6	5,3	7,2	-0,3	2,6	-8,9	1,8	-
Agosto	-5,4	4,4	2,2	1,7	5,7	9,0	3,7	3,7	-3,4	5,9	4,0
Septiembre	-10,4	4,6	2,1	1,6	5,9	11,0	4,2	-0,2	-2,2	8,2	-
Octubre	...	5,4	2,3	1,8	6,2	14,2	2,6	2,6	-9,7	7,2	-
Noviembre	...	5,2	2,3	1,5	6,3	12,6	...	...	...	...	-

NOTA: (*) Datos brutos corregidos.

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

SECTOR EXTERIOR

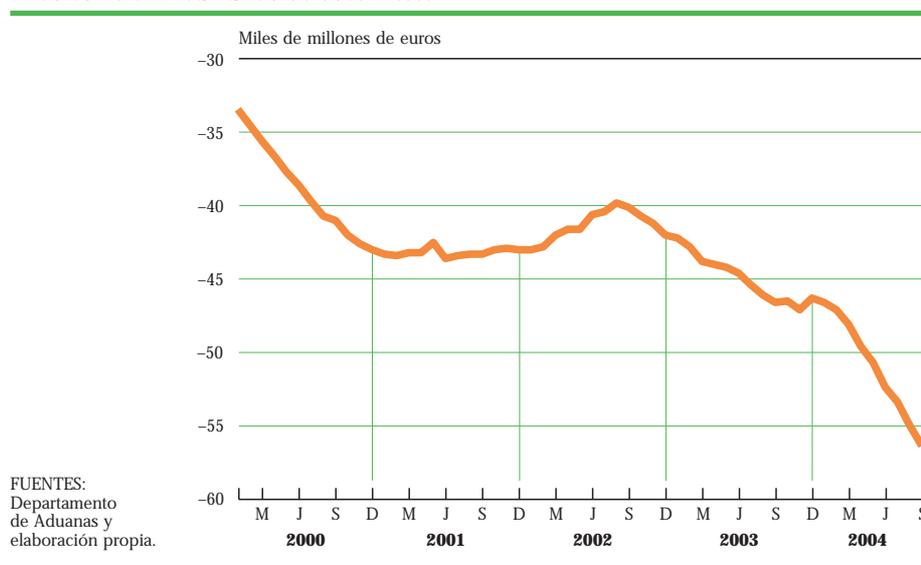
El déficit comercial sigue aumentando con fuerza

El déficit comercial crece por encima del 30%...

El déficit comercial de la economía española creció intensamente en septiembre al mantenerse el vigor de las importaciones en un contexto de debilidad de las exportaciones. De este modo, el desequilibrio acumulado en los nueve primeros meses de 2004 excedió en un 30,4% al del mismo periodo del año anterior alcanzando los 43.396 millones de euros. La tasa de cobertura, por su parte, se situó en el 71,2%, más de cuatro puntos por debajo del periodo enero-septiembre de 2003.

DÉFICIT COMERCIAL: AMPLIACIÓN SIN TREGUA

Saldo comercial acumulado de doce meses



...impulsado por un aumento intenso de las importaciones, en especial, de bienes de equipo y consumo no alimenticio.

Las importaciones crecieron en septiembre un 11,1% nominal alcanzando los 150.725 millones de euros en el acumulado del año, un 11,8% más que el año anterior. En términos reales, el incremento fue algo menor, un 10,6%, por el leve aumento de los precios de importación. Los bienes de consumo no alimenticio y los de capital, ambos con un aumento acumulado algo superior al 18% en volumen, fueron los grupos de productos más dinámicos, destacando, en particular, los aumentos en automóvil, electrónica de consumo, mueble, equipos de telecomunicaciones y calzado. Las importaciones de bienes alimenticios, en cambio, crecieron con menor intensidad, un 9,4% real. Por último, las compras de bienes

intermedios se moderaron, en especial, las de productos no energéticos. Pese a ello, el aumento acumulado hasta septiembre, un 6,0% en volumen, se mantenía ligeramente por encima del mismo periodo de 2003.

COMERCIO EXTERIOR Enero-septiembre 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	
Por grupos de productos								
Energéticos	16.632	16,1	11,0	3.863	22,4	3,6	-12.769	23,2
Bienes de consumo	43.391	14,8	28,8	42.323	1,9	39,4	-1.068	97,5
<i>Alimenticios</i>	<i>9.682</i>	<i>7,9</i>	<i>6,4</i>	<i>12.557</i>	<i>0,6</i>	<i>11,7</i>	<i>2.875</i>	<i>129,7</i>
<i>No alimenticios</i>	<i>33.709</i>	<i>16,5</i>	<i>22,4</i>	<i>29.766</i>	<i>1,2</i>	<i>27,7</i>	<i>-3.943</i>	<i>88,3</i>
Bienes de capital	23.817	13,5	15,8	13.432	10,7	12,5	-10.385	56,4
Bienes intermedios no energéticos	66.885	8,5	44,4	47.711	6,8	44,5	-19.174	71,3
Por áreas geográficas								
Unión Europea	93.602	8,8	62,1	76.744	4,6	71,5	-16.858	82,0
<i>Zona del euro</i>	<i>81.494</i>	<i>9,2</i>	<i>54,1</i>	<i>64.212</i>	<i>4,4</i>	<i>59,8</i>	<i>-17.282</i>	<i>78,8</i>
Países terceros	57.123	17,1	37,9	30.585	8,8	28,5	-26.538	53,5
<i>Europa Este y Ex-URSS</i>	<i>7.378</i>	<i>26,0</i>	<i>4,9</i>	<i>4.470</i>	<i>1,6</i>	<i>4,2</i>	<i>-2.908</i>	<i>60,6</i>
<i>Estados Unidos</i>	<i>5.496</i>	<i>9,8</i>	<i>3,6</i>	<i>4.115</i>	<i>0,4</i>	<i>3,8</i>	<i>-1.381</i>	<i>74,9</i>
<i>Japón</i>	<i>4.168</i>	<i>21,8</i>	<i>2,8</i>	<i>899</i>	<i>24,2</i>	<i>0,8</i>	<i>-3.268</i>	<i>21,6</i>
<i>América Latina</i>	<i>6.291</i>	<i>15,6</i>	<i>4,2</i>	<i>5.154</i>	<i>7,6</i>	<i>4,8</i>	<i>-1.137</i>	<i>81,9</i>
<i>OPEP</i>	<i>9.292</i>	<i>8,3</i>	<i>6,2</i>	<i>2.430</i>	<i>-0,4</i>	<i>2,3</i>	<i>-6.863</i>	<i>26,1</i>
<i>Resto</i>	<i>24.499</i>	<i>19,8</i>	<i>16,3</i>	<i>13.517</i>	<i>16,0</i>	<i>12,6</i>	<i>-10.981</i>	<i>55,2</i>
TOTAL	150.725	11,8	100,0	107.329	5,7	100,0	-43.396	71,2

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

Las compras fuera de la UE-15 aumentan un 19,1% real en los nueve primeros meses.

Por áreas geográficas, las compras a la Unión Europea (UE) de quince miembros crecieron un 6,3% real en los nueve primeros meses contra un 19,1% las procedentes del resto del mundo. A destacar el intenso aumento de las compras a los diez nuevos estados asociados a la UE, un 29,0% nominal hasta septiembre de 2004. Fuera de la UE, los crecimientos más intensos, todos por encima del 25% nominal, se registraron en el comercio con el Próximo Oriente, Brasil y China, país que concentró el 4,1% de las importaciones (un 3,7% en el periodo enero-septiembre de 2003).

Las exportaciones pierden tono en septiembre y el acumulado del año crece menos que en 2003.

Las exportaciones crecieron un 3,4% nominal en septiembre, rebajando por tercer mes consecutivo su ritmo de avance. De este modo, el acumulado en los nueve primeros meses, 107.329 millones de euros, moderó su aumento hasta un 5,7%, tasa algo inferior a la de 2003 en el mismo periodo. El crecimiento real quedó en un 5,3%. Por áreas geográficas, las expediciones a la zona UE-15 crecieron un 4,2% real frente al 9,3% registrado en el comercio con el resto del mundo. En ambos casos el tono fue menor al de meses anteriores.

La exportación de bienes de equipo modera su aumento mientras la de automóviles parece iniciar una recuperación.

Por productos, el mayor incremento correspondió a los bienes de equipo con un aumento real acumulado del 11,9%, aunque se apreció un cierto perfil de debilidad. Destacan las ventas exteriores de material de transporte, principalmente buques y aeronaves. Mucho más débil se mostró la exportación de bienes de consumo, con un incremento del 2,9% real, aunque se constata una cierta mejora en determinados bienes como los automóviles. No obstante, las de calzado, mueble y juguetes siguieron cayendo. Por último, las exportaciones de bienes intermedios mostraron un comportamiento algo más positivo que el año precedente con un incremento real del 5,3% impulsadas, en parte, por la fuerte demanda exterior de hierro y acero y también de productos energéticos.

El déficit corriente se amplifica de modo espectacular

El déficit corriente sigue al alza en septiembre...

La balanza por cuenta corriente arrojó un déficit de 5.144 millones de euros en septiembre, que superó ampliamente el del mismo mes del pasado año. El deterioro de la situación en septiembre obedeció a la continuidad de la ampliación del déficit comercial y, en menor medida, del de rentas y transferencias corrientes, que no se compensó íntegramente con la mejora del saldo positivo de la de servicios.

...y en los últimos doce meses alcanza el 4,3% del PIB estimado para 2004.

El déficit acumulado de la balanza corriente en los doce últimos meses creció un 66,2% alcanzando los 34.023 millones de euros, cifra equivalente al 4,3% del producto interior bruto estimado (PIB) para 2004. Esta ampliación del déficit obedeció en más del 77% al saldo comercial y, en menor medida, a la merma en el superávit de servicios y al mayor déficit de rentas. Únicamente la balanza de transferencias tuvo un comportamiento más positivo.

EL DÉFICIT CORRIENTE SE AGUDIZA
Saldo por cuenta corriente acumulado de doce meses



El superávit de la balanza turística se reduce por el alza de los pagos y el estancamiento de los ingresos.

El superávit acumulado por servicios, por su parte, se vio afectado tanto por los resultados de la balanza turística como del resto de servicios. En el primer caso, el estancamiento de los ingresos y el alza sostenida de los pagos explicaban la disminución del superávit, un 3,5% en los últimos doce meses.

BALANZA DE PAGOS

Acumulado 12 últimos meses en millones de euros

	Septiembre 2003	Septiembre 2004	% variación
Balanza corriente			
Balanza comercial	-37.211	-47.728	28,3
Servicios			
<i>Turismo</i>	29.512	28.489	-3,5
<i>Otros servicios</i>	-2.200	-3.391	54,1
Total	27.312	25.098	-8,1
Rentas	-10.670	-11.933	11,8
Transferencias	93	539	482,6
Total	-20.477	-34.023	66,2
Cuenta de capital	7.373	9.333	26,6
Balanza financiera			
Inversiones directas	4.139	-8.795	-
Inversiones de cartera	-27.913	48.066	-
Otras inversiones	41.796	-12.909	-
Total	18.022	26.362	46,3
Errores y omisiones	-5.985	-3.376	-43,6
Variación de activos del Banco de España	1.067	1.704	59,8

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.

Saldo positivo y creciente de la cuenta de capital.

La cuenta de capital, por su parte, presentó un superávit de 315 millones de euros en septiembre mejorando ampliamente el registro del mismo mes del año anterior. De este modo, el saldo de los últimos doce meses, 9.333 millones de euros, se situó un 26,6% por encima del año precedente.

La inversión española directa en el exterior cae un 48% y la extranjera, más del 76%.

La cuenta financiera, excluyendo las operaciones del Banco de España, acumuló en los últimos doce meses hasta septiembre de 2004 unas entradas netas de 26.362 millones de euros, un 46% superior a la cifra correspondiente al periodo equivalente del año precedente. La inversión española directa en el exterior siguió débil, en particular, en el ámbito de la inversión empresarial pues la inmobiliaria presentó incrementos importantes. Pese a todo, su volumen total fue inferior en un 48,8% al del periodo equivalente del año anterior. La inversión extranjera directa continuó retrocediendo, concretamente, un 76,2% respecto al año anterior por el desplome de la inversión empresarial en un contexto de claro estancamiento en el sector inmobiliario. La inversión de cartera procedente del exterior, en cambio, creció más del 140% a diferencia de la española en el exterior que se redujo a la mitad.

LAS REMESAS AL EXTERIOR DE INMIGRANTES SUPERAN EL 1% DEL PIB

Las remesas de trabajadores al exterior han aumentado de modo espectacular desde finales de la pasada década a remolque del fenómeno de la inmigración. Si en 1997, los pagos realizados al exterior por trabajadores residentes en España superaron ligeramente los 520 millones de euros, en 2003, último año del que se dispone de cifras completas, se alcanzaron los 2.895 millones, según los datos de balanza de pagos del Banco de España. En 2004, los envíos dinerarios al exterior habían aumentado ya un 17,8% en los nueve primeros meses.

La fuerte alza de las remesas de los inmigrantes incide, lógicamente, sobre el saldo de la balanza corriente aunque de modo limitado. De hecho, los pagos al exterior por remesas representaron en los nueve primeros meses de 2004 el 5,5% de los pagos exteriores de la economía española por los distintos conceptos incluidos en la balanza corriente: mercancías, servicios, rentas y transferencias.

LOS INMIGRANTES ENVÍAN FONDOS A SUS PAÍSES

Remesas de trabajadores al exterior. Saldo acumulado de doce meses



Por otra parte, pese a su aumento espectacular, la partida de remesas de emigrantes enviadas al exterior se mantenía por debajo de las remesas de trabajadores recibidas del exterior, 4.177 millones de euros en los últimos doce meses desde septiembre de 2003.

Sin embargo, las cifras de la balanza de pagos deben ser consideradas con prudencia al existir limitaciones importantes en el sistema de información que utiliza el banco de España para su elaboración. Uno de los principales escollos viene determinado por la escasa bancarización de algunos colectivos de inmigrantes, lo que provoca la canalización de parte de las remesas por cauces extrabancarios. En segundo lugar, la existencia de un umbral de declaración elevado (12.500 euros) hace que muchas de las cantidades transferidas al exterior por población inmigrante queden fuera del sistema de información. Estimaciones del propio Banco de España apuntan a que las remesas potenciales de los trabajadores al exterior podrían más que doblar los registros oficiales de la balanza de pagos, es decir, superarían el 1% del PIB en 2004.

SECTOR PÚBLICO

Superávit público en los once primeros meses

Los ingresos impositivos aumentan un 8% en el periodo enero-noviembre.

Los ingresos de caja no financieros del Estado aumentaron un 4,8% en los once primeros meses de 2004 alcanzando los 105.985 millones de euros. Esta cifra no incluye los tramos de la recaudación del impuesto sobre la renta de las personas físicas y de la mayor parte de impuestos indirectos cedidos a las comunidades autónomas y corporaciones locales, por lo que resulta poco significativa como indicador de la capacidad de ingreso de las administraciones por la vía de impuestos generales. Incluyendo estos ingresos cedidos, la recaudación ascendió a 143.271 millones de euros y superó en un 8,2% la del mismo periodo de 2003.

Moderación de la recaudación por el impuesto sobre la renta de las personas físicas y auge en sociedades.

La principal fuente de recaudación en el periodo enero-noviembre la constituyeron los impuestos directos, con 69.822 millones de euros, un 9,3% más que en el mismo periodo de 2003. El incremento más significativo se registró en el impuesto sobre la renta de sociedades, un 21,4%, explicable, en parte, por el descenso de las devoluciones. Los ingresos por renta de personas físicas crecieron muy moderadamente, un 2,7%, respecto al mismo periodo del año anterior.

La recaudación por indirectos crece un 9% con el IVA como principal figura, mientras los especiales aumentan al ritmo de la inflación.

La recaudación por impuestos indirectos alcanzó, por su parte, los 61.449 millones de euros, un 8,9% más que en 2003, con el impuesto sobre el valor añadido (IVA) al frente. El importe ingresado por esta figura impositiva en los once primeros meses fue de 43.142 millones de euros, un 10,7% más que en el mismo periodo de 2003. Entre los impuestos especiales, la mayor parte de las figuras progresaron a un ritmo similar a la tasa de inflación. En el caso de los hidrocarburos, la recaudación creció un 3,2%, acusando la menor demanda atribuible a las alzas de precios de los combustibles. Las cifras de 2004 no incluyen, a diferencia de 2003, el impuesto sobre determinados medios de transporte, considerado como ingreso propio de las autonomías. Muy notable, por otra parte, fue el incremento de los recursos obtenidos por el impuesto sobre las primas de seguro, un 9,2%, vinculado al auge del mercado automovilístico, y el de los procedentes del tráfico exterior, un 23,6%, gracias al auge de las importaciones de países terceros.

Disminuyen los ingresos patrimoniales y las transferencias corrientes.

Al margen de los recursos impositivos, las tasas y precios públicos experimentaron también un aumento notable, un 8,0%, a diferencia de los ingresos patrimoniales y las transferencias corrientes que cayeron un 11,1% y 5,6% respectivamente. Por el contrario, las transferencias de capital aumentaron un 22,2% respecto al mismo periodo del año anterior, siendo poco significativos los recursos procedentes de la enajenación de inversiones reales.

EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO
 Noviembre 2004

	Mes		Acumulado del año	
	Millones de euros	% variación s/mismo mes año anterior	Millones de euros	% variación s/mismo mes año anterior
Ingresos no financieros	7.788	22,1	105.985	4,8
Ingresos no financieros corregidos (*)				
IRPF	4.249	10,2	44.275	2,7
Impuesto de sociedades	264	-	23.350	21,4
IVA	2.722	26,0	43.142	10,7
Impuestos especiales	1.469	-1,9	16.023	3,4
Resto	2.254	28,9	16.481	5,5
Total	10.958	19,1	143.271	8,2
Pagos no financieros	7.674	-5,6	102.762	0,7
Saldo de caja	114	-	3.223	-
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (**)	-5.696	66,5	1.982	-61,2

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.

Ceden los pagos por intereses y las inversiones reales, en contraste con el aumento de los pagos al personal y, especialmente, de las compras de bienes y servicios.

Los once primeros meses se cierran con superávit tanto por caja como en contabilidad nacional.

Los pagos no financieros del Estado, por su parte, aumentaron un 0,7% ascendiendo a 102.762 millones de euros. Esta cifra no incluye la contrapartida de los ingresos correspondientes a los tramos de los impuestos cedidos a las comunidades autónomas. La moderación del gasto se vio favorecida por el descenso en los pagos por intereses, un 15,3%, y también por las menores inversiones reales. Por el contrario, los gastos determinantes del consumo público crecieron un 4,9% en el caso del personal y un 18,0% en el caso de las compras de bienes y servicios.

El saldo de caja del Estado acumulado hasta noviembre, es decir, la diferencia entre sus ingresos y pagos no financieros, fue positivo por importe de 3.223 millones de euros y contrasta con el déficit del mismo periodo del año anterior. Pese a este superávit, la intensa variación positiva de activos financieros, excluidos los movimientos en la cuenta corriente del Banco de España, derivó en la aparición de una necesidad de endeudamiento por 6.022 millones de euros, un 61,4% superior a la del mismo periodo de 2003. El aumento de los activos financieros se concentró en los depósitos del Estado en instituciones financieras y en las mayores aportaciones patrimoniales, 2.014 millones en total. En términos de contabilidad nacional, el saldo presupuestario resultó también positivo por importe de 1.982 millones de euros, pero sensiblemente inferior al del periodo homólogo de 2003.

AHORRO Y FINANCIACIÓN

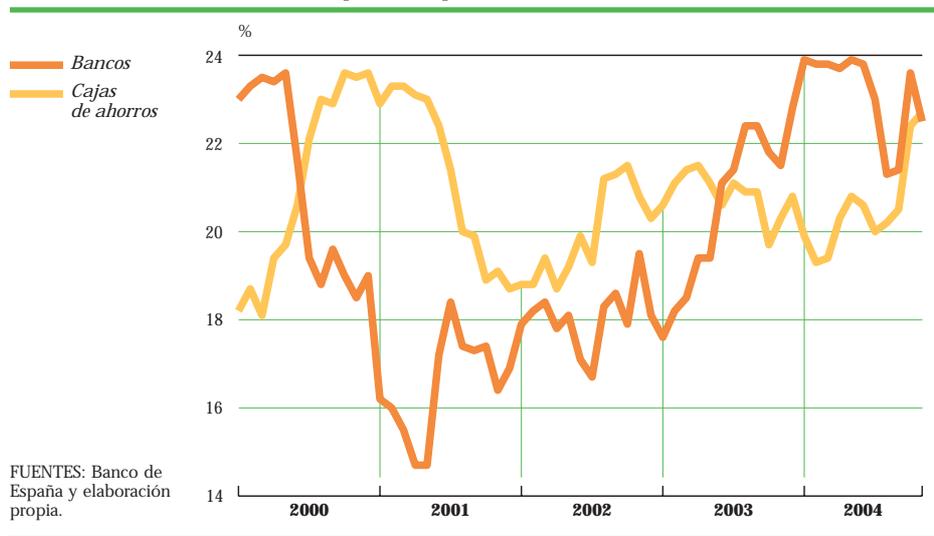
El crédito bancario al sector privado sigue mostrando dinamismo

El crédito bancario a las empresas y familias se eleva el 17% en los últimos doce meses.

El crédito bancario a las empresas y familias aumentó el 17,0% en octubre respecto al mismo mes del año anterior. Esta tasa es inferior en 3 décimas a la anotada en el mes precedente, pero se mantiene en niveles altos, más del doble que el conjunto del área del euro. La demanda de crédito bancario por parte del sector privado sigue siendo impelida por la bonanza económica y por unas confortables condiciones de financiación, con unos tipos de interés muy reducidos.

GRAN VIGOR DEL CRÉDITO HIPOTECARIO

Variación interanual del crédito hipotecario por entidades



El saldo hipotecario gestionado sube el 25% en un año...

El crecimiento del crédito a las empresas y familias ha continuado siendo impulsado por las hipotecas. De este modo, el crédito hipotecario de bancos y cajas subió el 22,6% en los doce últimos meses hasta octubre. Incluyendo las titulizaciones y las otras entidades de crédito, esta tasa se eleva hasta el 25,1% de acuerdo con la información de la Asociación Hipotecaria Española. Así, el crédito hipotecario sigue expandiéndose a un ritmo vivo por el momento. Unas mayores rentas de los hogares, factores demográficos y los bajos tipos de interés siguen apoyándolo.

CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS
Octubre 2004

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
Crédito comercial	56.908	1.377	2,5	5.487	10,7	6,2
Deudores con garantía real (*)	524.342	82.217	18,6	96.480	22,5	57,1
Otros deudores a plazo	277.629	26.730	10,7	25.114	9,9	30,2
Deudores a la vista	24.225	3.302	15,8	3.332	15,9	2,6
Arrendamientos financieros	28.355	3.286	13,1	3.415	13,7	3,1
Créditos dudosos	7.466	-200	-2,6	-240	-3,1	0,8
TOTAL	918.925	116.713	14,5	133.587	17,0	100,0

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

...mientras la morosidad marca cotas mínimas.

Los créditos dudosos se situaron en 7.466 millones de euros. Este saldo supone una ratio de morosidad del 0,81%, la cota mínima de los últimos años. Por otro lado, la tasa de dudosidad hipotecaria marcó un nivel mínimo en el mes de septiembre al descender hasta el 0,431%.

Alta demanda de crédito tanto de los particulares como de las empresas.

Por otro lado, el Banco de España ha facilitado recientemente las cifras del crédito al sector privado correspondientes al final del tercer trimestre de 2004, que posibilitan un análisis más detallado desde la óptica de su destino. El crédito dirigido a la financiación de los particulares registró un crecimiento interanual del 17,4%, superior en 1,4 décimas a la tasa ano-

CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO
Tercer trimestre de 2004

	Saldo (*)	Variación año actual		Variación 12 meses		
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
Financiación de actividades productivas						
Agricultura, ganadería y pesca	17.655	1.254	7,6	1.193	7,2	
Industria	88.360	2.531	2,9	1.120	1,3	
Construcción	75.494	9.711	14,8	13.592	22,0	
Servicios	283.069	39.097	16,0	50.468	21,7	
Total	464.578	52.592	12,8	66.373	16,7	
Financiación a personas físicas						
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	315.021	39.063	14,2	50.568	19,1	
Adquisición de bienes de consumo duradero	38.075	2.939	8,4	1.607	4,4	
Otras financiaciones	66.134	5.215	8,6	9.909	17,6	
Total	419.230	47.217	12,7	62.084	17,4	
Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro						
	3.426	424	14,1	775	29,2	
Resto sin clasificar	16.355	1.144	7,5	3.835	30,6	
TOTAL	903.590	101.377	12,6	133.067	17,3	

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

tada en junio. El crédito canalizado a las actividades productivas se elevó el 16,7% en relación con el mismo trimestre de 2003, 5 décimas más que en el trimestre anterior.

Gran empuje del crédito para la construcción y los servicios.

Por grandes sectores económicos destaca el empuje de la construcción y de los servicios, cuyo crédito ascendió el 22,0% y el 21,7% en los últimos doce meses, respectivamente, mostrando ambos unas tasas ligeramente superiores al trimestre precedente. La financiación dirigida al sector primario, es decir, la agricultura, ganadería y pesca, creció el 7,2% en relación con doce meses antes, 1,6 puntos menos que en junio. Los fondos para la industria se incrementaron el 1,3% respecto al tercer trimestre del año pasado, después de haber presentado una tasa de variación interanual negativa en el segundo trimestre de 2004.

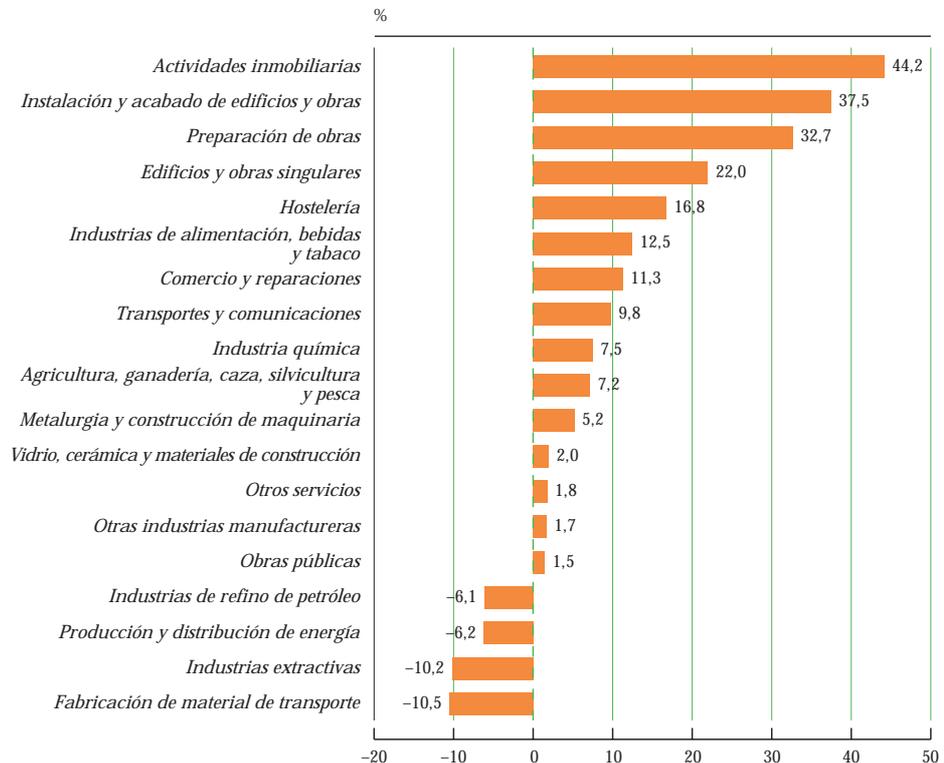
La financiación dirigida a las actividades inmobiliarias se incrementa el 44%.

A un nivel más desagregado, es notable el espectacular crecimiento del crédito captado por las actividades inmobiliarias, con un alza interanual del 44,2%. También destacan con tasas de variación superiores al 30% las ramas de la construcción, instalación y acabado de edificios y obras, así como la preparación de obras. En el sector servicios, la hostelería presenta un fuerte incremento del crédito del 16,8%. En el otro extremo, las industrias de refino de petróleo, la producción y distribución de

EL SECTOR INMOBILIARIO ABSORBE LA MAYOR PARTE DEL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO A EMPRESAS

Tercer trimestre de 2004

Variación interanual del crédito concedido por las entidades de crédito para financiar actividades productivas



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

energía, gas y agua, las industrias extractivas y la fabricación de material de transporte presentan tasas de variación negativas. Los dos últimos subsectores muestran una caída del crédito superior al 10%.

El crédito para la compra de bienes de consumo duradero se eleva el 4%.

Por lo referente a la financiación a los particulares, la compra y rehabilitación de la vivienda se elevó el 19,1% en relación con el mismo periodo del año anterior, 1,3 puntos más que en el segundo trimestre. Por el contrario, el crédito para la adquisición de bienes de consumo duradero sólo aumentó el 4,4% respecto a septiembre de 2003, 4 décimas menos que en junio. El resto de los recursos destinados a las familias se elevó un considerable 17,6% interanual, 2,5 puntos más que en el segundo trimestre.

Sostenido ritmo de avance de los depósitos bancarios del sector privado

Los depósitos bancarios del sector privado ascienden el 13% en relación con octubre de 2003.

Los depósitos totales del sector privado residente en euros y moneda extranjera se incrementaron el 13,2% en octubre de 2004 con relación al mismo mes del año anterior, dos décimas más que en septiembre. En los últimos doce meses estos depósitos ascendieron en 80.050 millones de euros. Este importe fue considerablemente inferior al aumento de los créditos, por lo que las entidades realizaron emisiones de valores y titulizaciones y recurrieron al mercado interbancario exterior para compensar este desfase.

DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Octubre 2004

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	181.642	12.738	7,5	22.446	14,1	26,5
De ahorro (*)	153.323	8.114	5,6	14.427	10,4	22,4
A plazo hasta 2 años	156.622	396	0,3	-1.056	-0,7	22,9
A plazo a más de 2 años	112.760	35.398	45,8	44.604	65,4	16,5
Cesiones temporales	75.377	-2.424	-3,1	-1.689	-2,2	11,0
Total	679.725	54.223	8,7	78.734	13,1	99,2
Depósitos en monedas no euro	5.381	1.230	29,6	1.316	32,4	0,8
TOTAL	685.106	55.453	8,8	80.050	13,2	100,0

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

Los depósitos a plazo a más de dos años aumentan el 65%.

Por clases de depósitos, los de a plazo a más de dos años anotaron una espectacular alza anual del 65,4%, si bien fue inferior en 1,7 puntos al mes precedente. Los depósitos en monedas diferentes del euro también registraron un notable incremento interanual del 32,4%, superior al de los meses anteriores. Por el contrario, las cesiones temporales y los depósitos a plazo hasta dos años bajaron ligeramente en el decurso del último año.

El patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria marca un nuevo máximo histórico.

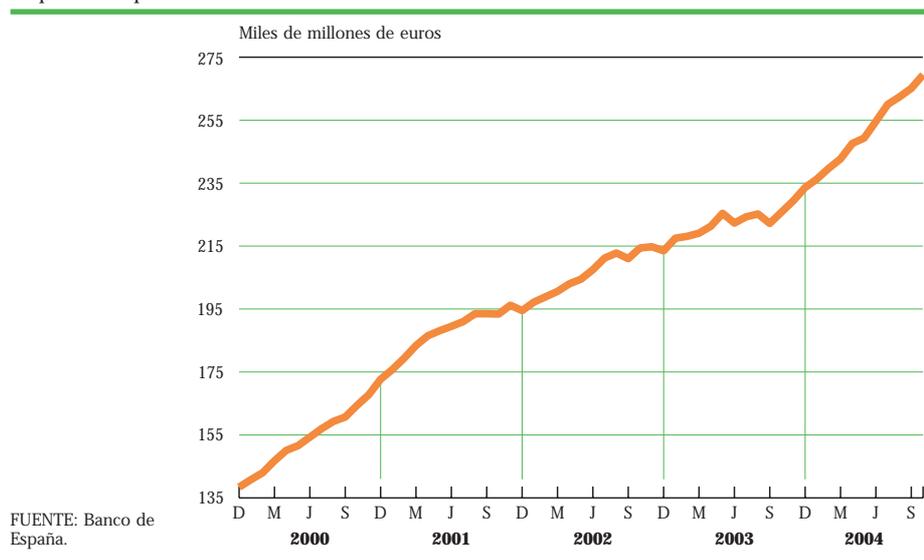
Los fondos de renta variable nacional logran plusvalías del 20%.

El patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria subió en 2.853 millones de euros en noviembre hasta 217.265 millones de euros, con un alza del 10,4% en relación con el mismo mes de 2004, según los datos facilitados por la asociación de gestoras Inverco. El aumento de noviembre fue debido a adquisiciones netas de participaciones –descontando las ventas– de 1.443 millones de euros y a plusvalías. En los once primeros meses del año las compras netas de participaciones sumaron 14.496 millones de euros. Los mayores incrementos fueron los de los fondos globales, de renta fija a corto plazo y los garantizados en un contexto de volatilidad en los mercados financieros.

La rentabilidad media ponderada de los fondos de inversión mobiliaria en los últimos doce meses resultó del 3,4% en noviembre. Todas las categorías de fondos de inversión mobiliaria lograron rendimientos anuales positivos, aunque con una gran dispersión. Las mayores plusvalías anuales fueron anotadas por la renta variable nacional, con un extraordinario 20,3%, y la renta variable de los mercados emergentes, con un 17,9%.

FUERTE CRECIMIENTO DE LOS DEPÓSITOS A PLAZO

Depósitos a plazo en las entidades de crédito



LA TASA DE AHORRO DE LAS FAMILIAS SE SITÚA EN EL 10,6%

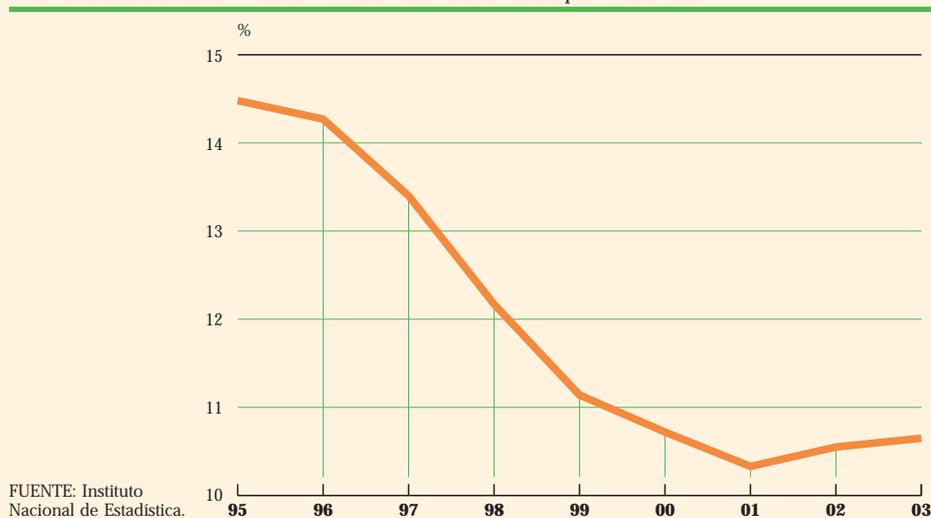
El ahorro de las familias, medido en relación con su renta disponible, se colocó en el 10,6% en 2003, nivel similar al registrado en los dos años anteriores. De esta manera, el ahorro de los hogares siguió estancado en cotas bajas. Este resultado se debió a aumentos parecidos, alrededor del 6%, de la renta disponible y del gasto en consumo final de las familias, pues el ahorro se obtiene detrayendo el consumo de la renta disponible.

En cuanto a la renta de las familias, los flujos generados en el proceso productivo aumentaron a una tasa del 6,4%. En particular, la remuneración de asalariados creció el 6,7% y el saldo neto de las rentas de la propiedad se elevó el 9,8%. No obstante, las prestaciones sociales recibidas por los hogares ascendieron en menor medida, el 2,5%, y el saldo neto de las transferencias corrientes percibidas fue negativo, lo que explica el mencionado aumento de la renta disponible.

En 2003 el ahorro generado por las familias se cifró en unos 50.000 millones de euros. Este ahorro bastó para financiar la compra de viviendas, que se incrementó un 12,9%. El resto se convirtió en activos financieros y constituye lo que se conoce como capacidad de financiación, que ascendió sólo a 1.722 millones de euros. Esta cantidad, que representa el 0,2% del producto interior bruto (PIB), es la menor de la serie de datos contables homogéneos de que se dispone desde 1995.

EL AHORRO DE LAS FAMILIAS SE ESTABILIZA EN UN NIVEL BAJO

Ahorro bruto de las familias en relación con su renta disponible bruta



La caída de la capacidad de financiación de las familias, tradicionales financiadoras de la economía, a pesar de un superávit de las administraciones públicas y de la ampliación del saldo positivo de las instituciones financieras, supuso una sensible alza de la necesidad de financiación de la economía española frente al resto del mundo debido a la insuficiencia del ahorro interno. Así, se truncó la corrección del déficit con el exterior que venía mostrándose desde 2001. La economía española precisó financiarse en el exterior por un montante de 15.553 millones de euros en 2003, el 2,1% del PIB.

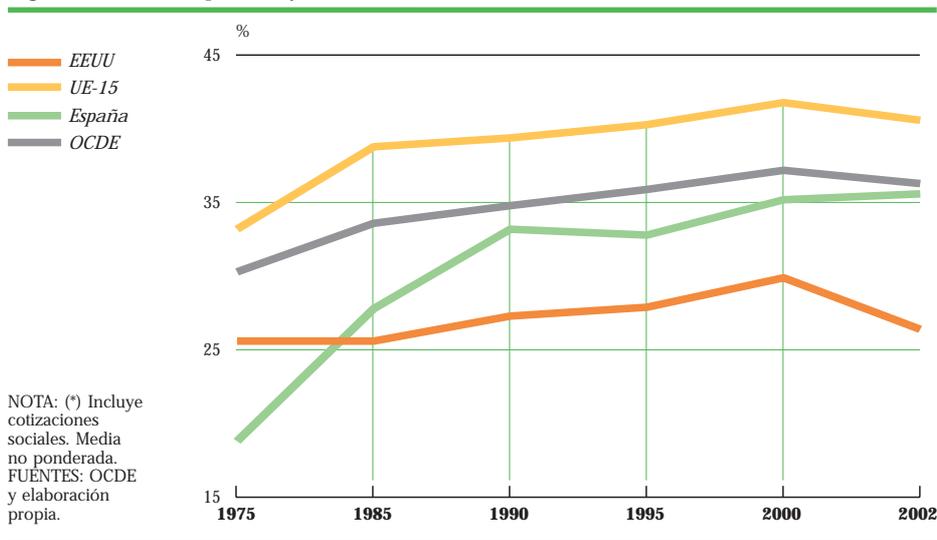
La presión fiscal se estabiliza en los países desarrollados

Los ingresos de las administraciones públicas en la OCDE se estabilizan en torno al 36,5% del PIB desde principios de la década actual...

La presión fiscal en las economías de los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) parece haber alcanzado un techo, según los datos de la propia organización. Así, tras un proceso de crecimiento ininterrumpido desde mediados de los sesenta, los ingresos públicos de los países de la OCDE se han estabilizado, en media no ponderada, en torno al 36,5% del producto interior bruto (PIB) a partir de principios de la década actual. Estas cifras incluyen las cotizaciones sociales.

LA PRESIÓN FISCAL SE MODERA EN LA OCDE EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

Ingresos fiscales en porcentaje del PIB (*)



... tras un proceso de aumento secular que ha supuesto aumentar la presión fiscal en casi once puntos de PIB desde 1965.

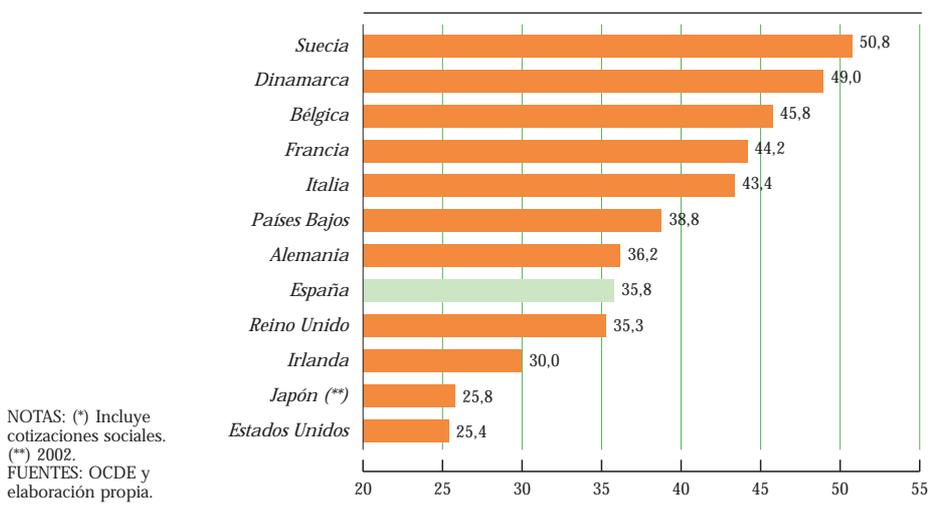
Este proceso de estabilización deja tras de sí, no obstante, una estela de aumentos intensos que han supuesto, para el conjunto de la OCDE, elevar la presión fiscal en algo más de diez puntos porcentuales sobre el PIB desde las cotas del 25,8% registradas en 1965. Este aumento ha experimentado fases diversas: intenso hasta el primer choque petrolífero en 1975, unos 4,5 puntos de PIB en diez años y algo inferior en la década siguiente, aparentemente por la merma de la capacidad recaudatoria de los gobiernos derivada del menor crecimiento real y de los mayores niveles de desempleo. Entre 1985 y 1995, la presión fiscal creció de nuevo, aunque ya no

de manera generalizada, por las nuevas políticas de reforma fiscal de carácter liberal. Finalmente, los últimos años han supuesto una mayor estabilidad e incluso, en algunos países, un descenso de la presión fiscal.

La presión fiscal aumenta en la Unión Europea, pero no en Estados Unidos.

Esta tendencia general presenta, lógicamente, una intensidad muy dispar por países y diferencias abultadas según los niveles de partida en cada uno de ellos. A grandes rasgos, la tendencia secular al crecimiento relativo de los ingresos públicos por encima de la economía ha sido especialmente intensa en el ámbito europeo, principalmente continental, en contraposición a la situación en el área americana, donde la estabilidad, en niveles mucho menores, ha sido la norma. Así, mientras que en Estados Unidos la presión fiscal relativa, es decir, los ingresos fiscales sobre el PIB, se ha mantenido con leves oscilaciones en torno al 25%, en la Unión Europea de quince miembros (UE-15) ha aumentado desde 1975 en más de siete puntos porcentuales, hasta situarse en el 40,6% en 2002 en media no ponderada.

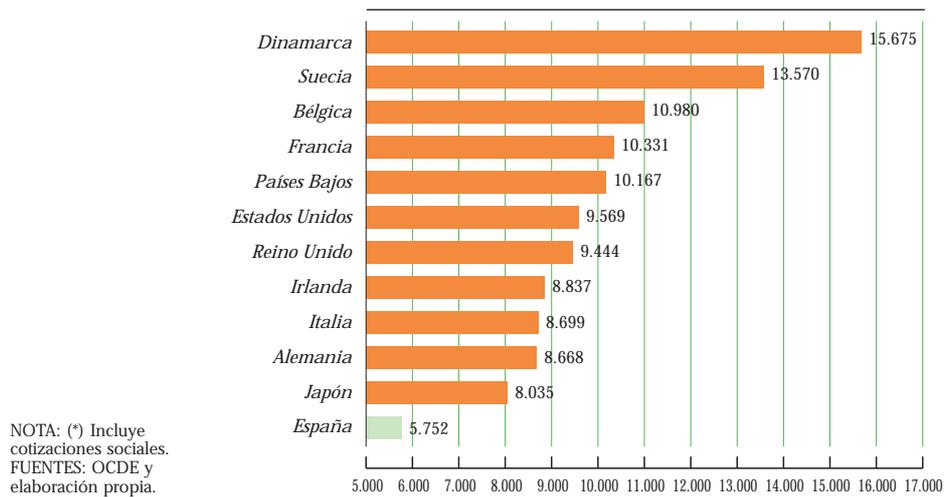
IMPORTANTES DIFERENCIAS EN LA PRESIÓN FISCAL EN LA OCDE
Ingresos fiscales totales en porcentaje del PIB en 2003 (*)



La transición política y la integración europea definen un nuevo modelo fiscal para España, pero la presión fiscal, pese a su notable aumento, no alcanza la media europea.

En España, el cambio ha sido más extremo a expensas de la transformación del modelo político y la instauración de la democracia. Si en 1975 la presión fiscal se situó en el 18,8% del PIB, en 2003 llegó al 35,8%, es decir, prácticamente el doble. Pese a este intenso incremento, la presión fiscal en España se mantenía en un nivel claramente inferior a la correspondiente a los países con mayor carga como Suecia y Dinamarca (50,8% y 49,0% del PIB respectivamente) o también por debajo de otros estados de la UE-15 como Bélgica (45,8%), Francia (44,2%) o Italia (43,4%). Por el contrario, las cifras eran muy similares a las de Alemania o Reino Unido, ambos en la franja del 35-36%, y muy superiores a las constatadas en Estados Unidos o Japón, en torno al 25%, o en México, el país con menor nivel de la OCDE (18%).

INGRESOS FISCALES POR HABITANTE (*)
En dólares, año 2002



Los países del norte de Europa tienen los mayores ingresos públicos por habitante.

La posición intermedia que ocupa España al contemplar la presión fiscal relativa al tamaño de la economía cambia sensiblemente al considerar los niveles por habitante, por efecto del menor nivel relativo de renta. Así, en 2002, los ingresos del conjunto de administraciones públicas supusieron una media de 5.752 dólares por habitante, menos de un tercio del máximo registrado en Noruega, y el menor nivel de la UE, sólo por delante de Grecia y Portugal. Por otra parte, esta cota era también sensiblemente inferior a la registrada en Estados Unidos (9.569 dólares per cápita) o Japón y, por el contrario, muy superior a la de Turquía, 822 dólares, el país con menor nivel de la OCDE.

Los sistemas fiscales varían según el énfasis en la imposición sobre las distintas vertientes de la actividad económica: renta, consumo, producción o propiedad.

Estas diferencias en la presión fiscal total se aprecian también en la estructura de los sistemas de recaudación en función de la importancia relativa que una u otra vertiente de la actividad económica tiene sobre los ingresos públicos totales. En este sentido, cada estructura fiscal aparece como una combinación determinada entre impuestos sobre la renta (personal y de las empresas), sobre el consumo y el comercio internacional (impuestos generales, especiales y aranceles), sobre la producción (cotizaciones sociales) y, finalmente, sobre la propiedad (patrimonio y transacciones patrimoniales). Lógicamente, la mayor o menor inclinación hacia una u otra vertiente define los criterios de política fiscal de cada país.

La tendencia global, salvo excepciones geográficas, muestra una reducción de la imposición personal, compensada por un crecimiento de las cotizaciones sociales.

A lo largo de estos últimos años la importancia relativa de estas distintas parcelas de imposición, salvando las diferencias entre países, muestran que la tendencia general al alza de la presión fiscal (sólo atenuada a partir de 2000) se ha sustentado en la mayor contribución relativa de las cotizaciones sociales. Por el contrario, los impuestos sobre la renta personal han visto perder su cuota sobre el total casi con la misma intensidad. Por otra parte, se aprecia también una leve pérdida de importancia de los impuestos sobre el consumo y el comercio internacional de bienes y

INGRESOS DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS EN LA OCDE
Porcentaje del PIB

	Cotizaciones sociales		Impuestos s/renta personal y beneficios		Impuestos s/bienes y servicios		Total (*)	
	1975	2002	1975	2002	1975	2002	1975	2002
Europa								
Alemania	12,0	14,5	12,1	10,1	9,5	10,5	35,3	36,0
Dinamarca	0,5	1,7	23,6	28,9	13,5	16,2	40,0	48,9
España	8,9	12,6	4,2	10,4	4,6	10,2	18,8	35,6
Francia	14,6	16,3	5,7	10,5	11,9	11,2	35,9	44,0
Italia	12,0	12,5	5,6	13,8	7,7	11,4	26,1	42,6
Países Bajos	15,9	13,9	14,4	10,6	10,0	12,1	41,3	39,2
Polonia	...	9,5	...	9,5	...	12,0	...	32,6
Reino Unido	6,2	6,1	15,8	13,5	8,8	11,7	35,3	35,8
Suecia	8,2	15,1	21,2	17,7	10,2	13,3	42,0	50,2
Suiza	7,8	7,8	11,9	13,1	5,4	6,9	27,0	30,3
Norteamérica								
Canadá	3,2	5,2	15,1	15,7	10,2	8,9	31,9	33,9
Estados Unidos	5,2	6,9	11,8	11,8	5,0	4,6	25,6	26,4
México	...	3,2	...	5,2	...	8,9	...	18,1
Pacífico								
Australia	...	...	14,8	17,4	7,8	9,5	26,5	31,5
Corea	0,1	4,6	3,5	6,2	8,8	9,5	14,5	24,4
Japón	6,0	9,9	9,3	7,9	3,6	5,2	20,8	25,8
UE-15 (**)	9,1	11,4	11,7	14,0	10,1	12,3	33,2	40,6
OCDE-América (**)	4,2	5,1	13,4	10,9	7,6	7,5	28,8	26,1
TOTAL (**)	6,8	9,3	11,5	12,9	9,6	11,4	30,3	36,3

NOTAS: (*) El total incluye también los impuestos sobre la propiedad y alguna otra figura residual.

(**) Media no ponderada.

FUENTES: OCDE y elaboración propia.

servicios. Lo mismo sucede con los impuestos sobre la propiedad, en contraste con la mayor aportación relativa de los impuestos sobre los beneficios empresariales. Con todo, las diferencias entre países son suficientemente importantes como para especificar el comportamiento de cada fuente de financiación.

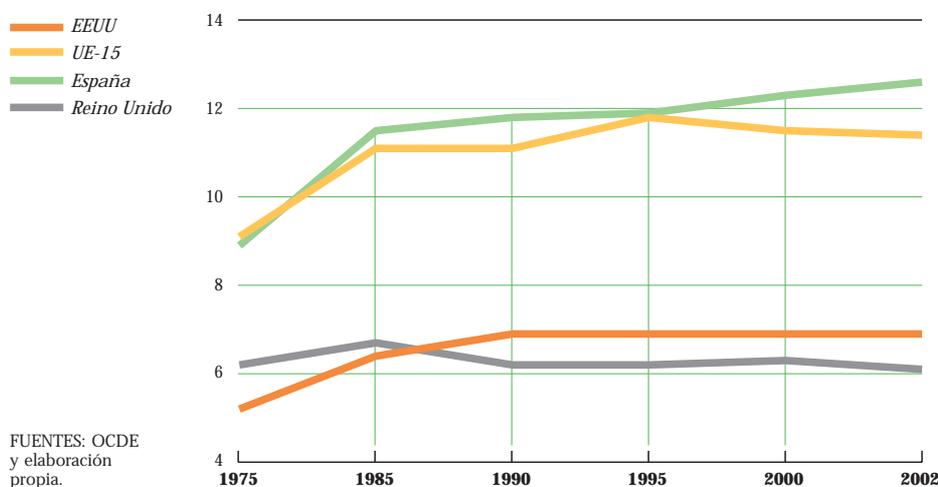
Las cotizaciones sociales suponen hasta el 16% del PIB en ciertos países de la UE, mientras que en Estados Unidos quedan en el 6%.

Así, el papel de las cotizaciones sociales es totalmente distinto en los países anglosajones o en Europa continental, donde el peso de esta fuente de ingresos llega a suponer en torno al 12-16% del PIB, más del doble que en Estados Unidos o el Reino Unido. La distinta concepción del sistema de la Seguridad Social en una u otra área explica esta gran diferencia. Así, mientras en países como Alemania, Italia, Francia o España el sistema responde en gran medida a un patrón de seguro que vincula las prestaciones a las cantidades aportadas en función de los salarios de los trabajadores, en el caso anglosajón y también en algunos países escandinavos las prestaciones sociales tienden a ser financiadas directamente por el Estado, a partir de los recursos generales provenientes de las distintas

figuras impositivas. De este modo, las cotizaciones sociales son la fuente primordial de financiación en países como Francia, Alemania o España, pues representan entre el 35-40% de los ingresos públicos totales, mientras en Estados Unidos o el Reino Unido la proporción es muy inferior (26% y 17% respectivamente).

LAS COTIZACIONES SOCIALES, FUNDAMENTALES EN LA EUROPA CONTINENTAL

Cotizaciones sociales en porcentaje del PIB (*)



Reparto desigual de la carga de las cotizaciones entre empresarios y trabajadores.

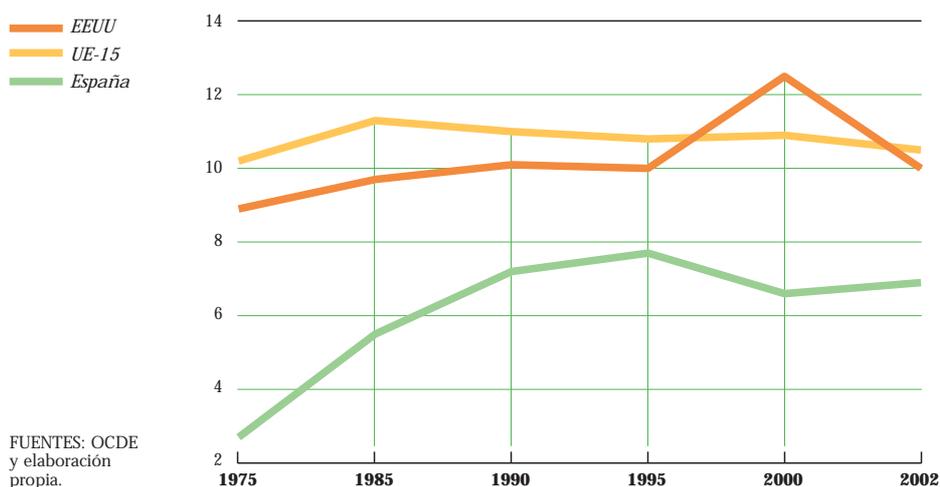
Sensibles son también las diferencias en la estructura del reparto de las cotizaciones entre empresarios y trabajadores. Mientras en países como Estados Unidos, Alemania o los Países Bajos las cuotas soportadas por los trabajadores superan el 40% del total, haciéndose muy evidente la aportación del empleado al sistema de Seguridad Social, en Suecia, Italia y especialmente España dicha proporción queda por debajo del 20% (un 15,9% en España).

Los impuestos sobre la renta tienen un peso similar en Estados Unidos y la UE, sobre el 10% del PIB.

Los impuestos sobre la renta personal, en cambio, tienen una importancia similar en la UE y en Estados Unidos, pues en 2002, en ambos casos, supusieron una cifra ligeramente superior al 10% del PIB. En España, por otra parte, tras un intenso incremento hasta 1995, la carga total también se ha suavizado, manteniéndose tres puntos por debajo de estos niveles y muy lejos de los países de mayor carga fiscal personal como Dinamarca, Suecia o Bélgica. Por el contrario, sólo Japón, en el marco de los países desarrollados, quedaría por debajo de España. Con todo, y pese al descenso de su importancia relativa, los impuestos personales continúan siendo una pieza clave de los ingresos públicos. En Estados Unidos, el 37% de la recaudación fiscal proviene de esta figura, mientras que en la UE la cuota es del 25,8% (un 19,4% en España).

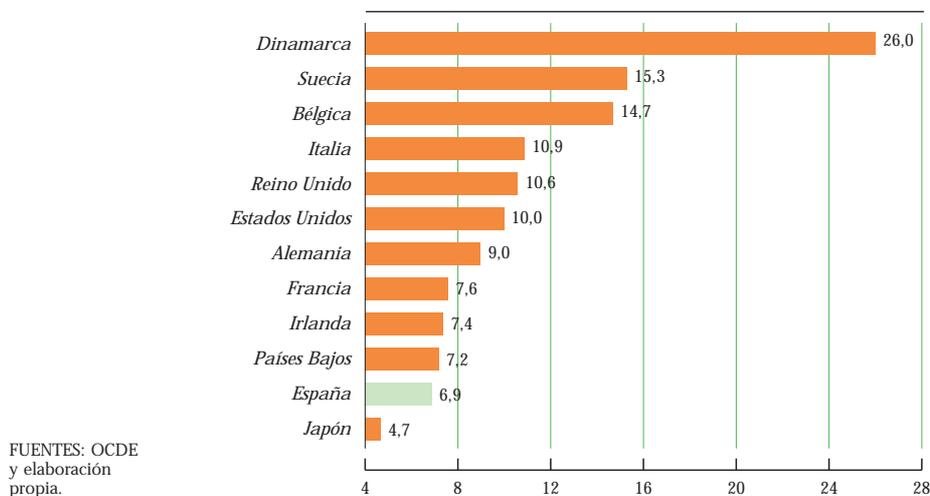
LA PRESIÓN FISCAL SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS TIENDE A MODERARSE

Ingresos fiscales por renta personal en porcentaje del PIB



NOTABLES DIFERENCIAS EN LA IMPOSICIÓN SOBRE LA RENTA PERSONAL

Ingresos por impuesto en porcentaje de la renta personal sobre el PIB en 2002

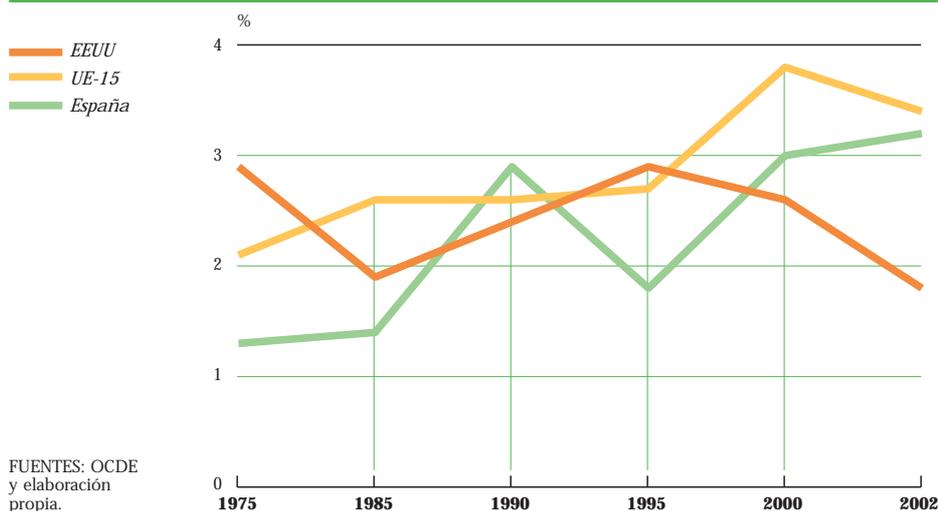


Los impuestos sobre los beneficios empresariales suponen en torno al 2-3% del PIB en los distintos países de la OCDE.

Algo distinta es la situación en el caso de los impuestos sobre los beneficios empresariales, área en que la proporción que representan sobre el PIB aparece sensiblemente menor en Estados Unidos que en Europa y España, país donde se ha convergido respecto a la media de la Unión. Con todo, la importancia relativa de esta figura impositiva es relativamente modesta pues viene a representar entre el 2-3% del PIB, aunque en ciertos países como Luxemburgo, Noruega, Australia e incluso Irlanda puede representar una fracción relevante de la recaudación total, entre el 20% y el 13%. Pese a ello, las diferencias entre países deben ser interpretadas con prudencia a tenor de la fuerte variabilidad

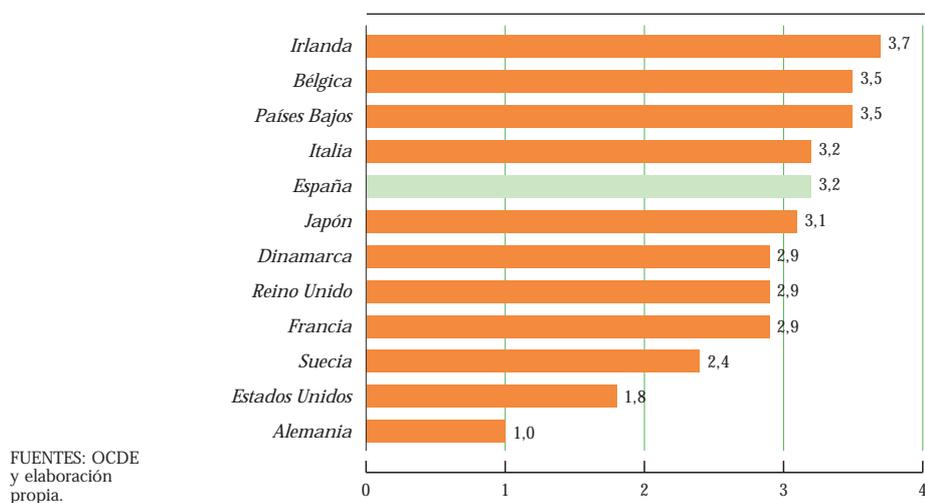
EL IMPUESTO SOBRE BENEFICIOS CRECE EN IMPORTANCIA EN LA UE

Ingresos fiscales por beneficios de sociedades sobre el PIB



REDUCIDO IMPUESTO SOBRE BENEFICIOS EN ALEMANIA

Ingresos por impuesto sobre los beneficios empresariales en porcentaje del PIB en 2002

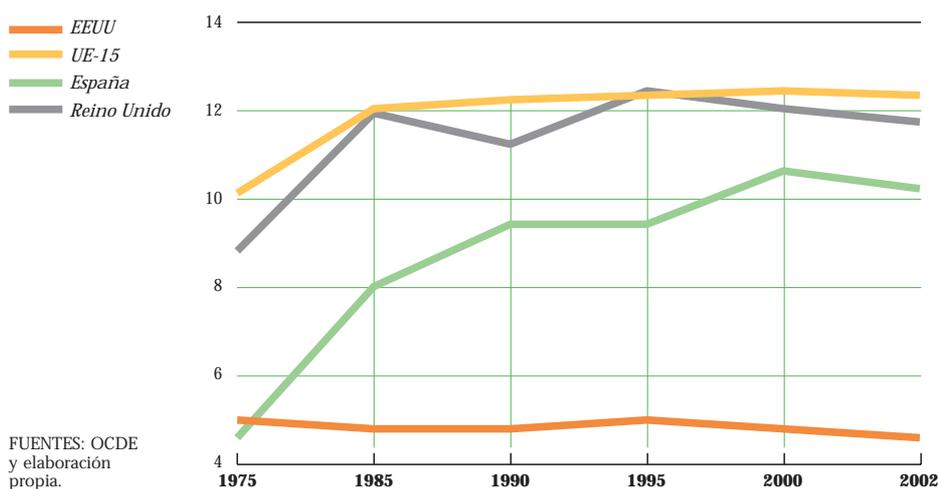


de los beneficios empresariales, no ya únicamente por la incidencia del ciclo económico sino también por el papel que pueden ejercer los beneficios extraordinarios.

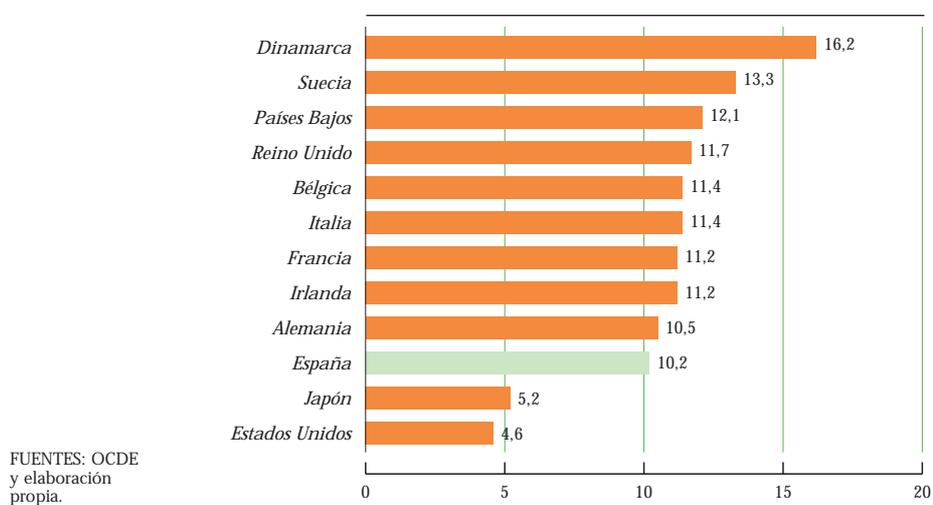
Los ingresos por impuestos sobre bienes y servicios han moderado su importancia por la menor imposición sobre el comercio internacional.

Otro pilar crucial del sustento de los presupuestos públicos son los impuestos sobre el consumo y comercio internacional de bienes y servicios, si bien éstos últimos han ido perdiendo relevancia con la reducción general de impuestos sobre el tráfico exterior. Su importancia relativa difiere enormemente según los países constatándose, en general, una mayor dependencia de esta fuente de financiación cuanto menor es el nivel de desarrollo relativo. En el caso de la Unión Europea, los impues-

IMPUESTOS SOBRE EL CONSUMO:
CAMINO DE LA EQUIPARACIÓN CON LA UNIÓN EUROPEA
Ingresos fiscales por consumo en porcentaje del PIB



ESTADOS UNIDOS Y JAPÓN RECAUDAN POCO DEL CONSUMO
Ingresos por impuestos sobre el consumo en porcentaje del producto interior bruto en 2002



tos totales sobre bienes y servicios vienen a representar un 12% del PIB en 2002, proporción muy alejada del 4,6% registrado en Estados Unidos, mientras que en España los cambios en la imposición indirecta a partir de 1986 han supuesto que esta partida haya ganado terreno de manera sustancial hasta llegar al 10,2% del PIB y cubrir casi el 30% de la recaudación fiscal.

Los impuestos sobre el consumo en la UE casi triplican los de Estados Unidos.

Dentro de los impuestos sobre bienes y servicios, la mayor parte de la recaudación corresponde propiamente a impuestos sobre consumo, tanto generales como especiales. Estos ingresos, marcadamente estables en los últimos quince años, suponen el 11,5% del PIB en la UE-15, casi tres

veces la proporción registrada en Estados Unidos (un 4,0%). En España, en cambio, la proporción se ha doblado prácticamente entre 1980 y 2002, alcanzando en este último año el 9,4% del PIB, el nivel más bajo de los países europeos de la OCDE con la excepción de Suiza.

Los impuestos generales sobre el consumo crecen por encima de la economía en España y los especiales se mantienen en términos relativos.

Por otra parte, dentro de los impuestos sobre el consumo, y en particular en Europa, se aprecian dos movimientos de signo contrario. Uno, al alza en el ámbito de los impuestos de carácter general, principalmente el impuesto sobre el valor añadido (vigente en veintinueve de los treinta países de la OCDE). Y otro, a la baja en los impuestos especiales sobre el consumo de determinados productos (tabaco, alcohol, combustibles, etc.). En España, los impuestos generales han crecido claramente por encima de la economía, llegando al 5,9% del PIB en 2002 (un 4,1% en 1985), pero siguen siendo una proporción inferior a la media de la UE-15, el 7,5%. Los ingresos por impuestos especiales, en cambio, se han mantenido estables en torno al 3,5% desde 1985 y por debajo de la media europea, un 4,0% en 2002.

Los impuestos sobre la propiedad juegan un papel más importante en Estados Unidos y Reino Unido que en la mayor parte de países de la UE.

Por último, los impuestos sobre la propiedad (sucesiones, patrimonio, inmuebles, etc.) y las transacciones jurídicas de diversa índole representan una proporción relativamente baja de los ingresos públicos totales, siendo la carga impositiva de mayor intensidad en Estados Unidos, en torno al 3% del PIB, que en la UE, alrededor del 2%, valor algo inferior al español. Este conjunto de impuestos, en general, ha mostrado una relativa estabilidad a lo largo de los últimos años aunque, en ocasiones, los gobiernos no han podido saldar con éxito los intentos de actualización de las bases imponibles.

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 2004

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
-