

# INFORME MENSUAL

ABRIL 2005

N.º 279 Índice

- 1 Perspectivas económicas**
- 2 La situación económica**
- 6 Coyuntura internacional**
  - 6 Estados Unidos
  - 9 Japón
  - 11 China
  - 13 México
  - 16 Materias primas
- 19 Unión Europea**
  - 19 Zona del euro
  - 22 Pacto de Estabilidad**
  - 23 Alemania
  - 24 Francia
  - 25 Italia
  - 26 Reino Unido
- 28 Mercados financieros**
  - 28 Mercados monetarios y de capital
  - 37 Beneficios empresariales**
- 39 Coyuntura española**
  - 39 Actividad económica
  - 45 Mercado de trabajo
  - 48 Salarios**
    - 51 Precios
    - 56 Sector exterior
    - 58 Sector público
    - 61 Ahorro y financiación
- 65 Estudios especiales**
  - 65 Construcción**
- 75 Sistema bancario**

Materias primas: el precio del petróleo, en máximos  
**El precio del barril Brent supera los 55 dólares,**  
máximo histórico. Pág. 16

Zona del euro: tibio inicio de 2005  
**El consumo privado no despierta y la inversión empresarial**  
no acaba de consolidar su crecimiento. Pág. 19

Los costes salariales se moderan en 2004  
**El incremento medio del coste salarial por persona y mes**  
crece menos que la inflación. Pág. 48

El déficit corriente alcanza el 5% del PIB  
**Aumenta el desequilibrio comercial y disminuye el superávit**  
de servicios. Pág. 56

Los ajustes contables afloran déficit público en 2004  
**El superávit de la Seguridad Social reduce el déficit del conjunto**  
del sector público a tres décimas del PIB. Pág. 58

## ESTUDIOS ESPECIALES

**Construcción e inmobiliario: la expansión cumple**  
ocho años

**El sector continúa siendo uno de los pilares del crecimiento**  
de la economía española. Pág. 65

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   |
| <b>ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>           |      |      |             |      |      |      |      |             |      |
|   |      |      | Previsiones |      |      |      |      | Previsiones |      |
| <b>Producto interior bruto</b>          |      |      |             |      |      |      |      |             |      |
| Estados Unidos                          | 3,0  | 4,4  | 3,5         | 5,0  | 4,8  | 4,0  | 3,9  | 3,7         | 3,6  |
| Japón                                   | 1,4  | 2,6  | 1,4         | 4,1  | 3,1  | 2,3  | 1,0  | 1,0         | 1,4  |
| Reino Unido                             | 2,2  | 3,1  | 2,5         | 3,0  | 3,6  | 3,1  | 2,9  | 2,8         | 2,5  |
| Zona del euro                           | 0,5  | 1,8  | 1,7         | 1,6  | 2,2  | 1,9  | 1,6  | 1,5         | 1,5  |
| <i>Alemania</i>                         | -0,1 | 1,0  | 1,1         | 0,9  | 1,4  | 1,2  | 0,6  | 0,8         | 1,0  |
| <i>Francia</i>                          | 0,5  | 2,3  | 1,9         | 2,0  | 3,1  | 2,0  | 2,2  | 2,0         | 1,7  |
| <b>Precios de consumo</b>               |      |      |             |      |      |      |      |             |      |
| 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 | 0,5  | 0,3         | 0,4  |
| Reino Unido                             | 2,8  | 2,2  | 2,3         | 2,3  | 2,2  | 2,1  | 2,3  | 2,1         | 2,1  |
| Zona del euro                           | 2,1  | 2,1  | 1,9         | 1,7  | 2,3  | 2,2  | 2,3  | 2,0         | 1,9  |
| <i>Alemania</i>                         | 1,1  | 1,7  | 1,4         | 1,1  | 1,8  | 1,9  | 1,9  | 1,6         | 1,3  |
| <i>Francia</i>                          | 2,1  | 2,1  | 1,7         | 1,8  | 2,4  | 2,3  | 2,1  | 1,7         | 1,7  |
| <b>ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>                |      |      |             |      |      |      |      |             |      |
| <b>Agregados macroeconómicos</b>        |      |      |             |      |      |      |      |             |      |
| Consumo de los hogares                  | 2,9  | 3,5  | 3,3         | 3,4  | 3,6  | 3,5  | 3,5  | 3,4         | 3,3  |
| Consumo de las AAPP                     | 3,9  | 4,9  | 4,8         | 4,6  | 4,7  | 4,8  | 5,4  | 5,1         | 4,9  |
| Formación bruta de capital fijo         | 3,2  | 4,6  | 5,2         | 2,7  | 4,0  | 5,8  | 6,0  | 5,8         | 5,4  |
| <i>Bienes de equipo y otros</i>         | 1,7  | 4,9  | 6,4         | 0,7  | 3,8  | 7,5  | 7,4  | 7,1         | 6,6  |
| <i>Construcción</i>                     | 4,3  | 4,4  | 4,3         | 4,2  | 4,1  | 4,6  | 4,9  | 4,8         | 4,6  |
| Demanda nacional                        | 3,2  | 4,2  | 4,0         | 3,6  | 4,3  | 4,5  | 4,5  | 4,2         | 4,1  |
| Exportación de bienes y servicios       | 2,6  | 4,5  | 5,7         | 5,5  | 3,3  | 4,1  | 5,2  | 5,7         | 5,9  |
| Importación de bienes y servicios       | 4,8  | 9,0  | 9,0         | 8,0  | 8,2  | 9,5  | 10,2 | 9,8         | 9,4  |
| <b>Producto interior bruto</b>          | 2,5  | 2,7  | 2,7         | 2,7  | 2,6  | 2,6  | 2,7  | 2,8         | 2,7  |
| <b>Otras variables</b>                  |      |      |             |      |      |      |      |             |      |
| Empleo                                  | 1,7  | 2,1  | 2,2         | 2,1  | 2,0  | 2,1  | 2,2  | 2,3         | 2,3  |
| Tasa de paro (% población activa)       | 11,3 | 10,8 | 10,4        | 11,4 | 10,9 | 10,5 | 10,4 | 10,6        | 10,4 |
| Índice de precios de consumo            | 3,0  | 3,0  | 2,9         | 2,2  | 3,2  | 3,3  | 3,4  | 3,2         | 3,2  |
| Costes laborales unitarios              | 3,5  | 3,4  | 3,2         | 3,5  | 3,5  | 3,5  | 3,3  |             |      |
| Saldo operaciones corrientes (% PIB)    | -3,3 | -5,7 | -5,4        | -5,1 | -6,1 | -6,7 | -4,9 |             |      |
| Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB) | -2,1 | -4,6 | -4,3        | -4,4 | -4,7 | -5,6 | -3,8 |             |      |
| Saldo público (% PIB)                   | 0,3  | -0,3 | 0,0         |      |      |      |      |             |      |
| <b>MERCADOS FINANCIEROS</b>             |      |      |             |      |      |      |      |             |      |
| <b>Tipos de interés internacionales</b> |      |      |             |      |      |      |      |             |      |
| 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 EEUU 10 años                      | 4,0  | 4,3  | 4,7         | 4,0  | 4,6  | 4,3  | 4,2  | 4,3         | 4,6  |
| Bonos alemanes 10 años                  | 4,1  | 4,1  | 3,9         | 4,1  | 4,2  | 4,1  | 3,8  | 3,6         | 3,7  |
| Obligaciones 10 años                    | 4,1  | 4,1  | 3,9         | 4,1  | 4,2  | 4,2  | 3,8  | 3,6         | 3,7  |
| <b>Tipos de cambio</b>                  |      |      |             |      |      |      |      |             |      |
| \$/Euro                                 | 1,13 | 1,24 | 1,32        | 1,25 | 1,20 | 1,22 | 1,30 | 1,31        | 1,34 |

GRUPO " la Caixa" :  
DATOS MÁS RELEVANTES  
a 31 de diciembre de 2004

| ACTIVIDAD FINANCIERA         | Millones € |
|------------------------------|------------|
| Recursos totales de clientes | 143.912    |
| Créditos sobre clientes      | 93.242     |
| Resultado atribuido al Grupo | 1.020      |

PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO

|                            |           |
|----------------------------|-----------|
| Empleados                  | 24.827    |
| Oficinas                   | 4.841     |
| Terminales de autoservicio | 6.988     |
| Tarjetas                   | 7.805.561 |

OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO PARA 2005

| Actividades              | Millones de euros | %          |
|--------------------------|-------------------|------------|
| Sociales                 | 114               | 62         |
| Culturales               | 29                | 16         |
| Ciencia y medio ambiente | 23                | 13         |
| Educativas               | 17                | 9          |
| <b>Total actividades</b> | <b>183</b>        | <b>100</b> |
| Inversión y otros gastos | 67                |            |
| <b>TOTAL PRESUPUESTO</b> | <b>250</b>        |            |

## INFORME MENSUAL

Abril 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](http://www.estudios.lacaixa.es)  
Correo electrónico:  
[informemensual@lacaixa.es](mailto:informemensual@lacaixa.es)

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

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

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



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

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

## PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2005

La economía internacional ha entrado en una fase de **moderación suave del crecimiento**, después del brillante resultado de 2004. Sin embargo, las diferencias por países son muy acusadas. Estados Unidos y China se configuran de nuevo como los dos motores principales del crecimiento mundial, secundados por buena parte de los países emergentes, incluidos Rusia y los países del Este europeo. En cambio, Japón y la eurozona no logran despejar las dudas sobre su capacidad de recuperar ritmos de crecimiento significativos.

El inesperado encarecimiento del petróleo en esta primera parte del año ha generado interrogantes sobre la continuidad del ciclo expansivo. La posibilidad de un episodio de inflación que obligara a tensar las políticas monetarias y, por consiguiente, afectara al crecimiento ha incidido sobre las cotizaciones bursátiles. La situación del mercado de petróleo (elevada demanda y limitada capacidad de aumento de la oferta) ha obligado a incrementar las previsiones de precios del crudo, pero de todas formas los actuales márgenes empresariales y el aumento de la productividad permiten confiar en que **la inflación se mantendrá moderada**.

En este contexto, se espera que Estados Unidos crezca alrededor del 3,5% en 2005 mientras que Japón seguirá una recuperación modesta, con crecimientos claramente por debajo del 2%. Por su parte, en la zona del euro no se espera un crecimiento superior al 1,5% en el primer semestre, debido a la falta de impulso de la demanda interna. **La segunda mitad del año se espera que sea algo más dinámica**, con un crecimiento que tendería al 2%, precisamente gracias a una cierta recuperación conjunta de la demanda interna y del sector exterior. Por otra parte, la falta de presión de la demanda y un euro fuerte mitigarán las presiones inflacionistas derivadas del encarecimiento del petróleo, de manera que los precios de consumo crecerán por debajo del 2% en 2005.

En cualquier caso, la Reserva Federal de Estados Unidos **continuará elevando su tipo de interés de referencia** en los próximos meses, acercándolo progresivamente al nivel del 4% a finales de año. Por su parte, el Banco Central Europeo esperará algunos meses a acometer el giro restrictivo, dada la fragilidad de la recuperación económica de la eurozona. En este marco, los rendimientos de los bonos públicos previsiblemente tenderán a incrementarse, ya que aún se encuentran en niveles bajos.

En cuanto a la economía española, **la demanda interna continúa mostrando un gran dinamismo**, apoyándose en el avance del consumo y la fortaleza de la inversión en construcción y bienes de equipo. Empiezan a notarse, no obstante, algunos signos de moderación, que podrían acentuarse en los meses siguientes. Con todo, la leve mejoría prevista del déficit exterior permitirá que la tasa de crecimiento del producto interior bruto se sitúe en torno al 2,7% en 2005, igual que en 2004. Por otra parte, el mercado de trabajo refleja un tono positivo, manteniéndose la previsión de que se creen cerca de 350.000 empleos netos en el conjunto del ejercicio. Por lo que se refiere a la tasa de inflación, se espera un cierto repunte del índice de precios de consumo, que podría subir al 3,5% interanual en los inicios del segundo trimestre, pero después se moderaría hasta cerca del 2,7% a finales de año.

24 de marzo de 2005

---

## LA SITUACIÓN ECONÓMICA

### La amenaza del petróleo resurge

***El petróleo sube un 30% desde enero debido a las dificultades de la oferta para satisfacer la demanda...***

Tras unos meses de relativo respiro, desde principios de año el petróleo ha vuelto a subir con fuerza. En los tres primeros meses de 2005 el oro negro ha registrado un incremento de un 30%, situándose el precio del barril Brent por encima de los 50 dólares. Tras este importante tirón, subyace el escaso margen de aumento de la extracción y refinado ante una demanda mundial muy dinámica. Un invierno riguroso en Norteamérica y Europa combinado con el notable ritmo de actividad de Estados Unidos y China han permitido que los precios del petróleo se hayan recuperado rápidamente del retroceso de finales de 2004.

***...volviendo a disparar la incertidumbre sobre la evolución futura de precios y crecimiento económico.***

En esta tesitura, ni tan solo el anuncio de aumento de producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo, que podría situar un millón de barriles diarios adicionales en el mercado, ha tenido un impacto relajador de las cotizaciones. Ahora, la incógnita principal es ver qué efectos pueden tener los actuales niveles del precio del petróleo, junto con las tendencias alcistas de otras materias primas, principalmente los metales, sobre el crecimiento y los precios.

***En Estados Unidos y China la actividad se mantiene robusta...***

Hasta la fecha, la actividad económica mundial sigue exhibiendo un ritmo notable gracias al buen momento de Estados Unidos y China. La economía estadounidense mantiene un tono globalmente positivo de la mano de un consumidor que gasta y que se muestra confiado en el futuro, percepción lógica cuando se registran cerca de 133 millones de personas ocupadas, sin incluir el empleo agrícola, un máximo histórico. El gigante asiático, por su parte, sigue beneficiándose de un buen pulso exportador y de una demanda interna sólida, lo que le permite mantener un nivel de actividad en línea con el de meses anteriores. Incluso Japón parece encarar una etapa de cierta consolidación del crecimiento tras la desaceleración de 2004.

***...aunque los precios reflejan paulatinamente el encarecimiento del petróleo.***

Pero mientras la actividad se mantiene, los precios empiezan a reflejar paulatinamente el encarecimiento de las materias primas. En Estados Unidos, la tendencia más reciente de los precios de consumo y de producción es al alza, si bien hay que recordar que se parte de niveles históricamente bajos, con lo que los registros actuales siguen siendo moderados. También China parece haber cerrado una etapa de inflación reducida y vuelve a niveles más acordes con el fuerte ritmo de expansión económica.

***En Europa el gran problema es el bajo crecimiento...***

Los problemas económicos europeos son distintos. Aunque el aumento de las cotizaciones del petróleo está tensando los precios, la fortaleza de la moneda única introduce una moderación importante, con lo que la inflación apenas ha repuntado por encima del 2%. El frente realmente preocupante es el crecimiento. El año 2005 ha empezado con dos grandes economías renqueantes –Alemania e Italia– y la tercera, Francia, con la actividad a mayor ritmo pero en fase de desaceleración. Todo ello es

producto, en primera instancia, de una contribución del sector exterior inferior a la de otras recuperaciones y de la falta de dinamismo de la demanda interna. Sin embargo, más allá de estos factores cíclicos existe un amplio consenso sobre las restricciones estructurales al crecimiento.

***...lo que justifica una revisión de la llamada Agenda de Lisboa, la estrategia europea de reformas estructurales...***

El problema fundamental europeo es que la capacidad de crecer de forma sostenible a largo plazo sin crear tensiones inflacionistas, lo que se conoce como crecimiento potencial, sigue siendo muy inferior a lo deseable. Ello deriva principalmente del bajo grado de aprovechamiento del factor trabajo y del reducido crecimiento de la productividad. Ambas cuestiones definían el eje central de la llamada estrategia de Lisboa, un conjunto de reformas estructurales que debían permitir a Europa recortar su distancia económica con Estados Unidos y que se adoptó en 2000. La agenda de Lisboa establecía unos objetivos cuantitativos, por ejemplo en materia de empleo total, empleo femenino, gasto en investigación, etc.

***...que rebaja sus ambiciosas pretensiones para centrarse en el empleo, la innovación y la sostenibilidad.***

La evidencia que dicha distancia con Estados Unidos no sólo no se ha reducido sino que se ha ampliado, ha forzado a una revisión de dicha estrategia en el reciente Consejo Europeo de 22 y 23 de marzo. La nueva estrategia renuncia a los postulados maximalistas de ser la economía más dinámica del mundo en 2010, prioriza tres ámbitos (empleo, innovación y sostenibilidad) y abandona los objetivos numéricos, excepto en el caso del gasto en investigación y desarrollo, que se mantiene en el 3% del producto interior bruto (PIB) para 2010. En contrapartida, se establecen nuevos instrumentos de coordinación entre estados que deberían facilitar el progreso de la reformas.

***El Pacto de Estabilidad es objeto de una profunda remodelación que reduce notablemente el automatismo anterior al primar los condicionantes nacionales.***

Si la estrategia económica de medio plazo requería de un ajuste, en igual medida lo exigía el mecanismo de control del déficit público de la Unión Europea, el Pacto de Estabilidad. La revisión aprobada por el Consejo Europeo representa, de hecho, un cambio profundo del mismo tendente a tener en mayor consideración los condicionantes nacionales (nivel de deuda, crecimiento potencial, ejecución de reformas estructurales, etc.). Así, sin abandonar los límites establecidos de déficit y deuda públicos (3% y 60% del PIB, respectivamente), aumenta la discrecionalidad en la aplicación del Pacto. Asimismo, se alargan los plazos para corregir las situaciones de déficit excesivo.

***La Reserva Federal sube el tipo de interés por séptima vez consecutiva, mientras los tipos a largo plazo repuntan, en parte debido a la preocupación por la inflación.***

La mayor incertidumbre derivada del precio del petróleo ha afectado a los mercados financieros. Aunque la Reserva Federal actuó conforme a lo esperado y elevó el 22 de marzo sus tipos de interés de referencia en un cuarto de punto, en lo que representa su séptima subida consecutiva, su comunicado posterior enfatizó que se percibe un mayor riesgo inflacionista. En Europa, el mantenimiento del tipo de intervención del Banco Central Europeo (BCE) no excluyó una cita a la excesiva liquidez de la eurozona como factor de riesgo inflacionista cuando el crecimiento despegué. Esta preocupación por la evolución futura de los precios subyace al repunte de los tipos a largo plazo estadounidenses, que en algunas sesiones anotaron sus máximos desde mediados de 2004 y acabaron el mes de marzo en niveles del 4,5%. En cambio, mayor estabilidad han exhibido los tipos de interés a largo plazo europeos. La rentabilidad de la deuda pública a largo plazo alemana, tras ciertas oscilaciones, se situaba, a finales de marzo, en el 3,7%.

***Las bolsas acusan el alza del petróleo y el dólar sufre oscilaciones importantes.***

El petróleo, combinado con el tensionamiento de los tipos de interés norteamericanos, también ha provocado un cierto ajuste en los mercados de valores. En Estados Unidos y la mayoría de plazas europeas, tras iniciar marzo en una tónica positiva, giraron a la baja en la segunda mitad del mes. Por su parte, la decisión de algunos bancos centrales de diversificar sus reservas de divisas en detrimento del dólar junto a la ampliación del déficit exterior provocó un nuevo debilitamiento del billete verde, si bien posteriormente se corrigió.

***La actividad sigue fuerte en España, aun que aparecen ciertos indicios de desaceleración.***

**Economía española: suave desaceleración de la actividad**

La economía española sigue disfrutando de una etapa de mayor actividad que la de sus socios europeos cimentada en la solidez de la demanda interna. Con todo, se aprecian algunas señales incipientes de desaceleración económica. Así, y aunque el consumo y la inversión siguen notablemente expansivos, su ritmo se ha atenuado en los primeros meses del año 2005.

***La industria, plana, la construcción, fuerte, y el turismo, consolidando su recuperación de finales de 2004.***

En línea con las tendencias de los últimos meses, el sector que está acusando mayores dificultades es la industria, inmerso en una tónica de práctico estancamiento que afecta a la mayor parte de ramas industriales. En clara contraposición, la construcción mantiene un nivel de actividad intenso, ya que la ralentización que muestra el segmento residencial se está viendo compensada por una aceleración de la obra pública. También es positiva la evolución última del turismo, que prolonga la mejora constatada en el cuarto trimestre de 2004.

***El mercado laboral sigue registrando un buen momento, mientras la inflación repunta por la energía y los alimentos frescos.***

Esta fase de actividad sólida sigue beneficiando especialmente al mercado de trabajo. La incorporación de extranjeros permite que el número de afiliados a la Seguridad Social siga creciendo a tasas elevadas, del orden del 3% interanual hasta febrero, mientras que el paro registrado sigue mostrando una tendencia de descenso moderado. Por lo que se refiere a la inflación, la presión de los precios energéticos y de los alimentos frescos la ha propulsado hasta el 3,3% en febrero, con lo que se interrumpe la tendencia a la desaceleración que se había registrado desde noviembre pasado.

***El gobierno aprueba el Plan de Dinamización, una amplia batería de medidas para mejorar la productividad y el empleo...***

Pese al buen momento económico coyuntural, el ejecutivo español ha aprobado el Plan de Dinamización de la Economía, una serie de iniciativas destinada a mejorar la productividad y el empleo de forma que se garantice el crecimiento equilibrado a medio y largo plazo. El Plan detalla una amplia batería de medidas que se pueden agrupar en cinco ámbitos: la defensa de la competencia; los mercados de bienes y servicios; los mercados de factores; la investigación, el desarrollo y la innovación; la calidad y la eficiencia de las finanzas; y, finalmente, el marco regulatorio y la transparencia.

***...que se verá acompañado en un futuro por las reformas laboral y fiscal.***

A pesar de su amplitud, el Plan de Dinamización no agota las medidas económicas en la agenda del Gobierno, ya que otros dos puntales, la reforma del mercado laboral y la reforma fiscal, están empezando a ser discutidas con los agentes sociales y otros actores relevantes. Precisamente en materia de política económica la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos ha aconsejado recientemente diversas reformas que mitiguen las tensiones inflacionistas de la economía y eleven el nivel de la productividad y el empleo.

## CRONOLOGÍA

### 2003

- marzo 20** Estados Unidos y sus aliados empiezan la **guerra contra Irak** para derrocar el régimen de Sadam Husein.
- 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.
- noviembre 1** Jean-Claude Trichet, anterior gobernador del banco central de Francia, releva a Willem F. Duisenberg como **presidente del Banco Central Europeo**.

### 2004

- 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 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 28** El **euro** cotiza a 1,363 dólares, el valor máximo desde el lanzamiento de la moneda única a principios de 1999.

### 2005

- febrero 15** El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota un máximo anual (9.634,3) con una ganancia acumulada del 6,1% con relación al final de diciembre de 2004.
- 25** El gobierno aprueba el **Plan de Dinamización de la Economía**, un amplio programa de reformas económicas destinadas a aumentar la productividad y el empleo (BOE 14-3-05).
- marzo 4** El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra un máximo anual (10.940,55) con un alza del 1,5% en relación con el final del año 2004.
- 22** La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia en un cuarto de punto porcentual hasta el 2,75%.  
El precio del **petróleo** calidad Brent a un mes sube hasta un nivel récord de 55,78 dólares por barril.
- 23** Los jefes de Estado y de gobierno de los países miembros de la Unión Europea aprueban la reforma del **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**, introduciendo más flexibilidad.

## AGENDA

### Abril

- 5** Índice de producción industrial (febrero).
- 7** Reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 13** Índice de precios de consumo (marzo).
- 18** Índice de precios de consumo armonizados de la Unión Europea (marzo).
- 25** Índice de precios industriales (marzo).
- 28** Indicador adelantado del IPCA (abril). PIB de Estados Unidos (primer trimestre).
- 29** Encuesta de población activa (primer trimestre).

### Mayo

- 3** Reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal.
- 4** Reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 6** Índice de producción industrial (marzo).
- 12** Avance de la contabilidad nacional trimestral (primer trimestre).
- 13** Índice de precios de consumo (abril).
- 19** Índice de precios de consumo armonizados de la Unión Europea (abril).
- 25** Contabilidad nacional trimestral (primer trimestre).
- 25** Índice de precios industriales (abril).
- 30** Indicador adelantado del IPCA (mayo).



# COYUNTURA INTERNACIONAL

## Estados Unidos crece al 4%

**Estados Unidos revisa al alza el crecimiento del cuarto trimestre hasta el 3,9%.**

En el cuarto trimestre de 2004, el producto interior bruto (PIB) de Estados Unidos creció un 3,9% en tasa interanual, de acuerdo con la segunda estimación difundida por el Bureau of Economic Analysis, que corrigió el 3,7% previamente estimado. La revisión elevó la inversión y moderó el consumo, con una muy ligera mejora del sector exterior. Así, el consumo privado pasó de una tasa de crecimiento del 3,9% al 3,7%, mientras que la inversión pasó del 8,4% de crecimiento interanual al 9,2%.

## ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

|                                       | 2003  | 2004  | 2004  |       |       |       | 2005  |         |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
|                                       |       |       | I     | II    | III   | IV    | Enero | Febrero |
| PIB                                   | 3,0   | 4,4   | 5,0   | 4,8   | 4,0   | 3,9   | -     | ...     |
| Ventas al por menor                   | 5,3   | 7,6   | 7,8   | 7,8   | 6,5   | 8,2   | 8,1   | 7,7     |
| Confianza del consumidor (*)          | 79,8  | 96,1  | 91,6  | 96,3  | 100,4 | 96,1  | 105,1 | 104,0   |
| Producción industrial                 | 0,0   | 4,1   | 2,8   | 4,9   | 4,6   | 4,6   | 4,2   | 3,5     |
| Venta de viviendas unifamiliares      | 11,6  | 9,8   | 22,2  | 9,2   | -0,2  | 9,8   | -4,2  | ...     |
| Índice actividad industrial (ISM) (*) | 53,3  | 60,5  | 62,4  | 62,0  | 60,1  | 57,5  | 56,4  | 55,3    |
| Tasa de paro (**)                     | 6,0   | 5,5   | 5,7   | 5,6   | 5,4   | 5,4   | 5,2   | 5,4     |
| Precios de consumo                    | 2,3   | 2,7   | 1,8   | 2,8   | 2,7   | 3,4   | 3,0   | ...     |
| Balanza comercial (***)               | -44,4 | -54,2 | -45,4 | -47,8 | -50,6 | -54,2 | -55,3 | ...     |

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.

**Las ventas minoristas crecen con fuerza a niveles del 8%, pero las ventas de automóviles retroceden un 2%.**

Entre los indicadores más recientes de la demanda, cabe destacar que las ventas al por menor de febrero intensificaron su robusto avance con un 7,7% interanual, y una revisión al alza de la tasa de crecimiento de enero, que pasó del 7,2% al 8,1%. La producción industrial de bienes de consumo de febrero, en cambio, se quedó en un magro incremento del 2,0% interanual. Las ventas de automóviles continuaron su descenso retrocediendo un 1,9%, viniendo a confirmar las previsiones bajistas de la industria de Detroit. La producción industrial de bienes de equipo de febrero creció un 8,6% interanual, denotando cierta pérdida de empuje respecto al pasado otoño.

**La confianza del consumidor se estabiliza en los 104 puntos.**

El índice de confianza del consumidor continuó en febrero dando signos de robustez y quedó en el nivel de los 104,0 puntos. El componente de la situación presente fue el más dinámico, pasando del nivel de 112,1

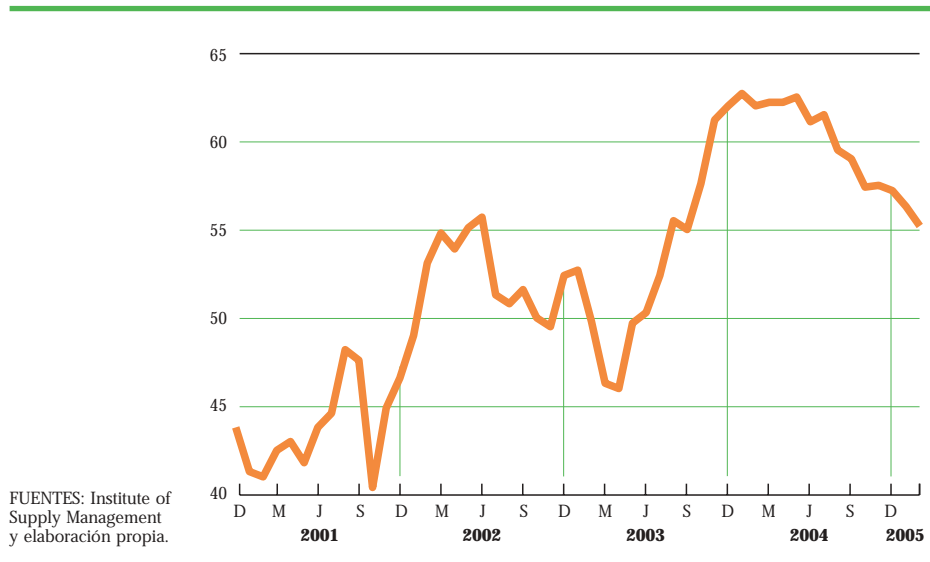
puntos a los 116,4 puntos, y acercándose por primera vez desde septiembre de 2001 al nivel de 125 puntos. El componente de expectativas, por el contrario, bajó hasta los 95,7 puntos. Hay que notar aquí que esta cota es sensiblemente superior a los niveles de 2001 y 2003, y sólo algo inferior a los valores máximos de 2004.

**El indicador de actividad manufacturera se sitúa en los 55,3 puntos.**

Dentro de los indicadores de la oferta, el indicador de actividad manufacturera del Institute of Supply Management disminuyó levemente en febrero. El índice manufacturero general se quedó en 55,3 puntos, y el importante componente de nuevos pedidos acabó en los 55,8 puntos. El índice de actividad no manufacturera avanzó ligeramente hasta el nivel de los 59,8 puntos. Con unos niveles claramente por encima de la cota de 50, el sector empresarial sigue pues dando una visión positiva de la situación económica de los Estados Unidos, si bien la proporción de optimistas se ha reducido ligeramente.

#### EL SECTOR EMPRESARIAL AMERICANO ES ALGO MENOS OPTIMISTA

Valor del índice de actividad empresarial ISM



FUENTES: Institute of Supply Management y elaboración propia.

**La producción industrial se desacelera.**

Por su parte, la producción industrial de febrero creció un 3,5% interanual, reafirmandose en una senda de crecimiento más moderado de lo que hacían prever los avances del 5,0% del pasado verano. 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 atisbos de desaceleración, aunque el tono aún es de fortaleza.

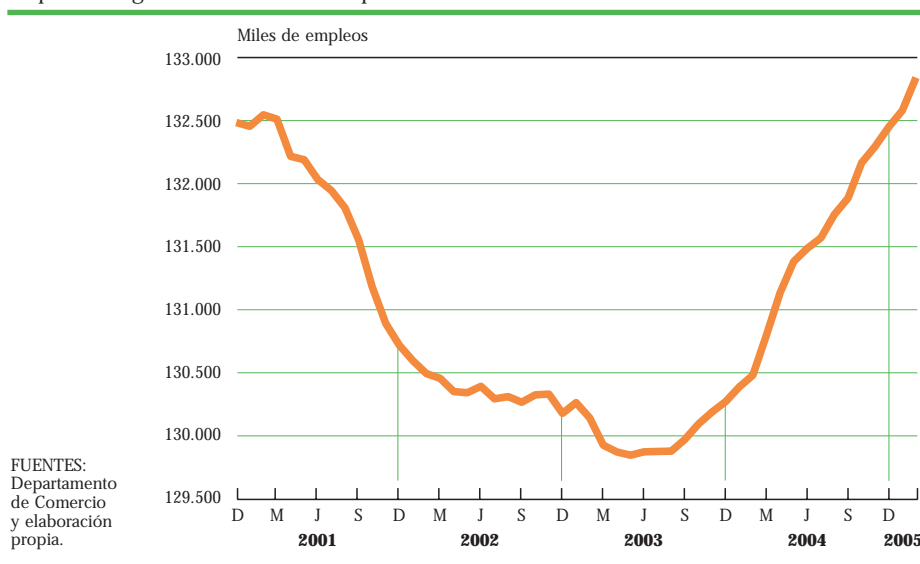
**Las viviendas iniciadas crecen por encima del 15% y la venta de viviendas de segunda mano, el 13%.**

El sector de la construcción presenta, en estos inicios de 2005, un panorama de mayor actividad. En febrero las viviendas iniciadas crecieron un 15,8% interanual, mayor que el ritmo del 12,9% de enero, y muy distante de los retrocesos del pasado otoño. Si la venta de viviendas nuevas de enero retrocedió un 4,2% interanual, la venta de viviendas de segunda mano creció el 12,5%. Apoyando este dinamismo, los precios de la vivienda de segunda mano aumentaron un 9,8% interanual.

**El mercado de trabajo alcanza los 132.843.000 empleos y el paro se sitúa en el 5,4% de la población activa.**

El mercado de trabajo alcanzó en febrero un máximo de 132.843.000 empleos no agrarios. La recuperación iniciada en mayo de 2003 está culminada después de momentos de duda a lo largo de 2004. En febrero se crearon 262.000 nuevos empleos, bien por encima de las previsiones. Pero, debido al aumento de la fuerza laboral, la tasa de desempleo de febrero aumentó hasta el 5,4%, frente al 5,2% de enero. La creación de empleo manufacturero fue en febrero de 20.000 nuevos puestos, con lo que viene a sumarse a la tónica general, pero el mayor protagonista volvió a ser el sector servicios con una aportación de 207.000 nuevos empleos. La productividad del trabajo fue revisada al alza y aumentó un 2,7% interanual en el cuarto trimestre, cifra ya no tan inferior al 3,0% del tercer trimestre.

**LA OCUPACIÓN ESTADOUNIDIDENSE ALCANZA NUEVOS MÁXIMOS**  
Empleo no agrícola en miles de ocupados



**Ligero aumento de la inflación subyacente.**

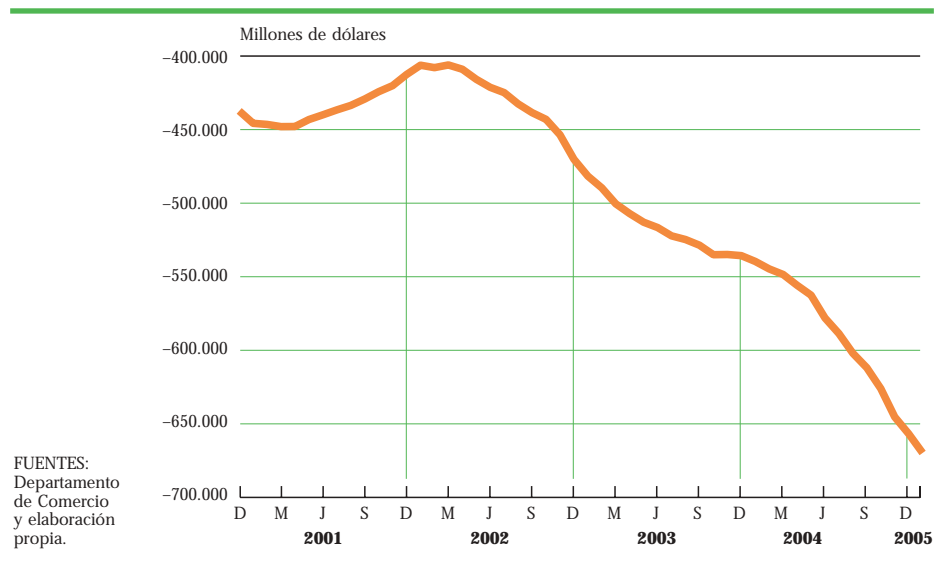
La inflación de enero fue del 3,0%, cifra menor que el 3,5% de noviembre y el 3,3% de diciembre. Pero el componente de precios sin energía ni alimentos, más indicativo de las tendencias de fondo de los precios, avanzó al alza un 2,3%, comparado con el 2,2% de diciembre, un máximo que no se daba desde agosto de 2002. No obstante, este repunte parte de niveles históricamente muy bajos. En este mismo sentido, reforzando esta orientación alcista, los precios de producción repitieron el ritmo de avance de diciembre, del 4,3%.

**El déficit comercial alcanza nuevos máximos mes tras mes.**

El sector exterior prosiguió su deterioro. En enero, el déficit comercial fue de 61.226 millones de dólares, el segundo registro más alto de la historia. Esto dejó el déficit acumulado de los últimos doce meses, hasta enero, en un nuevo máximo de 663.569 millones de dólares, un 23,8% superior al del mismo periodo del año anterior. En términos monetarios, las exportaciones de este periodo fueron un 63,3% de las importaciones, cuando el año pasado eran un 67,4%. En términos de volumen, el descenso fue mucho menos pronunciado ya que en los doce meses hasta enero las exportaciones fueron un 56,6 % de las importaciones, cifra no muy inferior al 57,4% del mismo periodo del año anterior. El dólar débil empieza a tener pues sus efectos, aunque por ahora limitados.

## ESTADOS UNIDOS INTENSIFICA SU DÉFICIT COMERCIAL

Saldo acumulado de 12 meses de la balanza comercial



**El déficit público se estabiliza en el 4,4% del PIB.**

El déficit público del tercer trimestre alcanzó los 514.500 millones de dólares, cifra elevada y que es el 4,4% del producto interior bruto del mismo periodo, aunque ligeramente inferior al 4,5% del PIB del déficit del primer trimestre de 2004 y al máximo del 5,1% del tercer trimestre de 2003.

### Japón revisa sus cifras al alza

**La economía japonesa crece al 1%, pero consumo privado e inversión siguen débiles.**

La economía japonesa ha revisado significativamente sus cifras macroeconómicas. De acuerdo con las nuevas estimaciones, la economía creció un 1,0% interanual en el cuarto trimestre, revisado al alza desde el previo 0,8%. En términos intertrimestrales anualizados, el cambio fue más significativo, ya que la economía creció un 0,5%, frente a la contracción del 0,5% previamente publicada. No obstante, este mayor dinamismo de la economía estuvo basado en un consumo público más fuerte y en unas importaciones ligeramente a la baja, sin que el consumo privado y la inversión sufrieran grandes cambios.

**El consumo público se acelera y crece un 3,1%, y las importaciones registran una ligera moderación.**

El consumo privado quedó invariado en el 0,3% interanual, pero el consumo público mostró una evolución más vigorosa avanzando un 3,1% interanual, frente a la estimación previa del 2,7%. La inversión acentuó su deterioro, y en el cuarto trimestre se contrajo un 1,3% interanual, frente a la contracción del 0,3% previamente publicada. El avance del cuarto trimestre de la inversión en bienes de equipo fue revisado a la baja y quedó en el 1,3% interanual, mientras que la construcción creció un 3,3%. En la revisión, las exportaciones quedaron prácticamente invariadas con un avance del 10,4% interanual, y las importaciones fueron recalculadas ligeramente a la baja, aunque su crecimiento aún fue del 10,4%.

## JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

|   | 2003  | 2004 | 2004 |      |      |      | 2005  |
|---|-------|------|------|------|------|------|-------|
|   |       |      | I    | II   | III  | IV   | Enero |
| PIB                                       | 1,4   | 2,6  | 4,1  | 3,1  | 2,3  | 1,0  | -     |
| Ventas al por menor                       | -1,9  | -0,6 | 0,2  | -1,9 | -0,3 | -0,5 | 2,4   |
| Producción industrial                     | 3,3   | 5,4  | 5,0  | 8,3  | 6,5  | 1,8  | 1,5   |
| Índice actividad empresarial (Tankan) (*) | -21,0 | -0,5 | -5,0 | 0,0  | 2,0  | 1,0  | -     |
| Viviendas iniciadas                       | 0,6   | 2,6  | 5,2  | -3,5 | 9,4  | -0,1 | 6,6   |
| Tasa de paro (**)                         | 5,3   | 4,7  | 4,9  | 4,7  | 4,8  | 4,5  | 4,5   |
| Precios de consumo                        | -0,3  | 0,0  | -0,1 | -0,3 | -0,1 | 0,5  | -0,1  |
| Balanza comercial (***)                   | 12,3  | 14,1 | 13,2 | 14,0 | 14,5 | 14,1 | 14,1  |

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

**Las ventas minoristas siguen una tendencia de recuperación, mientras que la confianza del consumidor sigue en niveles elevados.**

Los indicadores de demanda más recientes presentan claros y sombras. Así, en la parte positiva, las ventas al por menor de enero avanzaron un 2,4% interanual. Las tasas de crecimiento son pequeñas, y se alternan a menudo con meses contractivos, pero empieza a dibujarse cierta tendencia de recuperación de este indicador del consumo. Esto supone un elemento positivo en la actual coyuntura, dadas las dudas sobre la crucial recuperación de la demanda interna nipona. En el mismo sentido, la confianza del consumidor del cuarto trimestre conservó el nivel de los 45,6 puntos, lo que prácticamente repite la cifra del trimestre anterior, y constituye un máximo que no se da desde 1991, con la excepción del segundo trimestre de 1996. Como contrapunto, las ventas de automóviles de febrero avanzaron un débil 0,6% interanual. En la misma tónica, la producción industrial de bienes de consumo avanzó un 0,4%.

**La producción industrial crece al 1,5% y las órdenes de maquinaria encallan.**

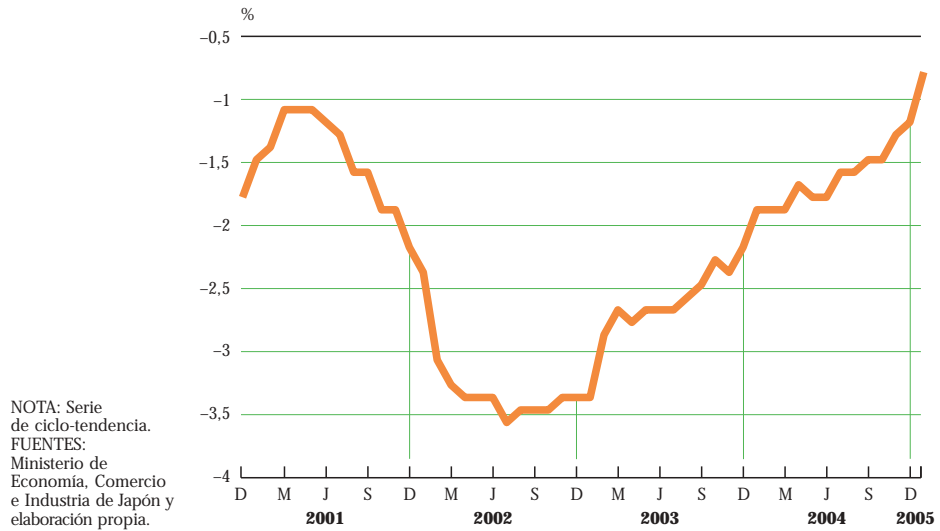
En el lado de la oferta, la producción industrial avanzó en enero un 1,5% interanual y siguió sin dar claras señales de robustez. Los pedidos de maquinaria de enero quedaron prácticamente invariados retrocediendo un 0,2%; en diciembre se había registrado un incremento del 10,6%. Esto hace prever una continuidad de la debilidad inversora, motivada en parte por las dudas sobre el crecimiento de las exportaciones a China. El número de quiebras siguió menguando, y en enero quebraron 1.014 empresas, llevando el acumulado de los últimos doce meses hasta enero de 2005 a las 13.375 empresas, lo que supone un nivel que no se daba desde julio de 1992.

**El paro se sitúa en el 4,5%, y la productividad crece menos del 1%.**

La tasa de paro de enero permaneció inalterada en el 4,5% de la fuerza laboral. El número de empleados no agrícolas aumentó un 0,6% interanual. El sector servicios tuvo en enero un 3,3% más de empleos que en el mismo periodo del año anterior, mientras que el sector manufacturero perdió un 1,6% de sus empleados. En enero, la productividad creció un 0,8% interanual.

## LAS VENTAS MINORISTAS FRENAN SU DESCENSO

### Variación interanual de las ventas minoristas



**La inflación vuelve a ser negativa y los precios retroceden un 0,1% en enero.**

Los precios al consumo de enero retrocedieron un 0,1% interanual, lo que coloca a la economía japonesa otra vez en deflación. Sin embargo, la tendencia aún es de recuperación hacia unos niveles moderados de inflación. Los precios de productos no duraderos avanzaron un 0,7% interanual, lo que supone una desaceleración respecto a meses anteriores, a la que los mercados de la energía no son ajenos.

**El superávit comercial se estanca en enero.**

La balanza comercial de los doce meses hasta enero registró un superávit de 14,0 billones de yenes. No obstante, en los últimos tres meses hasta enero el superávit fue de 2,4 billones, muy inferior a los 3,5 billones de los tres meses hasta diciembre.

China: sigue el crecimiento pero los precios se moderan

**La producción industrial china se desacelera y crece un 8%, conservando aún un tono vigoroso.**

Los indicadores de la oferta de la economía china en los primeros meses de 2005 mostraron en algunos casos una ralentización de la actividad. El caso más notable fue la producción industrial de febrero, que creció un 7,6% interanual. Esto supone una fuerte desaceleración respecto a 20,9% de enero y las tasas cercanas al 15% del pasado otoño. Aun considerando la volatilidad del dato y el hecho de que en enero se dio un fuerte incremento del crecimiento, este proceso de moderación no se daba desde 2001, aunque entonces, con tasas de avance mucho menores. Por su parte, la producción de la industria pesada se incrementó un 7,7%, y la de la industria ligera, un 7,2%. Ambos índices siguieron una pauta parecida, aunque la tendencia de desaceleración fue más nítida en el de la industria pesada. A consecuencia de la desaceleración, al concentrarse el crecimiento en el sector privado, el peso de los conglomerados estatales en la industria aumentó hasta el 43,3%. Con esto se interrumpe la reducción paulatina que se había venido dando en 2003 y 2004.

## CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

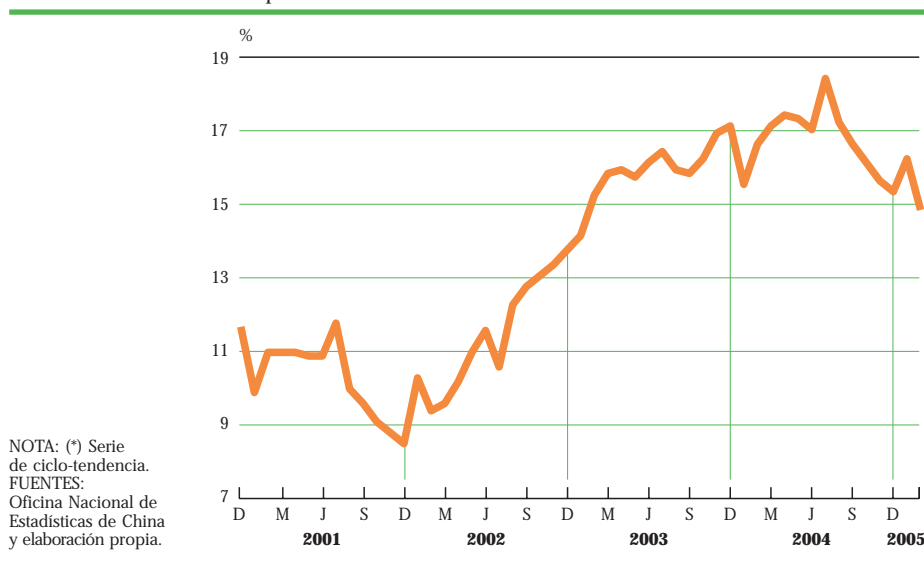
|                       | 2003 | 2004 | 2004 |      |      |      | 2005  |         |
|-----------------------|------|------|------|------|------|------|-------|---------|
|                       |      |      | I    | II   | III  | IV   | Enero | Febrero |
| PIB                   | 9,3  | 9,5  | 9,8  | 9,6  | 9,1  | 9,5  | -     | ...     |
| Producción industrial | 16,7 | 16,3 | 16,6 | 17,6 | 15,8 | 15,0 | 20,9  | 7,6     |
| Precios de consumo    | 1,2  | 3,9  | 2,8  | 4,4  | 5,3  | 3,2  | 1,9   | 3,9     |
| Balanza comercial (*) | 25,5 | 31,9 | 17,9 | 13,6 | 20,3 | 31,9 | 38,4  | 51,0    |

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

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

### EL CRECIMIENTO INDUSTRIAL CHINO SE TOMA UN RESPIRO

Variación interanual de la producción industrial



**La producción de energía eléctrica y la de ordenadores estabilizan su crecimiento, y la producción de vehículos se modera.**

La producción de energía eléctrica aumentó en febrero un 1,9% interanual, pero en enero se había acelerado hasta un 29,4%, frente a niveles anteriores cercanos al 15%. Por el momento, sólo existe una estabilización de las tasas interanuales en valores cercanos al 14,5%, sin indicios claros de desaceleración de la actividad. La producción de microordenadores de los doce meses hasta febrero aumentó un 41,9% interanual y estabilizó su crecimiento en esos niveles, dejando atrás las tasas de 2003 que habían llegado al 120%, pero también lejos de perder fuerza. La producción industrial de vehículos a motor del mismo periodo creció un 14,4% mostrando en este caso una clara tendencia de desaceleración. También la producción de cemento bajó su ritmo de avance hasta tasas del 9,7%, aunque aquí la tendencia de fondo sigue siendo alcista.

**Las ventas minoristas crecen cerca del 16%.**

En el lado de la demanda, las ventas minoristas de febrero presentaron un perfil vigoroso, con un aumento del 15,8% interanual, la tasa más elevada desde mayo de 2004, con una tendencia ligeramente alcista que deja como puntuales las desaceleraciones de enero, cuando el crecimiento fue del 11,5%. Especialmente fuertes se mostraron las ventas minoristas de

zonas urbanas, que aumentaron en febrero un 17,3%, frente al 11,8% de enero. En las zonas rurales el avance fue del 12,2% (el 10,4% en enero). El componente de bienes de alimentación tuvo un aumento del 18,5%, en línea con las tasas de los últimos meses.

**Los precios de consumo repuntan al 3,9%...**

El índice de precios al consumo de febrero fue de 3,9%, lo que supone un fuerte repunte respecto al 1,9% de enero y los valores del cuarto trimestre de 2004, cuando el componente había ido evolucionando a la baja desde agosto. Con esto vuelve la presión sobre las autoridades monetarias y las preocupaciones del verano pasado, cuando se había llegado a tasas cercanas al 5%. El componente alimenticio presentó una inflación del 8,8%, muy superior al 4,0% de enero. Por regiones emblemáticas, la región especial de la ciudad de Shanghai tuvo una inflación del 2,9% (descenso del 0,1% en enero). Jiangsu, la región adyacente, tuvo un 4,2%, y Guangdong, el 4,4%. Como contrapunto positivo, los precios de producción crecieron en febrero un 5,4% interanual, tasa inferior al 5,8% de enero y al 7,1% de fin de año, lo que permite esperar que el repunte en los precios de consumo sea limitado.

**...pero los precios de producción se moderan hasta el 5,4%.**

**El superávit comercial llega a 51.000 millones de dólares...**

El superávit comercial acumulado de los 12 meses hasta febrero alcanzó los 51.002 millones de dólares, lo que prácticamente dobla el valor de noviembre. Las importaciones en este periodo aumentaron un 3,1% respecto a los valores de noviembre, y las exportaciones un 7,1%. Por países y regiones, este aumento del superávit se sustenta principalmente en una reducción del déficit con Asia y América Latina, que de noviembre a febrero pasó de 74.300 a 63.500 millones de dólares, y de 3.800 a 2.900 millones de dólares, respectivamente. En menor medida, siguió aumentando el superávit con Estados Unidos y con Europa, que de noviembre a febrero pasó de 76.989 a 80.319 millones de dólares, y de 32.141 a 35.887 millones de dólares, respectivamente. También se redujeron los déficit con Japón, Corea y Alemania.

**...gracias a una menor apetencia por las materias primas, con unas importaciones de acero que caen un 25%.**

Por productos, el aumento del superávit comercial estuvo fundamentado más en la moderación de las importaciones de materias primas que en la exportación manufacturera, tal como pasaba en meses atrás. Este hecho es coherente con la reducción del déficit comercial con Asia y América Latina. En los doce meses acumulados hasta enero, la importación de hierro en volumen creció un 44,4% interanual, aún al alza. La de aluminio del mismo periodo aumentó un 14,2%, ya en desaceleración, y la de cobre descendió un 12,9%. La significativa importación de acero descendió un 25,4%.

## México intensifica su crecimiento

**México crece un 4,9% basado en un fuerte consumo privado, que avanza un 7%, y en una inversión que roza el 11%.**

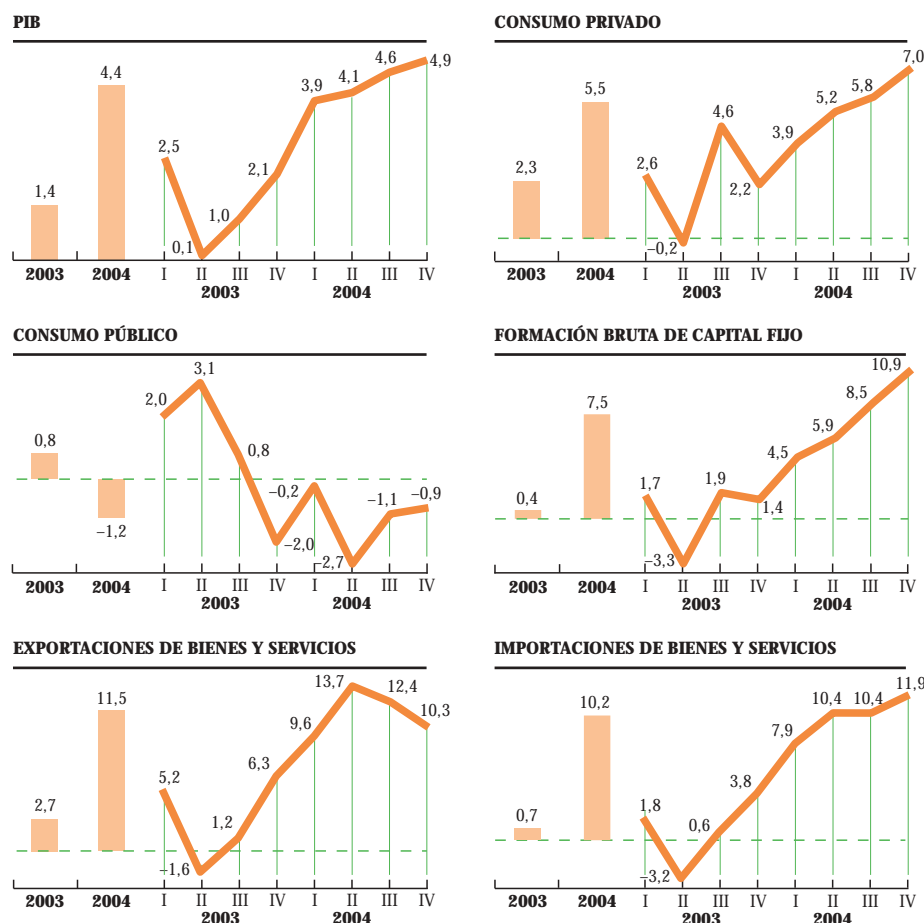
La economía mexicana creció un 4,9% interanual en el cuarto trimestre, acelerando su avance respecto al 4,6% del tercer trimestre, revisado al alza. El consumo privado del mismo periodo creció un 7,0% interanual con una tendencia de clara aceleración. En significativo contraste, el consumo público retrocedió un 0,9%. Otro componente que exhibió un fuerte dinamismo fue la inversión, que avanzó un 10,9%. En la misma tónica, el componente privado de las inversiones avanzó un 12,9% interanual. Las exportaciones crecieron un 10,3% interanual, lo que si bien supone un avance, no interrumpe el proceso de desaceleración de este componente desde el segun-



do trimestre de 2004. Las importaciones siguieron aumentando su tasa de avance hasta el 11,9% interanual.

## EVOLUCIÓN DEL PIB DE MÉXICO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual



FUENTE: Banco Central de México.

Por sectores productivos, el transporte y comunicaciones y las ventas minoristas volvieron a liderar la actividad económica, creciendo respectivamente un 9,9% y un 7,0% interanual, que en el último caso supone una notable aceleración. Por el contrario las manufacturas redujeron su tasa de avance del 5,0% al 3,6%.

**Las ventas al por menor crecen al 7% y la producción industrial, al 3,1%.**

Dentro de los indicadores de demanda, las ventas minoristas de diciembre intensificaron su ritmo de crecimiento, con una tasa del 7,0% interanual. Del lado de la oferta, la producción industrial de enero no se sumó a la tónica general y avanzó un 3,1%, lo que supone una ralentización respecto a meses anteriores. Los componentes de construcción y el de manufacturas tuvieron una desaceleración moderada, con tasas de crecimiento del 5,2% y 2,9% interanuales respectivamente. Pero el índice de las *maquiladoras*, las empresas estadounidenses que producen en México a bajo coste para exportar, pasó en enero a crecer un 6,6% frente al 11,1% de diciembre.

## MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

|                        | 2003 | 2004 | 2004 |      |      |      | 2005  |         |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|-------|---------|
|                        |      |      | I    | II   | III  | IV   | Enero | Febrero |
| PIB                    | 1,4  | 4,4  | 3,9  | 4,1  | 4,6  | 4,9  | -     | ...     |
| Producción industrial  | -0,2 | 3,8  | 3,2  | 3,7  | 4,8  | 3,6  | 3,1   | ...     |
| Tasa de paro           |      |      |      |      |      |      |       |         |
| Ciudad de México (*)   | 3,6  | 4,7  | 4,8  | 4,5  | 5,2  | 4,3  | ...   | ...     |
| Precios de consumo     | 4,5  | 4,7  | 4,3  | 4,3  | 4,8  | 5,3  | 4,5   | 4,3     |
| Balanza comercial (**) | -5,8 | -8,5 | -6,1 | -5,6 | -6,2 | -8,5 | -9,6  | ...     |

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTE: Banco Central de México.

**El desempleo baja al 3,6% y la productividad crece un 2,2%.**

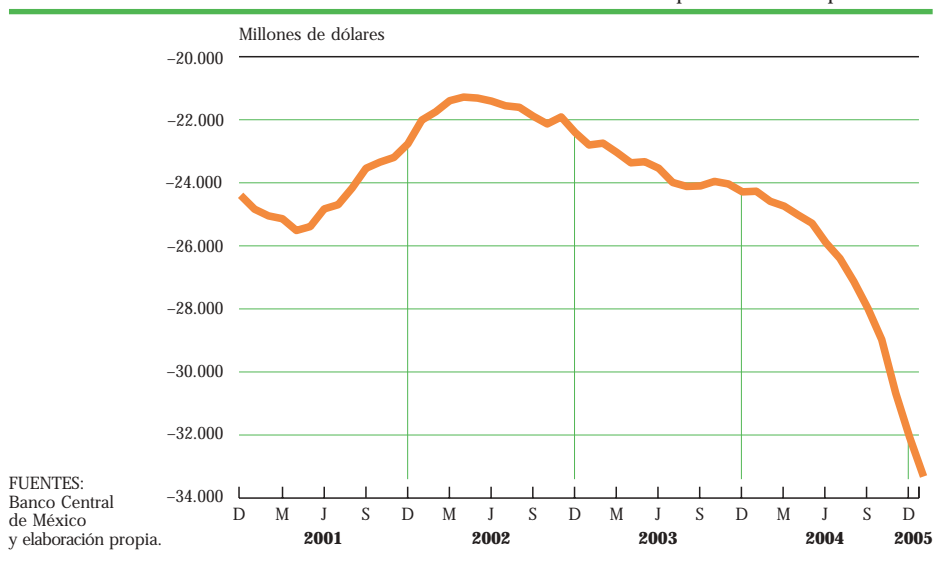
El mercado laboral tuvo una evolución positiva recuperando el retraso que venía presentando con relación al crecimiento de la economía. Así, la tasa de paro de Ciudad de México de diciembre se redujo al 3,6%, sensiblemente inferior al 5,2% de noviembre y a la media trimestral del 4,3%. La contrapartida estuvo en la desaceleración de la productividad manufacturera, que en el mismo periodo avanzó un 2,2% interanual, en franca desaceleración desde principios de verano.

**La inflación baja al 4,3% y el componente sin energía ni alimentación queda en el 3,7%.**

Los precios al consumo del mes de febrero registraron un incremento interanual del 4,3%, que continúa el proceso de desaceleración frente al 5,2% de diciembre. Así, la inflación recupera los niveles de inicios del año pasado. El componente sin alimentos ni energía de los precios de consumo en febrero tuvo una tasa de crecimiento del 3,7% interanual, también inferior al 3,8% de los meses anteriores.

### MÉXICO SUFRE UN DETERIORO COMERCIAL

Saldo acumulado de 12 meses de la balanza comercial sin incluir exportaciones de petróleo



**Se agranda el déficit comercial, a pesar de las exportaciones de petróleo y las maquiladoras.**

El déficit comercial siguió aumentando y en los doce meses hasta enero su saldo negativo llegó a 9,6 millones de dólares. Sin exportaciones de petróleo, éste fue de 33.311 millones, un 10% superior al de noviembre. En 2004, el superávit comercial de las *maquiladoras* se recuperó de una tendencia bajista iniciada en 2001, pero el déficit comercial del resto de empresas tuvo una evolución contraria que provocó un empeoramiento del déficit general. Los altos precios del petróleo y la buena marcha de la economía azteca compensan por ahora este deterioro de la balanza comercial.

**El petróleo anota su máximo a finales de marzo tras subir un 39% desde principios de año...**

Materias primas: el precio del petróleo, en máximos

El día 22 de marzo el petróleo de calidad «Brent» para entregas a un mes anotó su máximo histórico -55,78 dólares por barril- acumulando un aumento de un 39% desde principios de año. Tras esta notable alza se encuentra fundamentalmente la estrechez de la distancia entre demanda y oferta potencial de petróleo, un factor ciertamente intensificado por la actividad especulativa.

**...debido al creciente dinamismo de la demanda.**

El efecto combinado de las bajas temperaturas en el hemisferio occidental en febrero y marzo y el fuerte dinamismo de las economías estadounidense y china están acelerando la demanda mundial de petróleo, mientras que la oferta sigue mostrándose más rígida. Según las últimas estimaciones de la Agencia Internacional de la Energía (AIE), la demanda global de crudo para 2005 se situará en 84,3 millones de barriles diarios, lo que implica un crecimiento del 1,8% respecto a la demanda de 2004. Esta cifra es un 5% mayor de lo esperado por la AIE hace tan sólo un mes.

#### PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

|  | 2003        | 2004        | 2004        |             |             |              | 2005         |              |             |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
|  |             |             | I           | II          | III         | IV           | Enero        | Febrero      | Marzo       |
| <b>Índice «The Economist» en dólares (*)</b> |             |             |             |             |             |              |              |              |             |
| <b>General</b>                               | <b>11,7</b> | <b>17,4</b> | <b>23,7</b> | <b>28,2</b> | <b>16,0</b> | <b>1,5</b>   | <b>-3,1</b>  | <b>-3,4</b>  | <b>-1,2</b> |
| Alimentarias                                 | 9,1         | 11,2        | 18,4        | 24,3        | 9,4         | -7,3         | -9,6         | -9,6         | -7,7        |
| Industriales                                 | 15,9        | 26,1        | 31,6        | 34,0        | 25,1        | 13,8         | 5,5          | 4,6          | 7,9         |
| <i>Agrícolas no alimentarias</i>             | <i>21,8</i> | <i>9,2</i>  | <i>19,8</i> | <i>21,6</i> | <i>6,8</i>  | <i>-11,2</i> | <i>-12,8</i> | <i>-10,8</i> | <i>-8,4</i> |
| <i>Metales</i>                               | <i>11,8</i> | <i>38,2</i> | <i>40,1</i> | <i>43,1</i> | <i>38,3</i> | <i>31,5</i>  | <i>17,1</i>  | <i>14,0</i>  | <i>17,9</i> |
| <b>Índice «The Economist» en euros (*)</b>   |             |             |             |             |             |              |              |              |             |
|  | <b>-6,7</b> | <b>6,7</b>  | <b>5,7</b>  | <b>20,7</b> | <b>6,9</b>  | <b>-6,5</b>  | <b>-6,5</b>  | <b>-5,7</b>  | <b>-8,4</b> |
| <b>Petróleo (**)</b>                         |             |             |             |             |             |              |              |              |             |
| Dólares/barril                               | 28,4        | 38,0        | 31,2        | 35,3        | 40,7        | 44,7         | 44,1         | 45,9         | 54,0        |
| Tasa de variación anual                      | 13,1        | 34,4        | 2,6         | 36,9        | 44,4        | 53,8         | 44,3         | 50,8         | 65,0        |
| <b>Oro</b>                                   |             |             |             |             |             |              |              |              |             |
| Dólares/onza                                 | 364,0       | 409,6       | 408,4       | 394,0       | 401,9       | 434,0        | 424,3        | 423,8        | 438,4       |
| Tasa de variación                            | 17,3        | 12,7        | 16,0        | 13,7        | 10,6        | 10,6         | 2,4          | 4,8          | 7,8         |

NOTAS: (\*) Tasa de variación interanual.

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

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

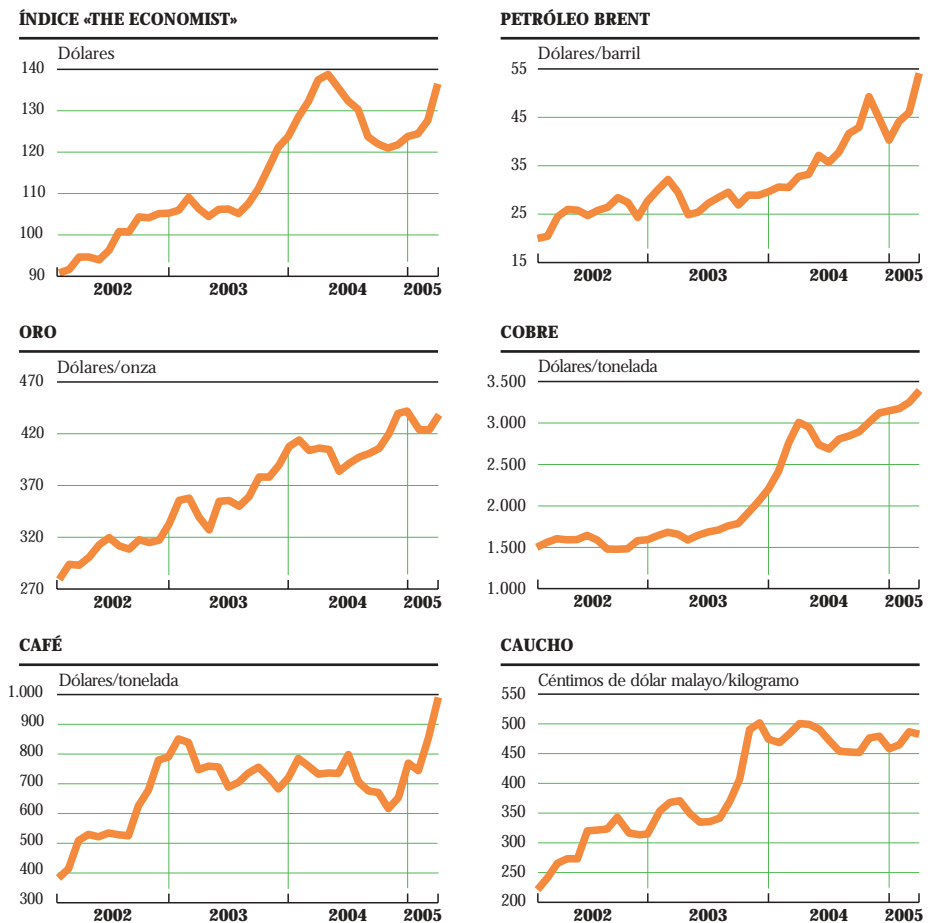
**El aumento de producción de la OPEP, insuficiente para bajar las cotizaciones del oro negro.**

La tensión de oferta y demanda explica la permanencia de cotizaciones elevadas a pesar del anuncio de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) del 17 de marzo pasado de incrementar su producción en 500.000 barriles diarios de forma inmediata y autorizar condicionalmente un nuevo ascenso de medio millón de barriles para los meses venideros. Asimismo, esta estrechez está siendo más acusada en ciertos productos que en otros, según se desprende del ritmo de acumulación de existencias. En Estados Unidos, a mediados de marzo, las existencias de crudo y gasolina se situaban, respectivamente, un 8% y un 9% por encima del nivel de un año antes. Por el contrario, las existencias de productos destilados caían un 2% interanual.

**Los metales lideran el alza de las restantes materias primas con un aumento del 18% en los últimos doce meses.**

Por lo que se refiere a las restantes materias primas, la tendencia general más reciente es de aumento en los precios, aunque sin ser tan acusada como en el caso del petróleo. El índice «The Economist» de materias primas en dólares ha pasado de niveles de descenso interanual superiores al 3% en enero y febrero al retroceso del 1,2% interanual de marzo. Una evolución paralela sigue el índice expresado en euros, que cae en marzo únicamente un 8,4% interanual, 2,4 puntos menos que en febrero. Los grupos de

### EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS



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

materias primas más expansivos son los industriales, que crecen un 8% interanual en marzo, y en especial los metales que, en conjunto, se acercan a incrementos interanuales del 18%. En esta categoría, la evolución del oro sigue protagonizando significativos aumentos, creciendo en marzo un 8% interanual, tasa notable atendiendo a los elevados niveles de cotización de que se parte (a finales de marzo la cotización de la onza de oro se acercaba a los 440 dólares).

# UNIÓN EUROPEA

## Zona del euro: tibio inicio de 2005

**La zona del euro crece un moderado 1,6% en el cuarto trimestre debido a la debilidad de la demanda interna.**

La zona del euro creció un modesto 0,6% intertrimestral anualizado en el cuarto trimestre de 2004, frente al 1,0% del tercer trimestre. En tasa interanual el crecimiento del cuarto trimestre fue del 1,6%. Este limitado ritmo de actividad derivó, en línea con los últimos trimestres, de la debilidad de la demanda interna. Así, el consumo privado creció un 1,3% interanual, una tasa moderadamente mejor que el 0,9% del tercer trimestre pero prácticamente idéntica al ritmo de la primera mitad de 2004. Los restantes componentes de la demanda interna exhibieron un comportamiento incluso menos satisfactorio, al desacelerar su ritmo respecto al tercer trimestre: el consumo privado creció un 1,2% (1,5% en el trimestre precedente) y la inversión un 1,6% (2,1% anterior). Por su parte, la aportación de la variación de existencias al crecimiento del producto interior bruto (PIB) también se redujo en dicho cuarto trimestre, pasando del 1,3% del periodo de junio-septiembre al 0,5%.

## ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

|                              | 2003 | 2004  | 2004 |      |       |       | 2005  |         |
|------------------------------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|---------|
|                              |      |       | I    | II   | III   | IV    | Enero | Febrero |
| PIB                          | 0,5  | 1,8   | 1,6  | 2,2  | 1,9   | 1,6   | -     | ...     |
| Ventas al por menor          | 0,3  | 0,1   | 0,4  | 0,0  | 0,0   | 0,1   | -0,6  | ...     |
| Confianza del consumidor (*) | -18  | -14   | -14  | -14  | -14   | -13   | -13   | -13     |
| Producción industrial        | 0,3  | 1,9   | 1,1  | 3,1  | 2,8   | 0,8   | 2,2   | ...     |
| Sentimiento económico (*)    | 93,4 | 100,0 | 98,6 | 99,9 | 100,6 | 100,9 | 100,8 | 98,8    |
| Tasa de paro (**)            | 8,7  | 8,8   | 8,9  | 8,8  | 8,8   | 8,8   | 8,8   | ...     |
| Precios de consumo           | 2,1  | 2,1   | 1,7  | 2,3  | 2,2   | 2,3   | 1,9   | 2,1     |
| Balanza comercial (***)      | 80,4 | 81,8  | 76,5 | 88,9 | 86,3  | 75,7  | ...   | ...     |

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.

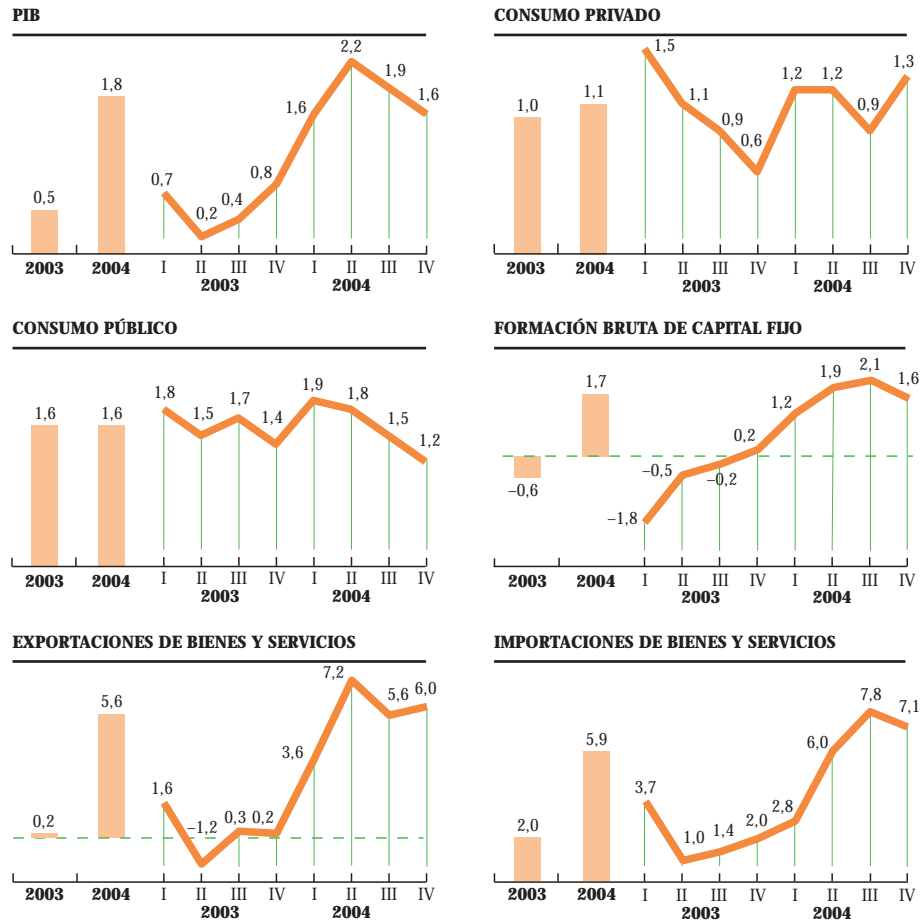
**El sector exterior recupera parte del terreno perdido.**

En este contexto de debilidad interna, los mejores resultados los ofreció el sector exterior. La sensible detracción de la demanda externa al crecimiento del PIB del tercer trimestre, de 6 décimas de punto, dio paso en el cuarto trimestre a una aportación negativa de tan sólo dos décimas porcentuales. Este menor freno del sector exterior derivó fundamentalmente de la recuperación de las exportaciones de bienes y servicios, que se aceleraron hasta el 6,0% interanual (5,6% interanual en el tercer trimestre). Dicha mejora exportadora se combinó con un cierto enfriamiento de

las importaciones que, con todo, seguían creciendo a un ritmo notable, superior al 7% interanual.

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

Porcentaje de variación interanual



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

**El consumo se muestra poco expansivo en los principios de 2005.**

Partiendo de estas tendencias, el arranque de 2005 está siendo necesariamente de actividad moderada. El consumo privado sigue embarrancado en una fase de escaso dinamismo, según se desprende del mal momento de las ventas al por menor que cayeron en enero, en tasa interanual, un 0,6%. El mantenimiento de la confianza del consumidor en el nivel de los 13 puntos negativos entre septiembre y febrero reitera la falta de avances significativos en materia de gasto de los hogares. La inversión tampoco acaba de consolidar su evolución. Así, la clara recuperación del componente de bienes de equipo de la producción industrial del tercer trimestre (crecimiento interanual del 5,2%) ha dado paso a un ritmo notablemente más contenido en el cuarto (aumento interanual del 1,3%). La cifra de enero, que muestra una aceleración hasta el 3,0% interanual, podría indicar una nueva inflexión, esta vez al alza.

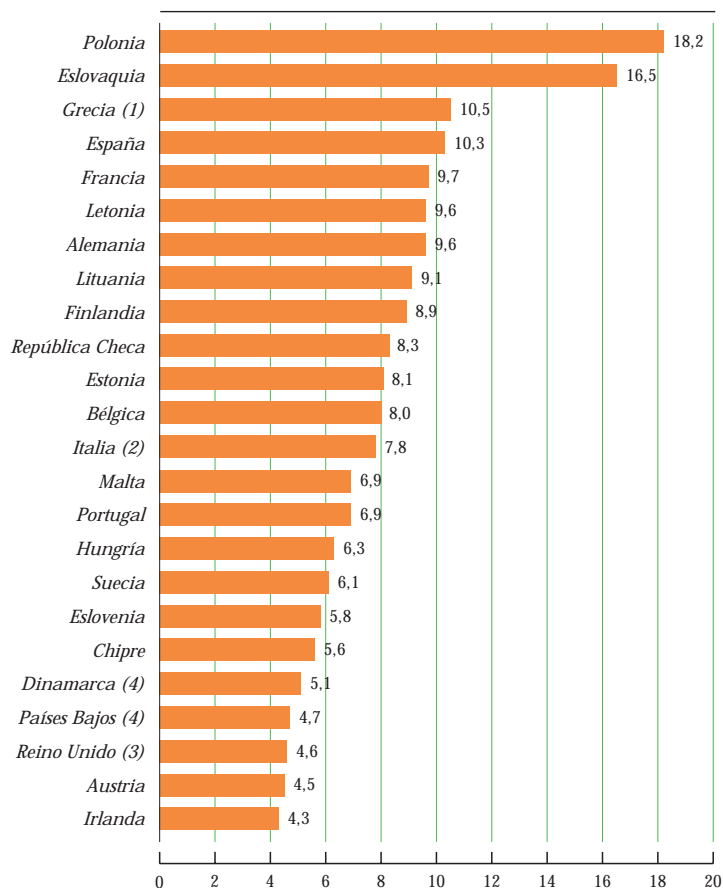
**El sentimiento económico empeora en febrero.**

Los indicadores de oferta reflejan igualmente un pulso contenido de la actividad. El más global de todos ellos, el de sentimiento económico, cedió un punto en febrero (hasta el nivel de los 98,8 puntos), más que compensando el suave repunte de enero. El empeoramiento del índice en febrero derivó de los retrocesos registrados en todos sus componentes, destacando las cesiones de construcción e industria, en ambos casos dos puntos. En este contexto, la recuperación de la producción industrial registrada en enero (crecimiento interanual del 2,2%, frente al 1,0% de diciembre) debe ser valorada con prudencia porque la cifra está parcialmente sesgada al alza por el bajo avance que se produjo en enero de 2004.

**Repunte de la inflación en febrero, hasta el 2,1%, debido a la contribución de la energía.**

Por lo que se refiere a los precios, su evolución reciente viene dominada por el comportamiento del componente energético. Tras situarse en el 1,9% interanual en enero, su primer registro por debajo del 2% desde marzo de 2004, el índice de precios de consumo (IPC) armonizado repuntó al 2,1% en febrero debido a la aceleración de la energía. Cabe señalar que, cuando se compara el crecimiento de las materias primas energéticas en origen –el petróleo aumentó en enero un 44% interanual y en febrero un 51%– con el del componente energético del IPC (aumento del 8% interanual en febrero), se constata el notable efecto de contención que está provocando la apreciación del euro.

#### ACUSADAS DIFERENCIAS DE PARO EN LA UNIÓN EUROPEA Tasa de paro en porcentaje sobre la población activa, enero de 2005



NOTAS: (1) Junio de 2004.  
(2) Septiembre de 2004.  
(3) Noviembre de 2004.  
(4) Diciembre de 2004.  
FUENTES: Eurostat  
y elaboración propia.

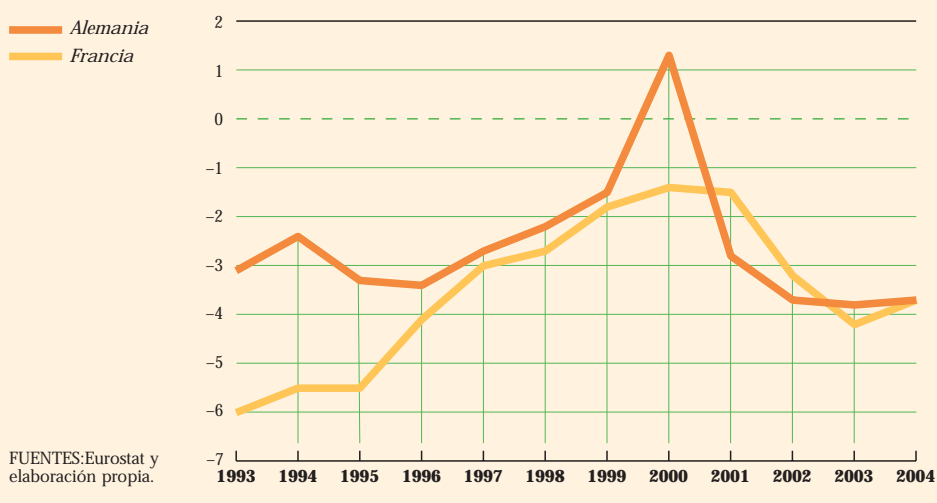


## LA REFORMA DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

*El Consejo Europeo de los pasados 22 y 23 de marzo aprobó la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, creado en 1997. En el origen de la reforma se encuentran las dificultades de Alemania y Francia, que superaron el límite de déficit público del 3% del producto interior bruto (PIB) entre los años 2002 y 2004, y el conflicto institucional que se produjo entre el Consejo de Ministros y la Comisión Europea para su aplicación en el año 2003. Este conflicto se zanjó con una sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión favorable a la segunda en 2004.*

### LOS PROBLEMAS DE ALEMANIA Y FRANCIA CON EL DÉFICIT PÚBLICO PROVOCAN LA REFORMA DEL PACTO DE ESTABILIDAD

Saldo público en porcentaje del PIB



*El nuevo Pacto de Estabilidad mantiene inalterados los dos límites vigentes de déficit público y de deuda pública en el 3% y el 60% del PIB, respectivamente, introduciendo novedades en materia de calendario y de situaciones excepcionales a considerar. Así, los plazos para que un estado en situación de déficit excesivo la corrija se amplían del año actual a un periodo de otro año, e incluso más, en función de si se produjeran hechos económicos adversos inesperados.*

*Adicionalmente, se ha establecido una amplia batería de situaciones que condicionan la aplicación de las sanciones previstas. De entrada, si se diesen lo que se denominan factores económicos pertinentes, como, entre otros muchos, la realización de reformas estructurales o el esfuerzo previo de consolidación fiscal, la Comisión no activaría el procedimiento de déficit excesivo. Asimismo, el objetivo presupuestario de medio plazo, de situarse en una situación cercana al equilibrio presupuestario perderá su generalidad, estableciéndose en función de las circunstancias de cada país. Si el estado en cuestión disfruta de un nivel de deuda pública reducido y un elevado potencial de crecimiento, se consentirán situaciones de déficit público de hasta un 1% del PIB. Contrariamente, a aquellos países que superen significativamente el umbral de deuda pública del 60% y que dispongan de un bajo potencial de crecimiento, se les podría exigir incluso una situación de superávit público.*

**La tasa de paro, estacionaria en el 8,8% en enero.**

La situación del mercado laboral exhibe menos cambios. El empleo mantiene una tendencia a recuperarse moderadamente, pero sus niveles actuales siguen siendo reducidos. Así, en el tercer trimestre de 2004, última cifra disponible, el crecimiento interanual del empleo fue del 0,5%, dos décimas mayor que el del segundo trimestre. Por su parte, la tasa de paro se mantuvo en enero en el 8,8%, sin cambio respecto diciembre.

### Alemania: consumo plano en los principios de 2005

**En Alemania, el mal momento del gasto de los hogares no remite.**

La economía alemana sigue inmersa en una fase de escaso dinamismo económico. El rasgo más destacado es la persistente atonía del consumo. La caída de las ventas al por menor de enero (retroceso de un 0,4% interanual) y el retroceso de la confianza del consumidor de febrero, de tres puntos, apunta a que el consumidor germano se muestra muy poco expansivo. Por el contrario, el momento de la inversión parece entrar en una fase de mayor dinamismo. Tras un cierto debilitamiento en los meses de noviembre y diciembre, la producción industrial de bienes de equipo repuntó en enero.

### ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

|   | 2003  | 2004  | 2004  |       |       |       | 2005  |         |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
|   |       |       | I     | II    | III   | IV    | Enero | Febrero |
| PIB                                       | -0,1  | 1,0   | 0,9   | 1,4   | 1,2   | 0,6   | -     | ...     |
| Ventas al por menor                       | -0,5  | -1,7  | -0,5  | -2,3  | -1,7  | -2,2  | -0,4  | ...     |
| Producción industrial                     | 0,1   | 2,3   | 1,2   | 3,4   | 3,8   | 0,8   | 3,5   | ...     |
| Índice de actividad empresarial (IFO) (*) | 91,7  | 95,7  | 96,4  | 95,7  | 95,4  | 95,2  | 96,4  | 95,4    |
| Tasa de paro (**)                         | 10,5  | 10,8  | 10,4  | 10,5  | 10,7  | 10,8  | 11,4  | 11,7    |
| Precios de consumo                        | 1,1   | 1,6   | 1,1   | 1,8   | 1,9   | 2,0   | 1,6   | 1,8     |
| Balanza comercial (***)                   | 129,8 | 149,4 | 137,4 | 150,6 | 154,1 | 155,4 | 155,8 | ...     |

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.

**Los servicios aguantan, la industria parece dejar lo peor atrás y la construcción no levanta cabeza.**

Desde una perspectiva sectorial, las tendencias recientes muestran que los servicios están capeando con mayor holgura la etapa de bajo crecimiento económico, según muestra la paulatina recuperación del indicador de confianza sectorial. Así, tras ascender dos puntos en el cuarto trimestre (situándose en el nivel de los 10 puntos), recuperó un punto adicional en el promedio de enero y febrero. La evolución de la industria no es tan positiva. Tras crecer un modesto 0,8% interanual en el cuarto trimestre, en enero la producción industrial se aceleró hasta el 3,5%, si bien este registro exhibe un cierto sesgo alcista por un efecto de base. De hecho, el indicador IFO de actividad empresarial cayó en marzo hasta los 94,0 puntos, lo que anticipa una nueva ralentización industrial. El peor momento, con todo, lo manifiesta la construcción, que tras un negativo 2004 que se saldó con un descenso del 4% del sector, no parece en condiciones de

invertir su tendencia bajista. En este sentido apunta, cuando menos, el mal comportamiento que exhibe su principal indicador anticipado, los permisos de construcción de nuevas viviendas, que cayó un 30% interanual en diciembre.

***Dinámico comportamiento de las exportaciones.***

Ante esta deprimida evolución interna, los mejores indicadores de la economía germana provienen del sector exterior. Tras cerrarse 2004 con el mayor nivel de exportaciones de su historia estadística y un crecimiento cercano al 9%, las ventas al exterior han prolongado al primer mes de 2005 este buen momento, al incrementarse un 9,4% respecto un año antes. Este dinamismo exportador ha permitido que, a pesar del aumento de las importaciones (crecimiento del 11% interanual en enero), el superávit comercial acumulado de 12 meses se situase en enero en los 155.800 millones de euros, a comparar con los 155.200 millones de euros de diciembre.

***Los precios de consumo empiezan a reflejar el encarecimiento del petróleo, mientras el paro aumenta sensiblemente en los dos primeros meses del año.***

Por lo que se refiere a los precios, la inflación está reflejando progresivamente la mayor contribución de la energía. En febrero, el IPC creció, en tasa interanual, un 1,8% (1,6% en enero). Con todo, es claramente peor la evolución de la tasa de paro, que tras saltar por encima del 11% en enero (11,4%), alcanzó el 11,7% de la población activa en febrero. Conviene precisar, no obstante, que por particularidades de la forma de cálculo, la tasa de paro alemán no es estrictamente utilizable en comparaciones internacionales. En este sentido, la tasa de paro armonizada que publica Eurostat, para enero, es del 9,6% de la población activa.

**Francia: actividad estable**

***En Francia, la relativa pérdida de ritmo del consumo se ve parcialmente compensada por un mejor tono de la inversión.***

En los primeros meses de 2005 la economía francesa disfruta de un nivel de actividad similar al exhibido en el cuarto trimestre gracias a que el menor empuje del consumo se ve compensado por una mayor inversión. Así, en enero, el consumo interno creció un 3,8% interanual (5,0% interanual en el cuarto trimestre), mientras que la producción industrial de bienes de equipo se aceleraba hasta el 3,8% interanual, dos puntos más que la tasa de diciembre. Por su parte, la demanda externa sigue reduciendo su aportación, ya que a pesar del repunte exportador (incremento interanual del 6,1% en enero), las necesidades de la demanda interna están impulsado a las importaciones con crecimientos por encima del 10% desde mayo de 2004, una tendencia que se mantiene con el aumento del 12,4% interanual de enero.

***La industria consolida su recuperación.***

Desde la perspectiva de la oferta, la principal novedad proviene del sector industrial. Así, la producción industrial, tras varios meses de crecimiento moderado, ha encadenado tres meses consecutivos en aceleración, pasando del 1,9% interanual de noviembre al 2,9% de enero. Por otra parte, los indicadores de servicios y construcción reflejan un nivel de actividad estable y elevado.

***Los precios de consumo se muestran estables.***

La ausencia de tensiones inflacionistas constituye otro de los rasgos positivos de la coyuntura francesa. En febrero, la tasa interanual del IPC se mantuvo en el 1,6%, sin variación respecto a enero. Si se descuentan los componentes más volátiles, entre otros la energía, la falta de desequilibrios en materia de precios es aún más clara, ya que la tasa resultante

fue del 1,0% interanual en dicho mes de febrero. Por lo que se refiere al paro, en enero se produjo un aumento de una décima porcentual de la tasa de paro, hasta el 10,1% de la población activa, un nivel que no se había alcanzado desde enero de 2000.

## FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

|                        | 2003 | 2004 | 2004 |      |      |      | 2005  |         |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|-------|---------|
|                        |      |      | I    | II   | III  | IV   | Enero | Febrero |
| PIB                    | 0,5  | 2,3  | 2,0  | 3,1  | 2,0  | 2,2  | -     | ...     |
| Consumo interno        | 0,7  | 4,4  | 3,1  | 5,8  | 3,6  | 5,0  | 3,8   | ...     |
| Producción industrial  | -0,5 | 1,8  | 0,6  | 2,9  | 2,0  | 1,6  | 2,9   | ...     |
| Tasa de paro (*)       | 9,8  | 10,0 | 10,0 | 10,0 | 10,0 | 9,9  | 10,1  | ...     |
| Precios de consumo     | 2,1  | 2,1  | 1,9  | 2,4  | 2,2  | 2,1  | 1,6   | 1,6     |
| Balanza comercial (**) | 0,2  | 0,0  | 0,2  | 0,2  | -0,1 | -0,5 | -0,8  | ...     |

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

## Italia: demanda interna bajo mínimos

### *Italia sufre el parón combinado de demanda interna y sector exterior...*

Italia sigue exhibiendo una de las peores coyunturas de la eurozona, resultado combinado de una demanda interna que no reacciona y del empeoramiento del sector exterior. El retroceso de la confianza del consumidor de febrero, hasta los 18 puntos negativos, y la caída interanual de un -2,5% de las ventas al por menor en enero, reiteran que el gasto de los hogares no ha cambiado de signo. Igualmente, la ampliación del déficit comercial acumulado de 12 meses, hasta los 40.000 millones de euros en diciembre, refleja la pérdida de impulso de la demanda externa.

## ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

|                        | 2003 | 2004 | 2004 |      |      |      | 2005  |         |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|-------|---------|
|                        |      |      | I    | II   | III  | IV   | Enero | Febrero |
| PIB                    | 0,4  | 1,1  | 0,8  | 1,3  | 1,4  | 1,0  | -     | ...     |
| Ventas al por menor    | 2,0  | -0,4 | 1,2  | -0,2 | -1,3 | -1,1 | -2,5  | ...     |
| Producción industrial  | -0,5 | -0,4 | -0,2 | 1,2  | -0,6 | -2,0 | -2,1  | ...     |
| Tasa de paro (*)       | 8,4  | ...  | 8,2  | 8,0  | 8,0  | ...  | -     | ...     |
| Precios de consumo     | 2,7  | 2,2  | 2,2  | 2,4  | 2,2  | 2,0  | 1,9   | 1,9     |
| Balanza comercial (**) | 4,1  | 2,1  | 2,2  | 3,3  | 2,9  | 0,0  | ...   | ...     |

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

**...tesitura que provoca el deterioro de la actividad industrial.**

En esta tesitura de falta de demanda, la producción industrial sigue resintiéndose. En enero, dicho indicador caía un 2,1% interanual, con lo cual se mantiene en la zona de los descensos interanuales desde julio de 2004. Por el contrario, el bajo ritmo de la demanda interna subyace en la estabilidad inflacionista que exhibe la economía italiana. El mantenimiento del IPC en el 1,9% interanual en febrero representa su sexto mes consecutivo con la inflación oscilando alrededor del 2%.

### Reino Unido: crecimiento estable del 3%

**Reino Unido crece un 2,9% en el cuarto trimestre.**

La economía británica creció en el cuarto trimestre un 2,9% interanual, con lo que cierra el año 2004 con un aumento del 3,1%. Este comportamiento, que se distancia notablemente de las otras tres grandes economías de la Unión Europea (Alemania, Francia e Italia), se ha debido fundamentalmente al buen momento del consumo privado (que se mantuvo en el cuarto trimestre, con un crecimiento del 3,0% interanual) y al importante repunte de la inversión (la formación bruta de capital fijo se aceleró en el cuarto trimestre por encima del 5% interanual). La contrapartida al dinamismo interno ha sido el importante drenaje del sector exterior al crecimiento del PIB, levemente por debajo de un punto porcentual en el último trimestre de 2004.

### REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

|                        | 2003  | 2004  | 2004  |       |       |       | 2005  |         |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
|                        |       |       | I     | II    | III   | IV    | Enero | Febrero |
| PIB                    | 2,2   | 3,1   | 2,8   | 3,5   | 3,1   | 2,9   | -     | ...     |
| Ventas al por menor    | 3,1   | 6,1   | 6,2   | 6,8   | 6,6   | 4,8   | 3,5   | 3,6     |
| Producción industrial  | -0,2  | 0,5   | 0,3   | 1,8   | 0,1   | -0,5  | 0,1   | ...     |
| Tasa de paro (*)       | 2,9   | 2,7   | 2,8   | 2,7   | 2,7   | 2,7   | 2,6   | 2,6     |
| Precios de consumo     | 2,8   | 2,2   | 2,3   | 2,2   | 2,1   | 2,3   | 2,1   | 2,1     |
| Balanza comercial (**) | -46,3 | -54,4 | -50,3 | -53,4 | -56,2 | -57,7 | -57,9 | ...     |

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

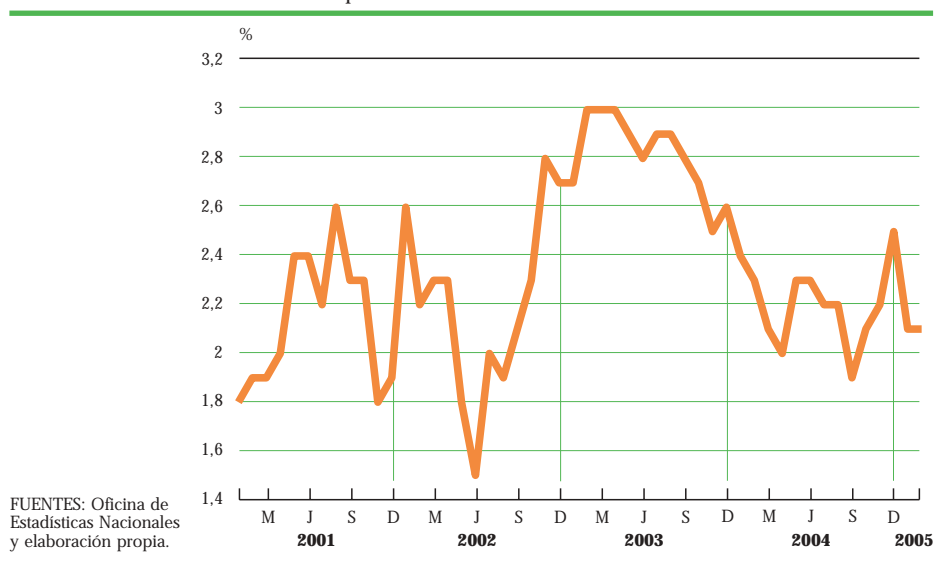
FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

**La fortaleza de consumo e inversión se mantiene en el inicio de 2005.**

Los indicadores referidos a 2005 muestran la prolongación de las tendencias anteriores. Las ventas al por menor crecieron en febrero un 3,6%, lo que refleja el buen tono del consumo, e igualmente la aceleración del componente de bienes de equipo de la producción industrial en el primer mes del presente año apunta a la continuidad de la expansión de la inversión. La demanda externa, por el contrario, sigue arrojando un abultado déficit. El saldo acumulado de los últimos 12 meses hasta enero fue de 57.900 millones de libras esterlinas, moderadamente superior al del cuarto trimestre.

## INFLACIÓN BAJO CONTROL EN EL REINO UNIDO

Variación interanual del índice de precios de consumo



**La inflación se mantiene moderada, en el 2,1% en febrero.**

Por su parte, los indicadores de oferta apenas aportan novedad alguna respecto a meses anteriores: la producción industrial está varada en una etapa de bajo crecimiento (aumento del 0,1% interanual en enero), la construcción se desacelera y los servicios mantienen un elevado ritmo de actividad. Cierra el repaso a una coyuntura globalmente favorable la constatación de la ausencia de tensiones inflacionistas (el IPC creció un 2,1% interanual en febrero), mientras que la tasa de paro retrocedió en enero hasta el 2,6% de la población activa, mínimo histórico desde 1975, manteniéndose en dicho nivel en febrero.

# MERCADOS FINANCIEROS

## MERCADOS MONETARIOS Y DE CAPITAL

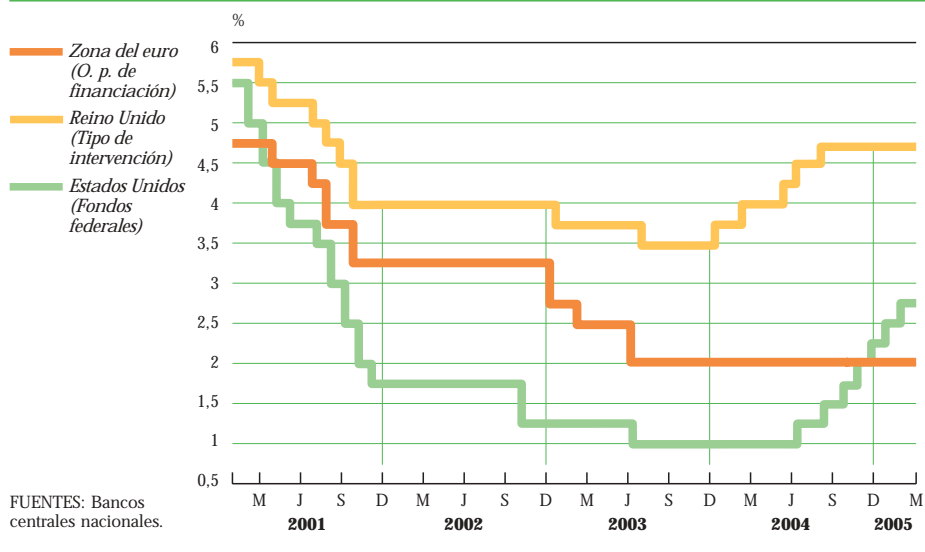
La Reserva Federal eleva tipos por séptima vez consecutiva

*La Reserva Federal apunta a que seguirá subiendo su tipo de interés oficial en los próximos meses...*

El día 22 de marzo, la Reserva Federal, el sistema de bancos centrales de Estados Unidos, decidió aumentar de nuevo los tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos. Tras esta séptima subida consecutiva, el tipo de interés objetivo de los fondos federales –depósitos interbancarios a un día– quedó situado en el 2,75% y la tasa de descuento en el 3,75%. Esta medida se tomó dada la moderada expansión de la economía y para prevenir posibles tensiones inflacionistas. El Comité sugirió que el paulatino incremento de los tipos de interés oficiales continuará en los próximos meses.

### LA RESERVA FEDERAL SUBE SU TIPO DE INTERÉS DE REFERENCIA HASTA EL 2,75%

Tipos de interés de referencia de la política monetaria



*...tal como lo espera el mercado.*

El mercado también lo espera así. De esta manera, el tipo de interés de los depósitos interbancarios a un año norteamericanos se ha elevado apreciablemente en las últimas semanas. Así, a mediados de la cuarta semana del mes se situaba en el 3,77%. Este nivel representaba un incremento de 250 puntos básicos respecto a doce meses antes.

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<br>BCE (2) | Euríbor    |        | Nivel<br>objetivo de<br>Reserva<br>Federal (3) | Tres meses | Tres meses | Tipo de<br>intervención<br>Banco de<br>Inglaterra (4) | Tres meses | Tres meses |
|             |                     | Tres meses | Un año |  |            |            |   |            |            |
| <b>2004</b> |                     |            |        |  |            |            |   |            |            |
| 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   | 2,07                | 2,17       | 2,30   | 2,25   | 2,47       | 0,00       | 4,75  | 4,78       | 0,75       |
| <b>2005</b> |                     |            |        |  |            |            |   |            |            |
| Enero       | 2,06                | 2,15       | 2,31   | 2,25   | 2,64       | 0,00       | 4,75  | 4,79       | 0,74       |
| Febrero (*) | 2,06                | 2,14       | 2,31   | 2,50   | 2,80       | 0,00       | 4,75  | 4,80       | 0,75       |
| Marzo (1)   | 2,05                | 2,14       | 2,40   | 2,75   | 3,00       | 0,00       | 4,75  | 4,91       | 0,76       |

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: 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%), 2-2-05 (2,50%), 22-3-05 (2,75%).

(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.

**En la zona del euro preocupa la excesiva liquidez existente como riesgo inflacionista a largo plazo.**

En el área del euro el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) no varió su tipo de interés de referencia en su reunión del 3 de marzo. Las nuevas proyecciones para el crecimiento económico de la eurozona a cargo de los expertos del BCE aportaron una ligera revisión a la baja respecto a las de diciembre, mientras que la previsión de la inflación no sufrió prácticamente ninguna modificación. De esta manera, se espera que la tasa de inflación se coloque en la banda 1,6%-2,2% este año y en 1,0%-2,2% en 2006. Sin embargo, se señaló la existencia de riesgos alcistas para la estabilidad de precios a medio plazo en un contexto de probable recuperación económica. Así, preocupa la excesiva expansión de la liquidez. En enero el agregado monetario amplio M3 creció el 6,6% en relación con el mismo mes del año anterior, considerablemente por encima del aumento de referencia del 4,5%. Y los créditos al sector privado también se han avivado, con un alza anual del 7,3%.

**El BCE no se plantea bajar los tipos de interés.**

Así, por si había alguna duda, el presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, dejó claro que en la reunión del 3 de marzo ni tan sólo se había discutido la posibilidad de una bajada de los tipos de interés, a pesar de la debilidad del relanzamiento económico de la zona del euro. En este marco, el euríbor a un año se mantuvo en febrero en el mismo nivel que en enero en promedio mensual, en el 2,31%. En las primeras semanas de marzo el euríbor a un año tendió a ascender y se situó en el 2,40% a mediados de la cuarta semana del mes. De esta forma, la curva de tipos



de interés descuenta el inicio del giro restrictivo del BCE en el final del verano de este ejercicio.

### **Los bancos centrales de Australia y Nueva Zelanda suben tipos.**

En Oceanía, el día 2 de marzo el Banco de Australia subió su tipo de interés oficial por primera vez desde diciembre de 2003 en 25 puntos básicos hasta el 5,50%. El motivo de esta restricción fue atajar las presiones inflacionistas. Además, el día 10 del mismo mes el Banco de Nueva Zelanda también aumentó su tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos hasta colocarlo en el 6,75%.

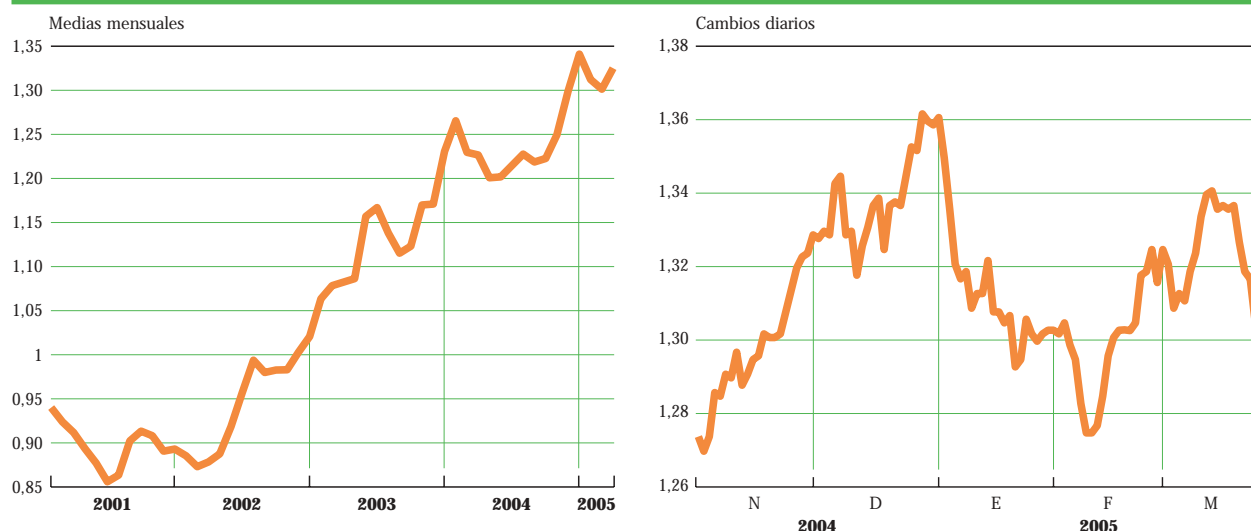
### **El dólar vence la desconfianza**

### **La ampliación del déficit exterior de Estados Unidos presiona el dólar a la baja, pero el billete verde logra reaccionar con el apoyo de su diferencial de tipos de interés.**

La moneda de Estados Unidos se depreció el 0,9% con relación a un conjunto amplio de divisas en febrero. Las revelaciones de algunos bancos centrales en el sentido de que deseaban diversificar sus reservas de divisas, reduciendo la participación del dólar, lo debilitaron. Este clima de desconfianza en el billete verde continuó en las primeras semanas de marzo. Incluso Japón se desmarcó del dólar, según palabras del primer ministro Koizumi, aunque fueron rápidamente matizadas. Otros factores que contribuyeron a la bajada de la moneda norteamericana fueron las ampliaciones de los déficit comerciales en enero y por cuenta corriente en el cuarto trimestre mayores de lo esperado. No obstante, a partir de la tercera semana del mes el dólar recuperó posiciones alentado por unas mayores expectativas de subida de los tipos de interés al incrementarse la preocupación por la inflación. Así, el dólar se situaba por encima del nivel del principio del ejercicio en términos globales mediada la cuarta semana de marzo.

## **EL EURO OSCILA EN RELACIÓN CON EL DÓLAR**

Dólares de Estados Unidos por euro



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 23 de marzo.

FUENTES: OCDE, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS  
Febrero 2005

|                                | Última sesión del mes |                            | Datos mensuales      |                 |                  | Tipo de cambio<br>23-03-05 |       |
|--------------------------------|-----------------------|----------------------------|----------------------|-----------------|------------------|----------------------------|-------|
|                                | Tipo de cambio        | % de variación mensual (2) | Tipo de cambio medio | % variación (2) |                  |                            |       |
|                                |                       |                            |                      | Mensual         | s/diciembre 2004 |                            | Anual |
| <b>Frente al dólar de EEUU</b> |                       |                            |                      |                 |                  |                            |       |
| Yen japonés                    | 104,6                 | 0,9                        | 105,0                | 1,7             | 1,2              | -1,6                       | 106,0 |
| Libra esterlina (1)            | 1,920                 | 1,9                        | 1,888                | 0,5             | -2,2             | 1,0                        | 1,869 |
| Franco suizo                   | 1,164                 | -2,0                       | 1,191                | 1,0             | 4,0              | -4,3                       | 1,196 |
| Dólar canadiense               | 1,236                 | -0,4                       | 1,239                | 1,1             | 1,7              | -6,7                       | 1,215 |
| Peso mexicano                  | 11,09                 | -1,1                       | 11,13                | -1,1            | -0,6             | 1,0                        | 11,25 |
| Índice efectivo nominal (4)    | 108,5                 | -0,9                       | 109,6                | 0,2             | 0,6              | -3,1                       | 109,6 |
| <b>Frente al euro</b>          |                       |                            |                      |                 |                  |                            |       |
| Dólar de EEUU                  | 1,326                 | 1,7                        | 1,301                | -0,8            | -2,9             | 2,9                        | 1,305 |
| Yen japonés                    | 138,0                 | 2,3                        | 136,5                | 0,7             | -1,9             | 1,3                        | 137,7 |
| Franco suizo                   | 1,539                 | -0,5                       | 1,550                | 0,2             | 0,9              | -1,5                       | 1,556 |
| Libra esterlina                | 0,690                 | -0,2                       | 0,690                | -1,3            | -0,8             | 1,9                        | 0,695 |
| Corona sueca                   | 9,058                 | -0,5                       | 9,085                | 0,4             | 1,2              | -1,0                       | 9,111 |
| Corona danesa (3)              | 7,443                 | 0,0                        | 7,443                | 0,0             | 0,1              | -0,1                       | 7,449 |
| Zloty polaco                   | 3,907                 | -4,3                       | 3,987                | -2,3            | -3,6             | -17,9                      | 4,120 |
| Corona checa                   | 29,74                 | -1,3                       | 29,96                | -1,1            | -2,2             | -8,8                       | 30,08 |
| Forint húngaro                 | 241,8                 | -1,5                       | 243,7                | -1,1            | -0,9             | -7,4                       | 247,7 |
| Índice efectivo nominal (5)    | 105,9                 | 0,6                        | 105,1                | -0,7            | -1,8             | -0,2                       | 105,6 |

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 pierde terreno por la debilidad de la economía de la eurozona frente al dólar...**

El euro se apreció un 0,6% en febrero respecto al conjunto de las monedas de sus principales socios comerciales. Esta tendencia continuó en las primeras semanas de marzo. Sin embargo, la recuperación de la moneda única europea sufrió retrocesos al publicarse datos débiles de actividad en la eurozona. De hecho, el remonte del euro obedecía mayormente al aprovechamiento de la debilidad de otras monedas, principalmente el dólar de Estados Unidos. Así, el día 11 de marzo el euro se cotizó a 1,34 dólares, el nivel máximo desde principios de enero, para posteriormente bajar hasta 1,305 el día 23.

**...si bien se aprecia respecto a divisas de los países del Este.**

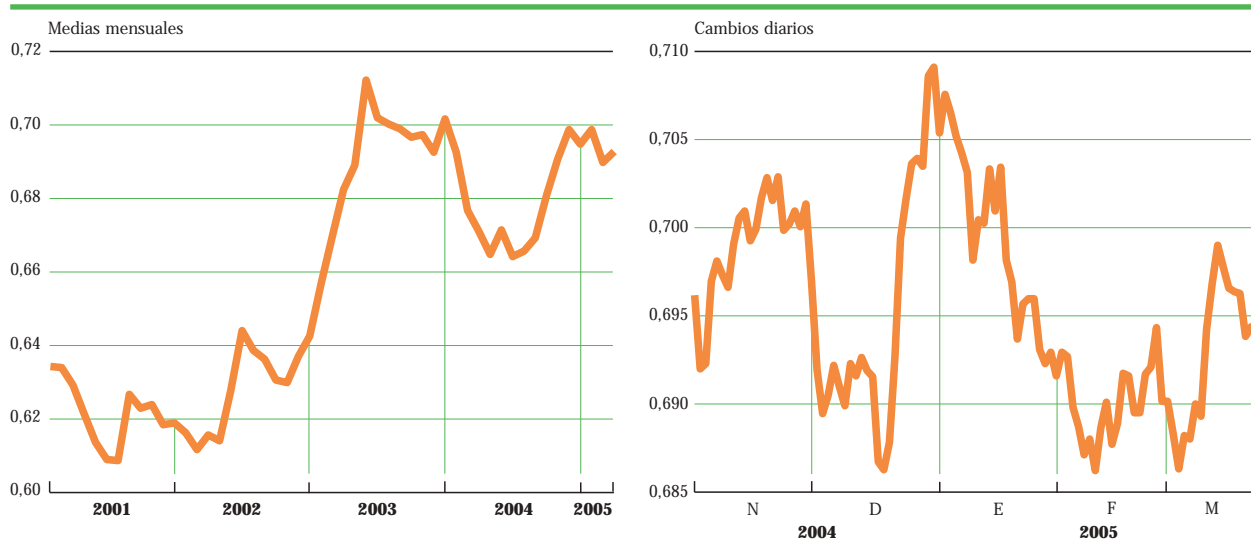
Con todo, la moneda europea ha recuperado terreno en marzo frente a divisas de los nuevos Estados miembros de la Unión Europea como el zloty polaco, la corona checa y el forint húngaro. Estas monedas habían subido en los últimos meses frente al euro al atraer considerables flujos de capitales a corto plazo a causa de los diferenciales de tipos de interés. Cabe señalar que en marzo el diferencial de tipos de interés a corto plazo con la corona checa se ha anulado.

**El mayor déficit comercial del Reino Unido no ayuda a la libra esterlina.**

La libra esterlina se ha depreciado contra el dólar en las primeras semanas de marzo, a diferencia del mes anterior, cuando subió el 1,9%. Asimismo, la moneda británica se ha debilitado ligeramente frente al euro en marzo. A esto contribuyó el mantenimiento del tipo de interés oficial del Banco de Inglaterra en el 4,75%, cuando una parte del mercado apostaba por un alza. Asimismo, el ensanchamiento del déficit comercial en enero no ayudó a la libra.

**LA LIBRA ESTERLINA SE DEPRECIA LIGERAMENTE CONTRA EL EURO**

Libras esterlinas por euro



NOTA: Los tipos alcanzan hasta el 23 de marzo.

FUENTE: Thomson Financial Datastream.

**El franco suizo cede contra el euro en marzo.**

El franco suizo se elevó el 2,1% con relación al dólar y el 0,5% respecto al euro en febrero. No obstante, en las primeras semanas de marzo, el franco suizo se depreció contra el dólar y bajó en relación con la moneda europea. La publicación de una leve contracción económica en el cuarto trimestre de 2004 en Suiza no le apoyó.

**El yen también retrocede con relación al dólar en marzo.**

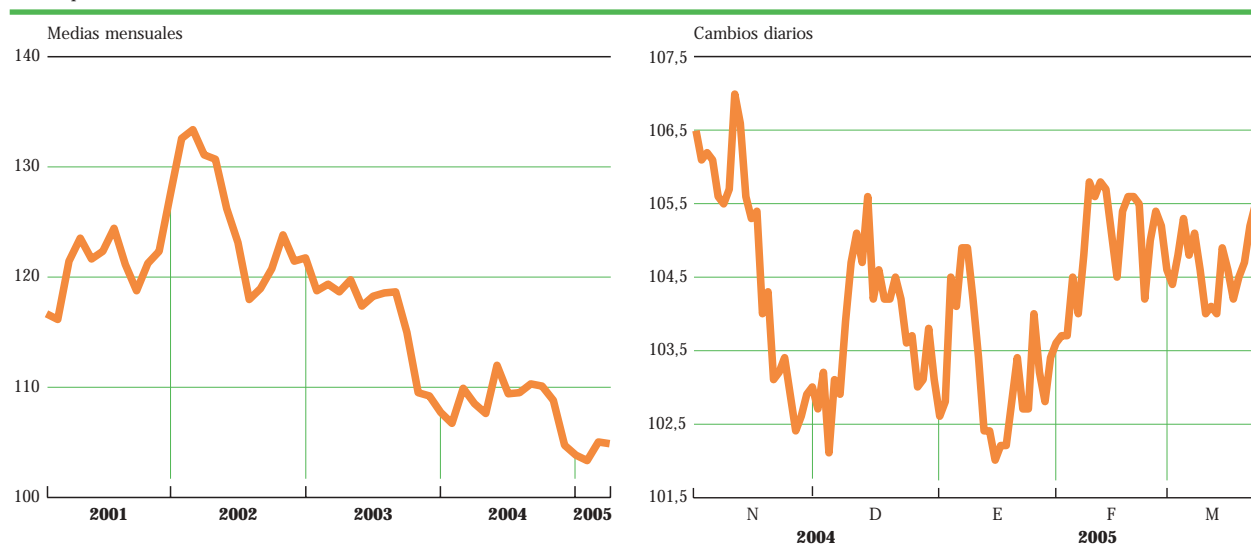
El yen se depreció el 0,9% frente al dólar en febrero y el 2,2% respecto al euro. En las primeras semanas de marzo a pesar de nuevos indicadores económicos no pudo mantener posiciones contra el dólar, aunque recuperó terreno con relación a la moneda única europea. De este modo, el yen se hallaba por encima de su nivel del comienzo del ejercicio respecto al euro.

**Nueva devaluación del bolívar venezolano.**

El bolívar de Venezuela sufrió una nueva devaluación. Así, al comienzo de marzo pasó a pagarse a 2.145 unidades por dólar frente al anclaje de 1.915 anterior, lo que supuso una depreciación del 10,7%. El mercado ya esperaba una nueva devaluación. El motivo de esta decisión fue la necesidad de recuperar competitividad.

## EL YEN SE DEPRECIA FRENTE AL DÓLAR

Yenes por dólar



NOTA: Los tipos alcanzan hasta el 23 de marzo.

FUENTES: OCDE, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

### Repunta la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos

**La preocupación por la inflación, azuzada por la escalada del precio del oro negro, motiva un repunte del rendimiento de los bonos norteamericanos en marzo.**

El rendimiento de los bonos a 10 años norteamericanos ha experimentado un repunte en las últimas semanas al suscitarse preocupación por la inflación. Algunos indicadores de precios y la renovada escalada del crudo fueron los factores que impulsaron los tipos de interés de la deuda pública al alza. Asimismo, las declaraciones sobre una mayor diversificación de las reservas oficiales de divisas y el aumento del déficit comercial también tendieron a propiciar las ventas de bonos públicos. Así, la rentabilidad de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años subió hasta el 4,61% el día 22 de marzo, marcando la cota máxima desde junio de 2004. El ascenso del rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericanos se produjo a pesar de una huida hacia la calidad de la deuda pública al aumentar la aversión al riesgo por la preocupación de que los bonos de la gran empresa automovilística General Motors fueran degradados a la categoría de baja calidad crediticia.

**Se mantiene el precio de la deuda pública alemana.**

En Alemania, la rentabilidad de los bonos del Estado a 10 años, después del rebote de mediados de febrero, ha oscilado en torno al 3,7% en las primeras semanas de marzo. De esta manera, en marzo se ha ampliado el diferencial de tipos de interés a largo plazo entre la deuda pública de Estados Unidos y Alemania, hasta colocarse en unos 88 puntos básicos a mediados de la cuarta semana del mes, frente a 51 puntos al inicio del ejercicio.

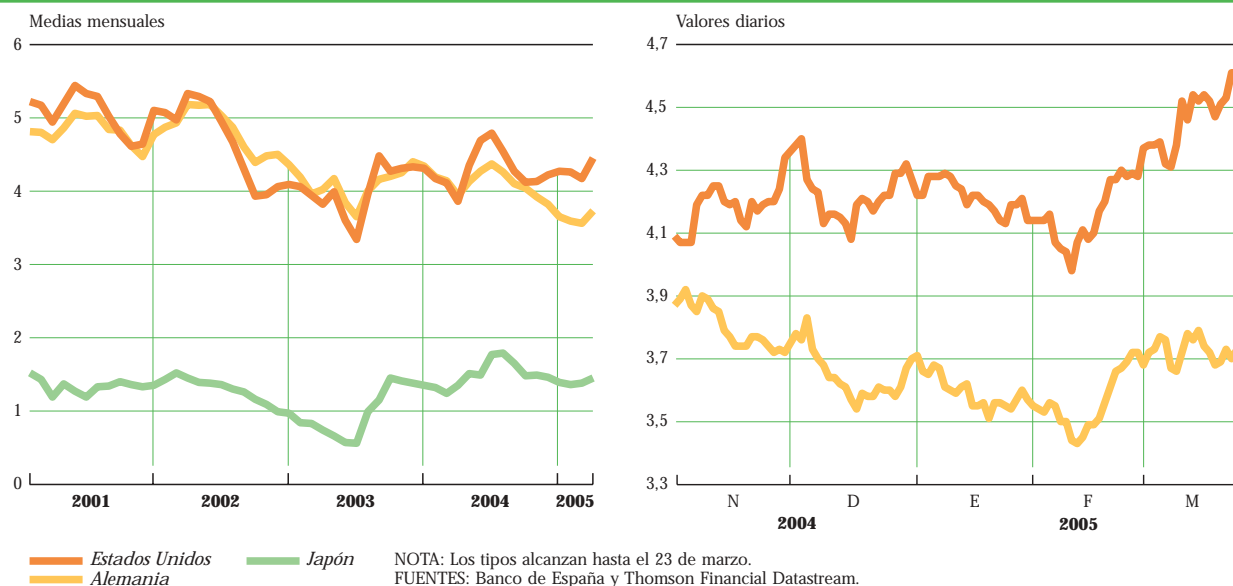
**Ligero aumento de la tasa de morosidad global de los bonos de baja calidad crediticia.**

La tasa de morosidad global de los bonos de alto rendimiento se incrementó ligeramente en febrero, y podría ser la señal de un giro al alza después de haberse situado en un nivel muy bajo históricamente. Así, esta tasa se situó en el 2,5% en febrero desde el 2,3% anterior de enero, según la agencia de calificación Moody's. Al mismo tiempo, la prima de riesgo de los bonos de baja calidad crediticia, medida como el diferencial del

tipo de interés de estos bonos en relación con la deuda pública a largo plazo, experimentó un repunte en marzo, aunque se colocaba en niveles relativamente reducidos.

## SE AMPLÍA EL DIFERENCIAL DE TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO ENTRE EL DÓLAR Y EL EURO

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 |      |      |      | 2005  |         |          |
|----------------|------|------|------|------|------|------|-------|---------|----------|
|                |      |      | I    | II   | III  | IV   | Enero | Febrero | 23 marzo |
| Estados Unidos | 4,65 | 4,04 | 4,05 | 4,64 | 4,34 | 4,21 | 4,26  | 4,20    | 4,61     |
| Japón          | 1,27 | 0,99 | 1,30 | 1,59 | 1,64 | 1,45 | 1,36  | 1,40    | 1,38     |
| Alemania       | 4,80 | 4,10 | 4,09 | 4,26 | 4,13 | 3,80 | 3,59  | 3,57    | 3,73     |
| Francia        | 4,88 | 4,13 | 4,11 | 4,31 | 4,16 | 3,83 | 3,58  | 3,59    | 3,73     |
| Italia         | 5,04 | 4,24 | 4,24 | 4,47 | 4,31 | 3,94 | 3,72  | 3,68    | 3,87     |
| España         | 4,96 | 4,12 | 4,12 | 4,31 | 4,17 | 3,82 | 3,59  | 3,58    | 3,76     |
| Reino Unido    | 4,93 | 4,53 | 4,83 | 5,14 | 5,05 | 4,71 | 4,62  | 4,66    | 4,83     |
| Suiza          | 3,02 | 2,47 | 2,46 | 2,74 | 2,70 | 2,38 | 2,14  | 2,09    | 2,31     |

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

## La escalada del precio del petróleo interrumpe la buena marcha de las bolsas

**El encarecimiento del crudo y el repunte de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos lastran las bolsas.**

La reacción positiva de las bolsas iniciada en las últimas semanas de enero apoyada en la publicación de buenos resultados empresariales y en bajadas de las rentabilidades de la deuda pública ha sido interrumpida en las primeras semanas de marzo. La nueva escalada del precio del petróleo, que lo ha llevado hasta máximos históricos en términos nominales, la subida de otras materias primas y la persistente subida del rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericanos han cortado el ascenso de la mayoría de las principales bolsas.

**En Estados Unidos los principales índices se colocan por debajo de la par del ejercicio.**

En Estados Unidos, tanto el índice Standard & Poor's 500 como el tradicional Dow Jones Industrials registraron una variación mensual positiva en febrero y se acercaron a la par del ejercicio. En la primera semana de marzo marcaron los niveles máximos desde mediados de 2001. Posteriormente, sin embargo la publicación de resultados empresariales decepcionantes y los factores comentados en el párrafo anterior torcieron el relanzamiento. En especial, el aviso negativo sobre los beneficios del gigante General Motors afectó negativamente a los parqués. De esta manera, mediada la cuarta semana de marzo los principales índices bursátiles estadounidenses presentaban un balance acumulado negativo, sobre todo en el caso del Nasdaq general, representativo de los valores tecnológicos.

### ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES 28-02-2005

|                   | Índice (*) | % variación mensual | % variación acumulada | % variación anual | Cotización a 23-3-05  |  |
|-------------------|------------|---------------------|-----------------------|-------------------|-----------------------|--|
|                   |            |                     |                       |                   | % variación acumulada | % variación sobre la misma fecha de 2002 |
| Nueva York        |            |                     |                       |                   |                       |  |
| Dow Jones         | 10.766,2   | 2,6                 | -0,2                  | 1,7               | -3,0                  | 0,3                                      |
| Standard & Poor's | 1.203,6    | 1,9                 | -0,7                  | 5,1               | -3,3                  | 2,1                                      |
| Nasdaq            | 2.051,7    | -0,5                | -5,7                  | 1,1               | -8,5                  | 7,5                                      |
| Tokio             |            |                     |                       |                   |                       |  |
| Tokio             | 11.740,6   | 3,1                 | 2,2                   | 6,3               | 2,2                   | 3,5                                      |
| Londres           |            |                     |                       |                   |                       |  |
| Londres           | 4.968,5    | 2,4                 | 3,2                   | 10,6              | 2,0                   | -6,5                                     |
| Zona del euro     |            |                     |                       |                   |                       |  |
| Zona del euro     | 3.058,3    | 2,5                 | 3,6                   | 5,7               | 2,9                   | -18,9                                    |
| Francfort         | 4.350,5    | 2,2                 | 2,2                   | 8,3               | 1,4                   | -19,5                                    |
| París             | 4.027,2    | 2,9                 | 5,4                   | 8,1               | 5,5                   | -12,4                                    |
| Amsterdam         | 374,4      | 3,9                 | 7,6                   | 5,0               | 6,0                   | -29,5                                    |
| Milán             | 24.392,0   | 1,2                 | 3,6                   | 17,4              | 3,4                   | 1,9                                      |
| Madrid            | 9.391,0    | 1,8                 | 3,4                   | 13,8              | 1,9                   | 10,9                                     |
| Zurich            |            |                     |                       |                   |                       |  |
| Zurich            | 5.931,3    | 2,8                 | 4,2                   | 2,3               | 4,1                   | -10,4                                    |
| Hong Kong         |            |                     |                       |                   |                       |  |
| Hong Kong         | 14.195,4   | 3,5                 | -0,2                  | 2,1               | -4,4                  | 25,2                                     |
| Buenos Aires      |            |                     |                       |                   |                       |  |
| Buenos Aires      | 1.558,6    | 13,5                | 13,3                  | 31,7              | -0,8                  | 215,6                                    |
| São Paulo         |            |                     |                       |                   |                       |  |
| São Paulo         | 28.139,0   | 15,6                | 7,4                   | 29,3              | 0,2                   | 97,2                                     |

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.

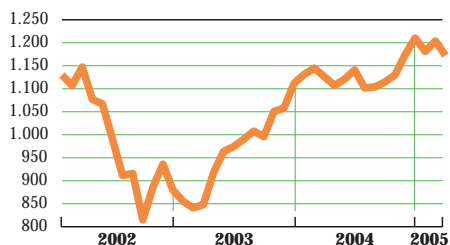
**Las energéticas encabezan el balance acumulado sectorial.**

Por sectores, la evolución fue diversa. Las empresas energéticas mostraban, con diferencia, las mayores plusvalías en relación con diciembre. Las sociedades de servicios públicos también presentaban un positivo resultado acumulado. En el polo contrario, las telecomunicaciones y la tecnología sufrían notables pérdidas.

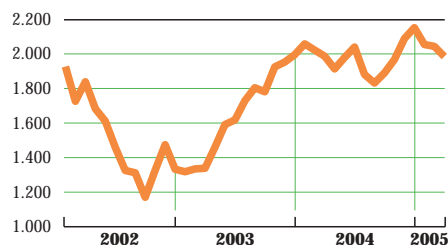
**BOLSAS INTERNACIONALES**

Índices a fin de mes

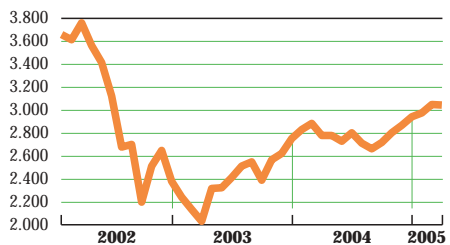
**NUEVA YORK (Standard & Poor's 500)**



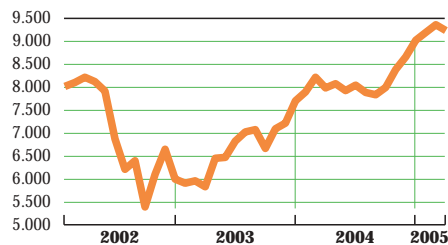
**ÍNDICE NASDAQ DE ESTADOS UNIDOS**



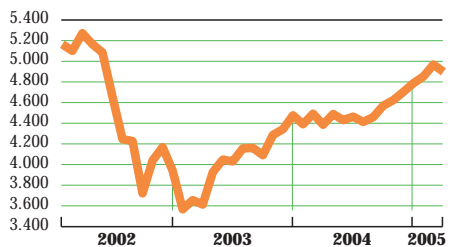
**ZONA EURO (DJ Euro Stoxx 50)**



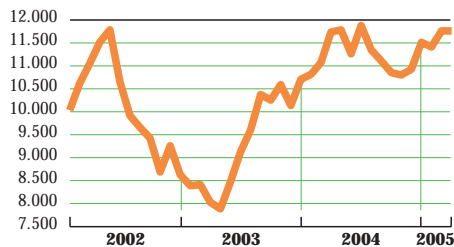
**MADRID (IBEX 35)**



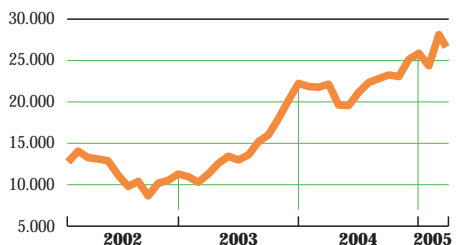
**LONDRES (Financial Times 100)**



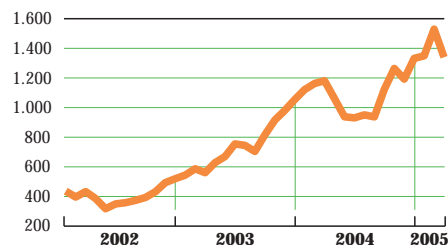
**TOKIO (Nikkei 225)**



**SÃO PAULO (Bovespa)**



**BUENOS AIRES (Merval)**



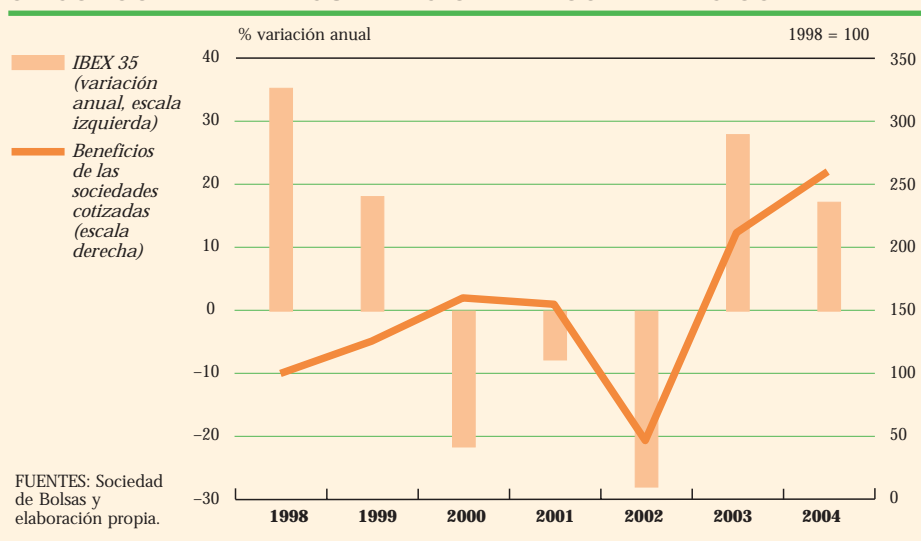
NOTA: Marzo 2005, día 23. FUENTE: Thomson Financial Datastream.

## NUEVO MÁXIMO HISTÓRICO DE LOS BENEFICIOS DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS EN BOLSA EN 2004

*El resultado neto de las sociedades cotizadas ascendió a más de 29.000 millones de euros en el pasado ejercicio, con un alza del 23% en relación con el año precedente. De esta forma, los beneficios de las empresas del mercado continuo español marcaron un máximo histórico por segundo año consecutivo tras dos ejercicios de retrocesos en 2001 y 2002 después del estallido de la burbuja tecnológica y de la crisis argentina. La mejora de los resultados empresariales vino de la mano de un aumento de la facturación del orden del 10% y del resultado bruto de explotación del 14%.*

*Más del 85% de los beneficios logrados por el centenar largo de empresas cotizadas en el mercado continuo se concentró en las 35 que integran el índice selectivo IBEX 35, que se cifraron en más de 25.000 millones de euros, con un incremento anual del 20%. En línea con la subida de los beneficios, el índice IBEX 35 experimentó un alza del 17,4% en 2004, reflejando las positivas expectativas de crecimiento de los resultados de las empresas. No obstante, los resultados de las compañías cotizadas que no pertenecen al índice estrella se elevaron en más del 60%, triplicando el ritmo de crecimiento de las mayores empresas cotizadas.*

### SE CONSOLIDA LA RECUPERACIÓN DE LOS BENEFICIOS



*La mayor parte de los sectores aumentaron sus beneficios en relación con 2003, favorecidos por el buen clima económico. Entre las 35 firmas del IBEX 35 destacó el aumento de resultados conseguido por la siderúrgica Arcelor, que casi se multiplicaron por 9, beneficiada por un importante incremento de los precios del acero. Otras empresas que registraron beneficios más del doble de los del año anterior fueron la también siderúrgica Acerinox, Tele 5 y la constructora ACS. El sector de la construcción cosechó notables resultados al calor del «boom» inmobiliario. Con todo, hubo tres empresas del IBEX 35 que registraron reducción de sus beneficios. En el caso de la constructora Acciona se explica por los espectaculares atípicos anotados en 2003. Igualmente, el descenso de los resultados de NH Hoteles refleja la inexistencia de extraordinarios, a diferencia del año anterior. La ligera caída de los beneficios de Repsol es consecuencia del saneamiento de sus balances. Por otra parte, hubo sólo una empresa del índice selectivo con pérdidas, Sogecable, si bien fueron menos de la mitad que las del año precedente. Por otro lado, la clasificación por volumen de beneficios la encabezaron el banco Santander, Telefónica, el banco BBVA, Arcelor y Repsol.*



***Los principales mercados bursátiles de la eurozona mantienen plusvalías sobre diciembre.***

El índice DJ Eurostoxx 50, que incluye a las mayores firmas de la zona del euro, logró un avance del 2,5% en febrero, elevando la variación acumulada hasta el 5,7%. En la primera semana de marzo las bolsas europeas conseguían las mayores cotas desde el mes de julio de 2002. No obstante, más tarde se produjeron retrocesos. Con todo, los principales mercados bursátiles de la eurozona mantenían plusvalías en relación con el cierre de 2004, encabezadas por las bolsas de Amsterdam y París.

***El IBEX 35 corrige después del máximo a mediados de febrero.***

En cuanto a la bolsa española, el índice IBEX 35 después de subir hasta 9.634,3 puntos a mediados de febrero, marcando el máximo desde mayo de 2001, perdió impulso. De esta forma, en la cuarta semana de marzo se situaba cerca de la cota 9.300, habiéndose reducido su balance acumulado al 2%. En este punto, sólo 9 de las 35 acciones que forma parte del índice IBEX 35 presentaban números rojos en lo que va de año.

***La bolsa de Tokio logra frenar el descenso en marzo al recuperarse el optimismo económico en Japón.***

Fuera de la zona del euro, el índice Financial Times 100 de la Bolsa de Londres conseguía mantener unas ganancias respecto al final de diciembre del 2% a mediados de la cuarta semana de marzo. El índice SMI de la bolsa suiza lograba un alza del doble en el mismo periodo. El índice Nikkei 225 de Japón fue de las pocas bolsas que mantuvieron posiciones en las primeras semanas de marzo gracias a la recuperación del optimismo sobre las perspectivas económicas niponas.

***Después de marcar máximos históricos, las bolsas argentina y brasileña también sufren retrocesos.***

La coyuntura de las últimas semanas tampoco resultó favorable para una gran parte de los mercados emergentes. Especialmente dañinos fueron la subida de la rentabilidad de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a largo plazo y una mayor aversión al riesgo. Así, el índice Hang Seng de la Bolsa de Hong Kong acentuó en las primeras semanas de marzo la pérdida de la par del ejercicio. El índice Merval de la bolsa argentina el día 25 de febrero anotó un máximo histórico con el éxito del canje de la deuda propuesto por el gobierno. Sin embargo, luego sufrió una notable baja, hasta marcar ligeras minusvalías sobre diciembre. El índice Bovespa de São Paulo, a pesar de una nueva alza del tipo de interés oficial del Banco de Brasil, conservaba unas pequeñas ganancias trimestrales.

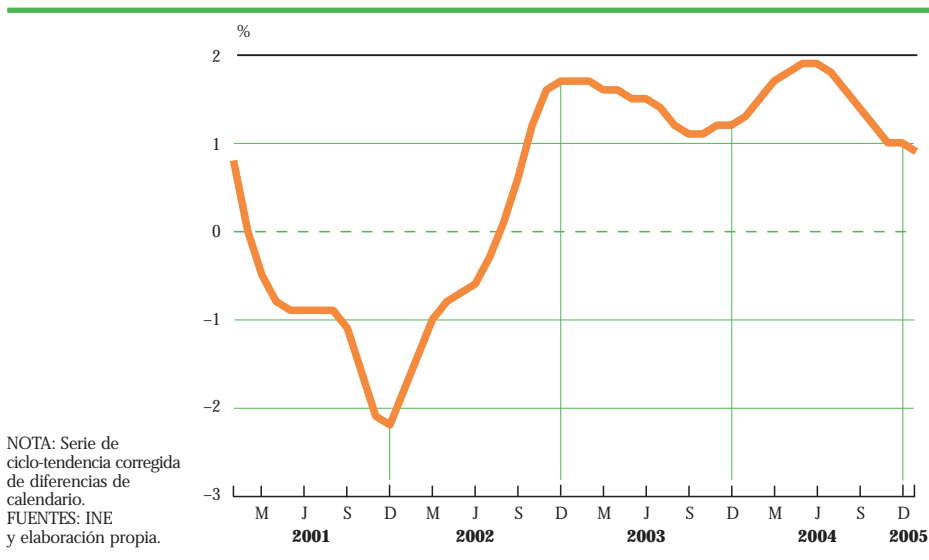
## ACTIVIDAD ECONÓMICA

Indicadores de actividad: el frío invierno se hace notar

*Dentro de una tendencia de solidez aparecen algunas sombras en el panorama del crecimiento económico.*

Los principales indicadores de actividad disponibles en los dos primeros meses de 2005 no apuntan, en términos generales, a cambios sensibles respecto a las tendencias de fondo de meses precedentes, tanto desde la perspectiva de la oferta como de la demanda. No obstante, ciertos datos apuntan a dificultades para mantener el ritmo de crecimiento en las cotas registradas en los últimos trimestres.

### PANORAMA POCO BRILLANTE DEL SECTOR INDUSTRIAL Variación interanual del índice de producción industrial



*La situación menos brillante corresponde a la industria.*

Desde el punto de vista de la oferta, el panorama menos brillante corresponde al sector industrial. La utilización de la capacidad productiva tendió a moderarse en el inicio de 2005, al igual que la producción industrial, al tiempo que se detecta un moderado deterioro de la confianza del sector. El consumo de electricidad, indicador de alcance más amplio que el de la actividad fabril, siguió mostrando, en cambio, un crecimiento elevado en febrero, un 5,3% interanual corregido de calendario y temperatura.

**El ascenso de la producción energética maquilla el índice de producción industrial.**

El modesto crecimiento del índice de producción industrial en enero se sustentó, en buena medida, en el auge de las industrias energéticas, que debieron responder al fuerte crecimiento de la demanda derivado de las bajas temperaturas. Sin el impulso de las empresas energéticas, la producción industrial se habría mantenido en cotas similares a las del trimestre anterior y sensiblemente inferiores a las del primer semestre de 2004.

**La debilidad es la nota dominante en la mayor parte de ramas industriales.**

El bajo tono del sector industrial es el resultado de tendencias diversas en las distintas ramas de actividad, pero son pocos los sectores que muestran una cierta solidez. Entre éstos, cabe señalar la industria editorial, que inició el año con tan buen pie como el pasado año, y la metalurgia. El resto de resultados positivos a principios de 2005 aparecen en sectores que el pasado año tuvieron descensos notables de la actividad, como la maquinaria y el material eléctrico y electrónico, la alimentación, la química o los minerales no metálicos. Por lo demás, la situación fue de apreciable debilidad en el automóvil, textil, confección, cuero y calzado. En este sentido, el 20% de la industria en su conjunto experimentó, en el primer mes del año, caídas en la producción superiores al 8%.

## INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

|   | 2003  | 2004 | 2004 |      |      |       | 2005  |         |
|---|-------|------|------|------|------|-------|-------|---------|
|   |       |      | I    | II   | III  | IV    | Enero | Febrero |
| <b>Industria</b>                              |       |      |      |      |      |       |       |         |
| Consumo de electricidad (1)                   | 4,9   | 3,5  | 3,6  | 2,4  | 4,2  | 3,9   | 6,8   | 5,3     |
| Índice de producción industrial (2)           | 1,3   | 1,6  | 1,4  | 2,4  | 2,2  | 0,4   | 1,1   | ...     |
| Indicador de confianza en la industria (3)    | -0,9  | -2,5 | -3,0 | -2,0 | -2,7 | -2,3  | -1,0  | -5,0    |
| Utilización capacidad productiva (4)          | 79,1  | 79,8 | 78,7 | 79,3 | 80,5 | 80,5  | -     | 79,4    |
| Imp. bienes interm. no energ. (5)             | 6,2   | 6,6  | 9,2  | 6,6  | 6,0  | 4,7   | 9,4   | ...     |
| <b>Construcción</b>                           |       |      |      |      |      |       |       |         |
| Consumo de cemento                            | 4,8   | 3,7  | 5,6  | 2,8  | 4,1  | 2,6   | -0,2  | 2,2     |
| Indicador de confianza en la construcción (3) | 10,3  | 13,6 | 6,3  | 8,0  | 16,0 | 24,0  | 17,0  | 26,0    |
| Viviendas (visados obra nueva)                | 21,4  | 8,0  | 8,0  | 9,2  | 14,9 | 0,5   | 7,8   | ...     |
| Licitación oficial                            | -10,9 | 17,9 | -3,0 | -9,4 | 65,6 | 37,4  | 64,9  | ...     |
| <b>Servicios</b>                              |       |      |      |      |      |       |       |         |
| Ventas comercio minorista                     | 5,7   | 5,5  | 6,6  | 5,6  | 4,4  | 5,5   | 3,4   | ...     |
| Turistas extranjeros                          | -1,0  | 3,2  | 4,3  | 0,3  | 1,4  | 10,0  | 5,3   | -0,8    |
| Ingresos turismo                              | 3,7   | 1,0  | 4,0  | -2,2 | -0,2 | 3,9   | ...   | ...     |
| Mercancías ferrocarril (Tm-km)                | 1,7   | -3,5 | 6,4  | 6,2  | -8,5 | -16,7 | ...   | ...     |
| Tráfico aéreo pasajeros                       | 7,5   | 7,8  | 11,0 | 6,7  | 6,5  | 8,3   | 9,8   | 2,9     |
| Consumo de gasóleo automoción                 | 7,5   | 7,3  | 7,8  | 6,8  | 9,0  | 5,7   | ...   | ...     |

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, AENA, Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Ministerio de Industria, Comercio y Turismo y elaboración propia.

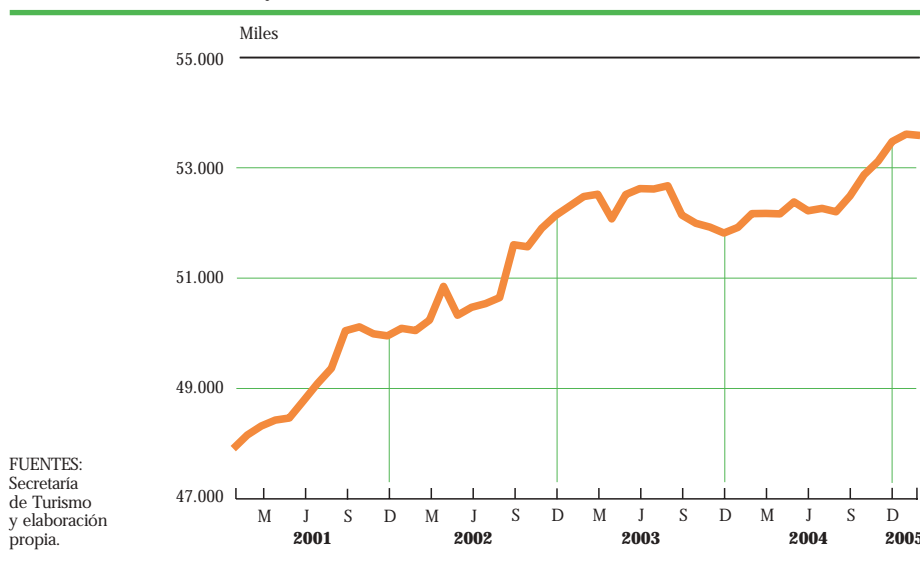
**La construcción mantiene su inercia pero la edificación tiende a moderarse.**

Más favorable aparece el panorama en la construcción, en el que la actividad continúa siendo muy intensa. No obstante, la edificación puede verse afectada a medio plazo por la notable caída del inicio de viviendas registrada en el tercer trimestre de 2004, último dato disponible. En este sentido, la oferta se estaría empezando a adaptar a una demanda algo más moderada y selectiva, condicionada por el alza continuada de precios. Más positiva, en cambio, resulta la situación en el ámbito de la obra pública, donde el volumen licitado por las administraciones creció de modo apreciable a finales de 2004. Sin duda, este segmento de la demanda no es ajeno a los buenos resultados que arroja el indicador de confianza del sector, elevado y creciente en los dos primeros meses de 2005.

**Aceptable balance del turismo en los inicios de 2005.**

En cuanto al turismo, los primeros datos de 2005 apuntan a una cierta consolidación de la tendencia a la mejora constatada en el último trimestre de 2004. En los dos primeros meses, el número de visitantes extranjeros creció un 2,3%, registro que mejora el aumento del mismo periodo del año anterior. También las pernoctaciones en hoteles aumentaron con fuerza, mejorando la tónica positiva del último trimestre del año pasado, tanto para el turismo extranjero como para el español.

**INCIPIENTE RECUPERACIÓN TURÍSTICA**  
Entradas de turistas extranjeros acumuladas en 12 meses



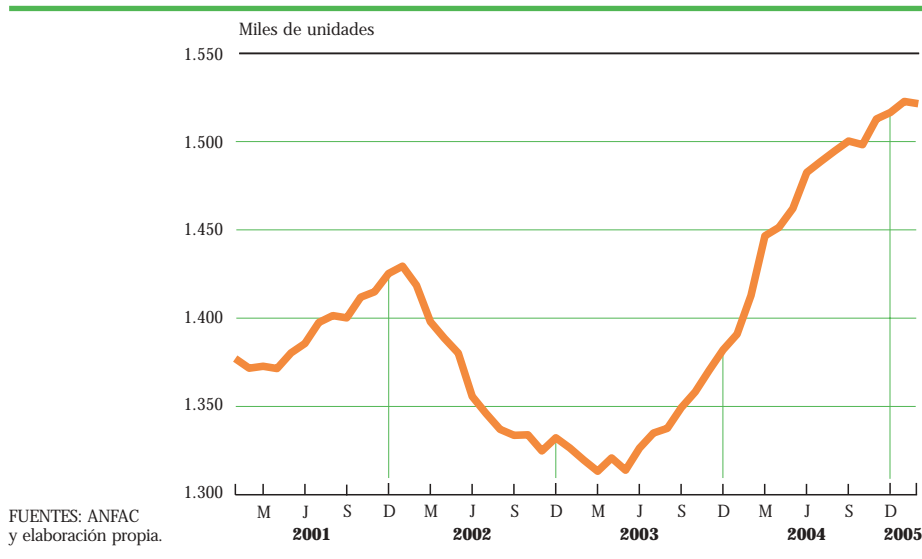
**Cae la confianza en el comercio y el transporte se ralentiza.**

En el resto de servicios, el tono global fue algo más dispar. En el comercio minorista, los indicadores de confianza se situaron en enero y febrero en cotas relativamente muy bajas respecto al mismo periodo de 2004 pero muy similares a las de finales del año anterior. El transporte, por otra parte, mantuvo también un tono algo menor, en especial el aéreo y el de ferrocarril, en este caso tanto de pasajeros como de mercancías. En esta misma línea se situó el indicador de actividad en los servicios a empresas a final de año. Por el contrario, las actividades relacionadas con las comunicaciones y tecnologías de la información presentaron un crecimiento sostenido y elevado que permitió cerrar el año con un avance medio del 7,0%.

**Intenso aumento del gasto familiar en los compases finales de 2004.**

Por el lado de la demanda, los indicadores correspondientes al consumo registran en general indicios de una suave desaceleración tras el auge experimentado en los compases finales de 2004. La encuesta continua de presupuestos familiares apuntaba a un crecimiento del gasto del 6,0% real en el último trimestre de 2004, el valor más alto desde principios de la década. De este modo, la media anual quedó en un 4,9% en términos constantes, casi tres puntos más que en 2003.

**LAS MATRICULACIONES DE TURISMOS SE FRENAN EN FEBRERO**  
Acumulado 12 últimos meses



**Las ventas de automóviles de turismo caen en febrero pero las de vehículos todoterreno y motocicletas siguen al alza.**

El menor tono de la demanda en el inicio de 2005 se aprecia en las matriculaciones de automóviles de turismo que, en febrero, disminuyeron un 0,7% dejando el acumulado de los dos primeros meses en un 2,7%, dos puntos por debajo del trimestre precedente y muy lejos de las tasas superiores al 20% con que se saldó el primer trimestre de 2004. Por el contrario, el crecimiento fue asimismo muy elevado y creciente, 23,5% en el periodo enero-febrero, en el segmento de matriculaciones de vehículos todoterreno y también en las motocicletas (83,7%), debido en este último caso a los cambios normativos que afectaron a los permisos de conducción.

**Desaceleración de la demanda en el comercio minorista...**

El comercio minorista parece haber iniciado también 2005 con menor fuerza, pues sus ventas totales pasaron a crecer a un ritmo del 0,6% real en enero a causa del comportamiento especialmente negativo en el segmento de alimentación, en retroceso real, que no nominal. Las grandes superficies mantuvieron, en cambio, un ritmo de ventas relativamente elevado, estabilizado en torno al 3,0% real en enero, pero claramente inferior al de meses anteriores.

**...y de otros indicadores del consumo.**

En la misma línea de desaceleración se movieron las disponibilidades de bienes de consumo, con un perfil descendente en los últimos meses, al menos con los datos disponibles hasta noviembre y también del índice sintético de consumo elaborado por la Dirección General de Política Económica. En este caso, el incremento interanual en el primer trimestre des-

cendió hasta el 3,2%, casi un punto por debajo del trimestre precedente. Por contra, el sentimiento de confianza de los consumidores se mantuvo estable en los dos primeros meses de 2005.

## INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

|  | 2003  | 2004  | 2004  |      |       |       | 2005  |         |
|--|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|---------|
|  |       |       | I     | II   | III   | IV    | Enero | Febrero |
| <b>Consumo</b>                                   |       |       |       |      |       |       |       |         |
| Producción de bienes de consumo (*)              | 0,1   | -0,2  | -0,1  | -0,7 | 0,1   | 0,0   | 0,9   | ...     |
| Importación de bienes de consumo (**)            | 10,9  | 13,4  | 19,7  | 17,2 | 9,7   | 8,3   | 3,4   | ...     |
| Matriculaciones de automóviles                   | 3,8   | 9,8   | 21,0  | 9,6  | 5,3   | 4,6   | 5,8   | -0,7    |
| Crédito al consumo de bienes duraderos           | 1,6   | 4,3   | 3,7   | 4,8  | 4,4   | ...   | -     | -       |
| Indicador de confianza de los consumidores (***) | -13,7 | -10,8 | -11,7 | -9,3 | -11,7 | -10,3 | -9,0  | -10,0   |
| <b>Inversión</b>                                 |       |       |       |      |       |       |       |         |
| Producción de bienes de equipo (*)               | 0,5   | 1,9   | 1,3   | 3,7  | 4,7   | -1,6  | -4,6  | ...     |
| Importación de bienes de equipo (**)             | 14,8  | 14,9  | 5,2   | 4,3  | 19,2  | 29,0  | 21,7  | ...     |
| Matriculación de vehículos industriales          | 13,5  | 11,7  | 14,9  | 13,1 | 9,4   | 9,4   | 15,1  | 8,1     |
| <b>Comercio exterior (**)</b>                    |       |       |       |      |       |       |       |         |
| Importaciones no energéticas                     | 8,8   | 9,8   | 12,1  | 9,5  | 8,9   | 9,0   | 8,8   | ...     |
| Exportaciones                                    | 6,9   | 5,2   | 6,3   | 3,7  | 6,7   | 4,3   | -3,1  | ...     |

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

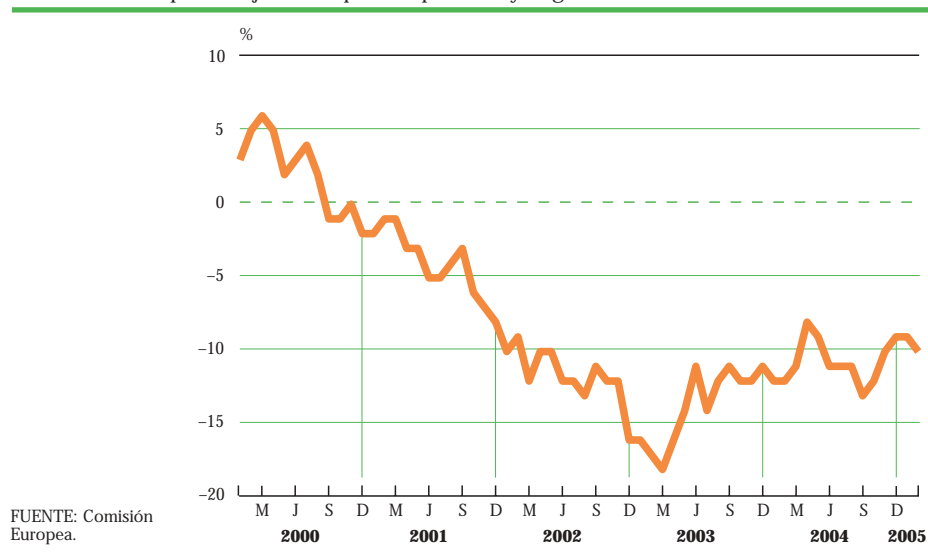
(\*\*) En volumen.

(\*\*\*) 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 y Hacienda, Comisión Europea y elaboración propia.

## LA CONFIANZA DEL CONSUMIDOR SE ESTABILIZA

Diferencia entre porcentajes de respuestas positivas y negativas



***La inversión en bienes de equipo empieza a moderarse.***

La inversión en bienes de equipo, finalmente, mostró una cierta moderación respecto al impulso registrado en meses anteriores, aunque el ritmo expansivo continuó en cotas elevadas. Las importaciones de bienes de capital finalizaron el año 2004 creciendo cerca del 20% real, a diferencia de la producción, que cayó cerca de un 5% en enero tras haber menguado un 1,6% en el último trimestre de 2004.

---

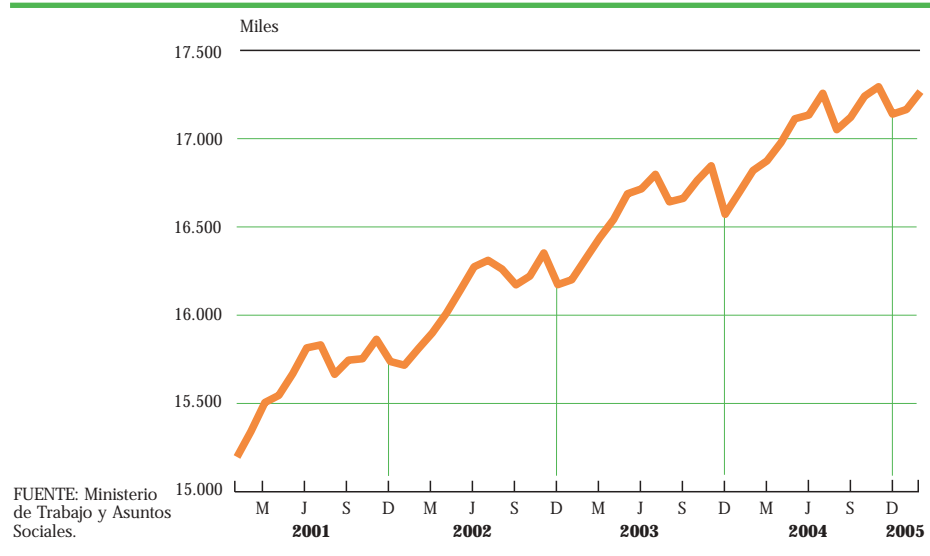
## MERCADO DE TRABAJO

El empleo mantiene el tono a principios de 2005

*La afiliación a la Seguridad Social modera levemente su ascenso pero se mantiene en cotas elevadas...*

El número de afiliados en alta a la Seguridad Social aumentó en 102.142 en febrero, cifra algo menor que la del mismo mes de 2004. De ahí que el ritmo de crecimiento de las altas laborales en la Seguridad Social se redujese en una décima de punto hasta un 2,7% interanual. Esta modesta reducción no parece alterar por el momento el clima de avance sostenido en que se mueve el mercado de trabajo en los últimos meses.

### LA AFILIACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL AVANZA A BUEN RITMO Total afiliados en alta en la Seguridad Social



*...gracias en parte al incremento de altas entre la población extranjera.*

El notable avance de la afiliación a la Seguridad Social se apoya en cierta medida en la incorporación de población extranjera, tanto procedente de la Unión Europea como de terceros países. En febrero, la cifra total de afiliados extranjeros se situó en 1.121.419, un 15,1% más que en el mismo periodo de 2004. Este incremento contrasta con el aumento de la afiliación de españoles, un 1,9% interanual.

*La contabilidad nacional refrenda el buen tono del empleo...*

La sensación de solidez del mercado de trabajo que se desprende de los datos de la Seguridad Social queda también reflejada en los datos de empleo dimanantes de la contabilidad nacional correspondientes al cuarto trimestre de 2004. En efecto, el empleo medido en puestos de trabajo a



tiempo completo progresó a una tasa del 2,2%, lo que mejora en una décima de punto el registro del trimestre precedente.

## INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

|  | 2003       | 2004        | 2004        |             |             |            | 2005        |              |
|--|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|--------------|
|  |            |             | I           | II          | III         | IV         | Enero       | Febrero      |
| <b>Afiliados a la Seguridad Social</b> |            |             |             |             |             |            |             |              |
| Asalariados                            | 3,2        | 2,7         | 2,9         | 2,4         | 2,6         | 3,1        | 2,8         | 2,6          |
| <i>Industria</i>                       | -0,5       | -0,5        | -0,5        | -0,5        | -0,6        | -0,5       | -0,8        | -0,9         |
| <i>Construcción</i>                    | 4,3        | 5,0         | 4,4         | 4,3         | 4,6         | 6,8        | 5,1         | 4,9          |
| <i>Servicios</i>                       | 4,1        | 4,1         | 4,3         | 3,7         | 4,0         | 4,4        | 4,4         | 4,2          |
| No asalariados                         | 2,3        | 3,2         | 3,2         | 3,2         | 3,2         | 3,2        | 3,1         | 2,9          |
| <b>Total</b>                           | <b>3,0</b> | <b>2,8</b>  | <b>2,9</b>  | <b>2,6</b>  | <b>2,7</b>  | <b>3,1</b> | <b>2,8</b>  | <b>2,7</b>   |
| <b>Población ocupada (*)</b>           | <b>2,7</b> | <b>2,5</b>  | <b>2,6</b>  | <b>2,3</b>  | <b>2,5</b>  | <b>2,7</b> | -           | -            |
| <b>Puestos de trabajo (**)</b>         | <b>1,7</b> | <b>2,1</b>  | <b>2,1</b>  | <b>2,0</b>  | <b>2,1</b>  | <b>2,2</b> | -           | -            |
| <b>Contratos registrados (***)</b>     |            |             |             |             |             |            |             |              |
| Indefinidos                            | -1,0       | 11,8        | 10,0        | 16,3        | 18,2        | 4,4        | 5,1         | 0,6          |
| Temporales                             | 3,9        | 11,4        | 14,4        | 13,7        | 14,7        | 4,0        | -8,7        | -12,3        |
| <b>Total</b>                           | <b>3,4</b> | <b>11,5</b> | <b>13,9</b> | <b>13,9</b> | <b>15,0</b> | <b>4,0</b> | <b>-7,6</b> | <b>-11,0</b> |

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

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

(\*\*\*) En el INEM.

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

### *...en la construcción y los servicios.*

Por sectores, y según los datos de contabilidad nacional, el mayor crecimiento se apreció en la construcción, con un 5,3%, y en los servicios de mercado, con un 3,3%. El empleo industrial, por su parte, volvió a cotas positivas tras seis trimestres de descenso continuado. Por último, el empleo en los servicios no de mercado creció muy modestamente, un 0,8% y claramente por debajo del año anterior.

### *Las contrataciones registradas en el INEM caen, sin embargo, un 9,3% en los dos primeros meses del año.*

Algo menos favorable es la impresión que ofrecen las cifras de colocaciones registradas en el Instituto de Empleo (INEM), aunque deben tomarse con ciertas reservas por la enorme variabilidad de la duración de los contratos. Así, los contratos registrados disminuyeron con fuerza en febrero dejando el acumulado anual en un descenso del 9,3%. Esta caída fue especialmente visible en las fórmulas temporales y de menor intensidad en el trabajo a tiempo parcial.

### El paro registrado desciende suavemente

### *El paro registrado sigue disminuyendo a tasas moderadas.*

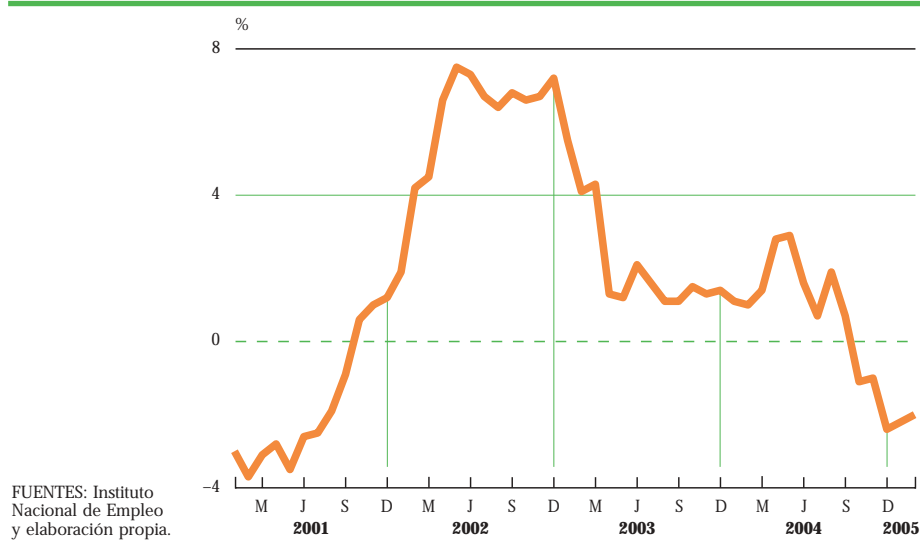
El número de parados registrados en el INEM disminuyó en 6.068 en febrero, es decir, con una intensidad algo menor a la del mismo mes del año anterior. De este modo, el ritmo interanual de variación del desempleo continuó con su descenso aunque a una tasa del 2,0%, dos décimas inferior a la del mes precedente. Por tanto, no hay un cambio apreciable en la tónica favorable que viene mostrando el desempleo en los últimos meses.

**El balance hasta febrero, pese a ser desfavorable, es muy similar al de los últimos años en ese periodo.**

El descenso del desempleo en febrero no evitó que el balance acumulado del año fuese todavía desfavorable y algo peor que en 2004. En efecto, el incremento acumulado en los dos primeros meses, 47.091 inscritos, fue de índole similar al registrado en este periodo desde principios de la década actual, excepción hecha de 2002, en que el incremento del desempleo fue sensiblemente mayor.

#### PARO REGISTRADO: SIGUE EL DESCENSO MODERADO

Variación interanual del paro registrado en las oficinas de empleo



**El aumento del desempleo se concentra en los servicios y demandantes de primer empleo...**

El incremento del desempleo se concentró prácticamente en los servicios y de manera residual entre los demandantes de un primer empleo. En ambos casos, no obstante, las cifras del periodo enero-febrero mejoraron las de años anteriores en este periodo. La diferencia más sustancial se apreció en la construcción, donde el descenso acumulado del desempleo fue muy inferior al del año precedente. En esta misma línea, aunque de manera más atenuada, se comportó el sector industrial.

**... así como en las mujeres.**

El aumento del desempleo se concentró entre las mujeres al no absorberse el incremento de la población activa femenina. En cambio, el paro entre los hombres aumentó muy levemente. El desempleo entre los jóvenes creció en los dos primeros meses del año algo por encima del mismo periodo del ejercicio precedente.

**Tendencias muy dispares en el paro registrado según comunidades autónomas.**

Por comunidades autónomas, la situación se mostró claramente dispar. La de Madrid registró el descenso del desempleo más intenso, un 11,1% interanual, seguida de Aragón, Cantabria y Castilla y León, con caídas en torno al 5%. Algo menores fueron los descensos registrados en el País Vasco, Andalucía y Baleares. Por el contrario, la situación empeoró en Valencia, Cataluña y Extremadura, donde el nivel de desempleo registrado se situó entre un 2% y un 4% por encima de febrero de 2004.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES  
Febrero 2005

|                     | Parados          | Variación sobre diciembre 2004 |            | Variación sobre el mismo periodo del año anterior |             | % participación |
|---------------------|------------------|--------------------------------|------------|---|-------------|-----------------|
|                     |                  | Absoluta                       | %          | Absoluta  | %           |                 |
| <b>Por sectores</b> |                  |                                |            |   |             |                 |
| Agricultura         | 41.915           | 4.515                          | 12,1       | -71   | -0,2        | 2,4             |
| Industria           | 252.375          | -739                           | -0,3       | -8.072  | -3,1        | 14,7            |
| Construcción        | 190.954          | -8.374                         | -4,2       | 511   | 0,3         | 11,1            |
| Servicios           | 1.017.506        | 46.925                         | 4,8        | -6.085  | -0,6        | 59,2            |
| Primer empleo       | 214.631          | 4.764                          | 2,3        | -20.796   | -8,8        | 12,5            |
| <b>Por sexos</b>    |                  |                                |            |   |             |                 |
| Hombres             | 695.911          | 281                            | 0,0        | -14.862   | -2,1        | 40,5            |
| Mujeres             | 1.021.470        | 46.810                         | 4,8        | -19.651   | -1,9        | 59,5            |
| <b>Por edades</b>   |                  |                                |            |   |             |                 |
| Menores de 25 años  | 247.947          | 15.584                         | 6,7        | -23.640   | -8,7        | 14,4            |
| Resto de edades     | 1.469.434        | 31.507                         | 2,2        | -10.873   | -0,7        | 85,6            |
| <b>TOTAL</b>        | <b>1.717.381</b> | <b>47.091</b>                  | <b>2,8</b> | <b>-34.513</b>                                    | <b>-2,0</b> | <b>100</b>      |

FUENTES: INEM y elaboración propia.

## Los costes salariales se moderan en 2004

*El coste salarial se modera y crece menos que la inflación.*

El incremento medio del coste salarial total por persona y mes según la encuesta trimestral de costes laborales se situó en un 2,8% en 2004, un punto menos que en el año precedente y fue inferior también al aumento de la inflación por vez primera desde 2001. Esta moderación oculta, no obstante, un perfil creciente claramente visible en los datos del cuarto trimestre en que el aumento del coste laboral se aceleró en cuatro décimas hasta situarse en un 2,6% interanual. Si al coste salarial se le añaden otros costes laborales como Seguridad Social y otras percepciones, el incremento del coste laboral total se situó en un 3,0% de media anual, presentando también un perfil de moderada mejora.

*Construcción e industria, a la cabeza de los incrementos de costes laborales.*

La aceleración de los costes salariales en el cuarto trimestre del año fue únicamente perceptible en el ámbito de los servicios, donde el coste laboral por trabajador y mes pasó a crecer un 2,5%, valor idéntico a la media anual e inferior en un punto al de 2003. En la industria, la situación fue algo más estable pero los incrementos fueron más elevados, un 3,3% medio en 2004. En la construcción, en cambio, el aumento del coste laboral tendió a moderarse pero el incremento medio se situó todavía en un 4,2%.

*El coste salarial por hora efectiva trabajada crece un 3,6% en 2004, al descender las horas efectivas trabajadas.*

La moderación de los incrementos salariales se reflejó también en el coste por hora efectiva trabajada, que en el conjunto de 2004 creció un 3,6% medio anual, siete décimas menos que el ejercicio precedente. Este incremento, superior al del coste salarial, se explica por descenso experimentado por las horas efectivas trabajadas.

## INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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

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

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

### LOS SALARIOS REPUNTAN AL ALZA PERO CRECEN MENOS QUE LA INFLACIÓN

Variación anual



### Los servicios privados disparan los aumentos salariales.

Aparentemente distinto es el panorama que refleja la contabilidad nacional, explicable por la distinta naturaleza de los datos. En este sentido, la encuesta no incluye, entre otros, los datos relativos a los asalariados del sector público, que se integran en los servicios no de mercado dentro de la contabilidad nacional. Así, la remuneración media por asalariado según la contabilidad nacional aumentó un 4,1% en 2004, presen-

tando un perfil plano a lo largo del año. Este notable aumento salarial estuvo determinado por el registrado en los servicios no de mercado que, con un 6,6% medio anual, superaron ampliamente la media de la construcción (4,3%), la industria (3,7%) y los servicios de mercado (2,9%), aumentos, estos tres, similares a los registrados por la encuesta.

***Las retribuciones por convenio crecen un 3,6% tras la aplicación de las cláusulas de salvaguarda.***

Por otra parte, la subida salarial media pactada en los convenios se situó en 2004 en un 3,0% según datos del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, es decir, medio punto por debajo de la media pactada el año anterior. Este incremento es inferior, sin embargo, al realmente satisfecho, que alcanzó el 3,6% por el impacto de la cláusula de salvaguarda. Por sectores, la construcción, con un 3,4%, presentó el incremento más elevado, con la industria a continuación, un 3,0%. En los servicios el aumento salarial se situó en un 2,8%.

---

## PRECIOS

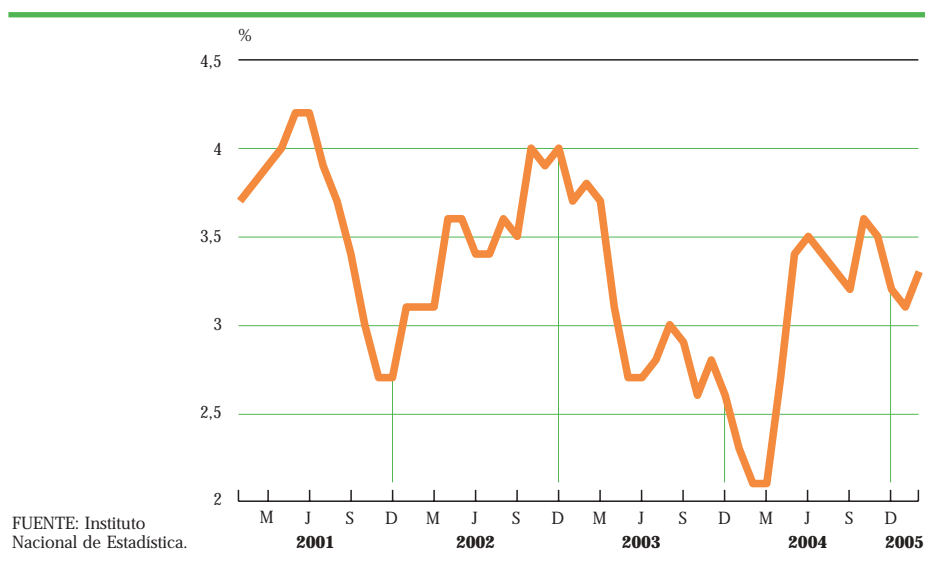
### Alza de la tasa de inflación en febrero

**La tasa de inflación sube hasta el 3,3% en febrero.**

El índice de precios de consumo (IPC) aumentó un 0,3% en febrero, en contraste con la estabilidad mostrada en el mismo mes de 2004. De este modo, la tasa de inflación anual se aceleró hasta situarse en un 3,3%, dos décimas más que el mes precedente y más de un punto porcentual por encima de febrero de 2004.

### REPUNTA LA TASA DE INFLACIÓN EN FEBRERO

Variación interanual del IPC



**Los precios energéticos persisten en su presión alcista...**

La energía y los alimentos frescos fueron los determinantes principales del leve deterioro de la inflación en febrero. El alza de los precios energéticos vino de la mano de los combustibles y carburantes, que se vieron arrastrados al alza por la nueva subida del petróleo y por la debilidad relativa del euro hasta mediados de febrero. Así, los precios de los carburantes pasaron a crecer más de dos puntos por encima del mes precedente y su impacto fue notable para el conjunto de precios energéticos, que situaron su ritmo de aumento en el 7,6%, ya registrado en diciembre de 2004. Con todo, la repercusión sobre el conjunto del IPC no fue más intensa gracias a la contención del precio del gas y la electricidad.

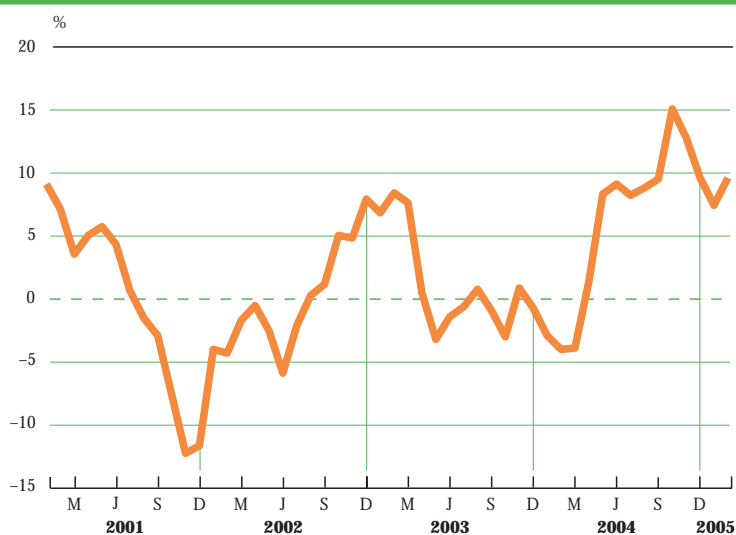
## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

|            | 2004                |                              |                   | 2005                |                              |                   |
|------------|---------------------|------------------------------|-------------------|---------------------|------------------------------|-------------------|
|            | % variación mensual | % variación s/diciembre 2003 | % variación anual | % variación mensual | % variación s/diciembre 2004 | % variación anual |
| Enero      | -0,7                | -0,7                         | 2,3               | -0,8                | -0,8                         | 3,1               |
| Febrero    | 0,0                 | -0,7                         | 2,1               | 0,3                 | -0,6                         | 3,3               |
| Marzo      | 0,7                 | 0,0                          | 2,1               |                     |                              |                   |
| Abril      | 1,4                 | 1,4                          | 2,7               |                     |                              |                   |
| Mayo       | 0,6                 | 2,0                          | 3,4               |                     |                              |                   |
| Junio      | 0,2                 | 2,2                          | 3,5               |                     |                              |                   |
| Julio      | -0,8                | 1,4                          | 3,4               |                     |                              |                   |
| Agosto     | 0,4                 | 1,8                          | 3,3               |                     |                              |                   |
| Septiembre | 0,2                 | 2,0                          | 3,2               |                     |                              |                   |
| Octubre    | 1,0                 | 3,1                          | 3,6               |                     |                              |                   |
| Noviembre  | 0,2                 | 3,3                          | 3,5               |                     |                              |                   |
| Diciembre  | -0,1                | 3,2                          | 3,2               |                     |                              |                   |

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## LOS CARBURANTES PRESIONAN AL IPC

Variación interanual del componente de combustibles y carburantes del IPC



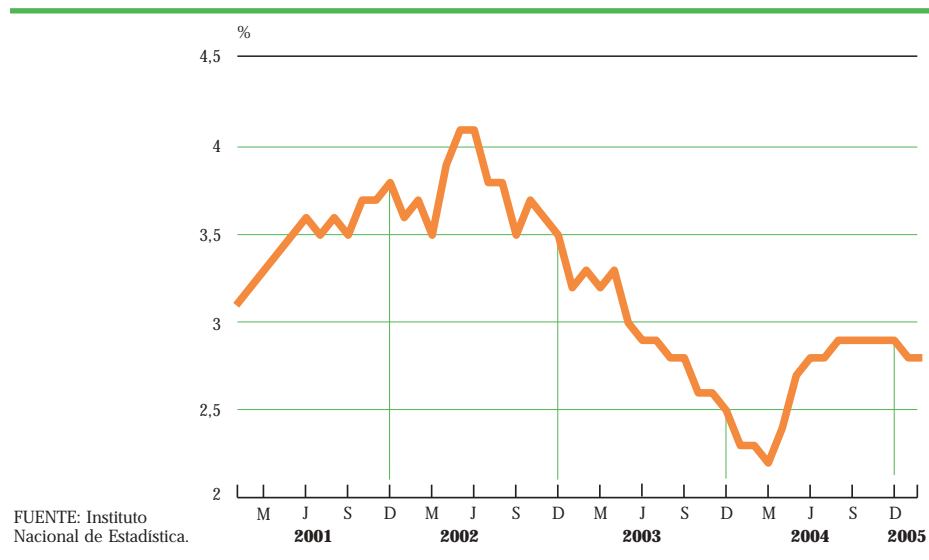
FUENTES: INE y elaboración propia.

*...lo mismo que los alimentos frescos.*

Algo más relevante, a efectos de la tasa de inflación, fue el repunte de los precios de los alimentos frescos, imputable principalmente a factores climatológicos, siendo las frutas y legumbres frescas, el pescado y el pollo los productos más alcistas. La tasa interanual de este componente pasó a crecer a un ritmo anual del 3,5%, un punto y dos décimas más que en enero, y vino también a añadir algo más de una décima a la tasa de inflación.

## LA INFLACIÓN SUBYACENTE, ESTABILIZADA

Variación interanual del índice general del IPC sin energía ni alimentos no elaborados

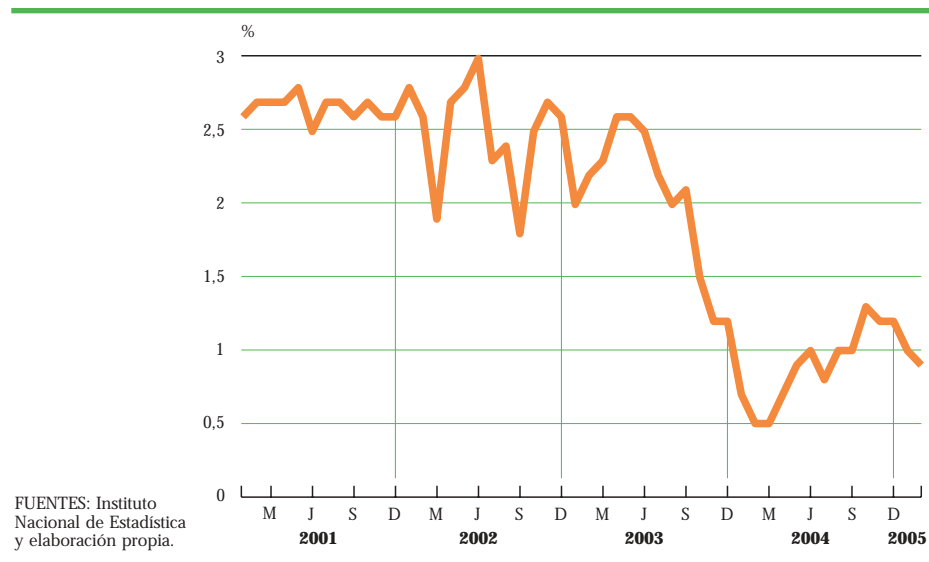


*Los precios de los servicios también repuntan levemente al alza...*

El resto de componentes del IPC, que forman la llamada inflación subyacente, se mantuvo estable en el 2,8% del mes anterior. Sin embargo, los precios de los servicios se manifestaron levemente alcistas, situando su tasa interanual en un 3,9%, el valor más elevado desde abril de 2003. El transporte público, los viajes organizados y algunos servicios personales, junto a los seguros de automóviles, contribuyeron a esta trayectoria pese a la moderación de otras rúbricas como los servicios bancarios, ahora en negativo, tras las alzas de meses anteriores.

## LAS REBAJAS MODERAN LOS PRECIOS DE LAS MANUFACTURAS

Variación interanual del componente de bienes industriales sin energía





...pero se contienen los alimentos elaborados...

En cambio, los alimentos elaborados situaron su tasa de crecimiento por debajo del 4% por primera vez en nueve meses, gracias a los precios del pan y pastelería, leche, chocolates y la mayor parte de bebidas excepto los espirituosos.

...y los bienes industriales no energéticos.

La misma tónica de moderación, aunque menos acusada, registraron los precios de los bienes industriales no energéticos, gracias a que las rebajas de febrero revistieron una intensidad superior a la del año pasado. Por el contrario, los medicamentos, que no cayeron en la misma medida que en febrero de 2004, compensaron en parte este comportamiento. En conjunto, no obstante, los precios de los bienes industriales no energéticos pasaron a crecer a un 0,9% interanual, una décima menos que el mes anterior.

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Febrero

|  | Índices (*)  | % variación mensual |            | % variación s/diciembre anterior |             | % variación anual |            |
|--|--------------|---------------------|------------|----------------------------------|-------------|-------------------|------------|
|  |              | 2004                | 2005       | 2004                             | 2005        | 2004              | 2005       |
| <b>Por clases de gasto</b>                           |              |                     |            |                                  |             |                   |            |
| Alimentos y bebidas no alcohólicas                   | 115,2        | -0,4                | -0,2       | 0,1                              | 0,5         | 4,0               | 3,5        |
| Bebidas alcohólicas y tabaco                         | 116,3        | 0,1                 | 0,2        | 0,3                              | 0,3         | 1,4               | 5,5        |
| Vestido y calzado                                    | 104,3        | -0,5                | -0,9       | -11,5                            | -12,2       | 1,2               | 1,3        |
| Vivienda   | 111,5        | 0,3                 | 0,4        | 1,0                              | 0,9         | 2,6               | 4,1        |
| Menaje   | 106,6        | 0,0                 | 0,1        | -0,6                             | -0,3        | 1,5               | 2,1        |
| Medicina   | 106,0        | -1,3                | 0,0        | -1,0                             | 0,3         | 0,6               | 1,6        |
| Transporte   | 111,3        | 0,6                 | 1,4        | 1,4                              | 1,2         | -0,1              | 5,9        |
| Comunicaciones                                       | 93,1         | -0,1                | -0,2       | -0,2                             | 0,1         | -1,8              | -0,4       |
| Ocio y cultura                                       | 102,4        | 0,3                 | 0,3        | -1,1                             | -0,9        | 0,0               | 0,1        |
| Enseñanza  | 116,9        | 0,1                 | 0,0        | 0,4                              | 0,4         | 4,0               | 4,2        |
| Hoteles, cafés y restaurantes                        | 117,0        | 0,5                 | 0,5        | 1,1                              | 0,9         | 4,1               | 4,0        |
| Otros  | 113,6        | 0,2                 | 0,6        | 1,9                              | 2,1         | 3,3               | 3,0        |
| <b>Agrupaciones</b>                                  |              |                     |            |                                  |             |                   |            |
| Alimentos con elaboración                            | 113,5        | 0,5                 | 0,1        | 0,9                              | 0,6         | 2,4               | 3,8        |
| Alimentos sin elaboración                            | 119,2        | -1,9                | -0,7       | -1,3                             | 0,3         | 6,1               | 3,5        |
| Conjunto no alimentario                              | 109,6        | 0,2                 | 0,4        | -0,9                             | -1,0        | 1,6               | 3,2        |
| Bienes industriales                                  | 105,0        | -0,0                | 0,3        | -2,7                             | -2,8        | -0,2              | 2,5        |
| <i>Productos energéticos</i>                         | 108,6        | 0,4                 | 2,0        | 1,1                              | 1,1         | -2,5              | 7,6        |
| <i>Carburantes y combustibles</i>                    | 110,2        | 0,6                 | 2,7        | 0,9                              | 0,9         | -3,9              | 9,8        |
| <i>Bienes industriales sin productos energéticos</i> | 103,8        | -0,2                | -0,2       | -3,8                             | -4,0        | 0,5               | 0,9        |
| Servicios  | 115,0        | 0,4                 | 0,5        | 1,0                              | 1,1         | 3,6               | 3,9        |
| Inflación subyacente (**)                            | 110,5        | 0,2                 | 0,2        | -0,8                             | -0,9        | 2,3               | 2,8        |
| <b>ÍNDICE GENERAL</b>                                | <b>111,0</b> | <b>0,0</b>          | <b>0,3</b> | <b>-0,7</b>                      | <b>-0,6</b> | <b>2,1</b>        | <b>3,3</b> |

NOTAS: (\*) Base 2001 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

***El IPC es vulnerable a sus componentes más aleatorios.***

El alza del IPC de febrero pone de relieve la vulnerabilidad del IPC a los embates de sus componentes más aleatorios, alimentos frescos y petróleo, y alerta sobre los riesgos principales que el control de la inflación deberá superar a lo largo de este año, concretamente, climatología, dólar y precio del crudo. Al margen de estos elementos, el núcleo menos volátil de la inflación queda a expensas de la eventual moderación de los precios de los servicios, de la contención de los alimentos elaborados y, por último, de la debilidad de los precios de los bienes industriales no energéticos, de corto alcance a tenor de su modesto aumento actual. Con todo, será el tono del consumo privado el que acabe perfilando el potencial de moderación del núcleo subyacente de la inflación.

***El diferencial de inflación con la zona del euro permanece estable en 1,2 puntos porcentuales.***

El diferencial de inflación con los países de la zona del euro se mantuvo estable en un punto y dos décimas en febrero, según el índice de precios de consumo armonizado (IPCA). Por componentes, los precios crecen en mayor medida en España excepto para las bebidas alcohólicas y el tabaco y los gastos médicos, en este caso por el intenso aumento de precios de este componente en Alemania y los Países Bajos. El diferencial más amplio se registra en la alimentación, los transportes, el vestido y las comunicaciones.

---

## SECTOR EXTERIOR

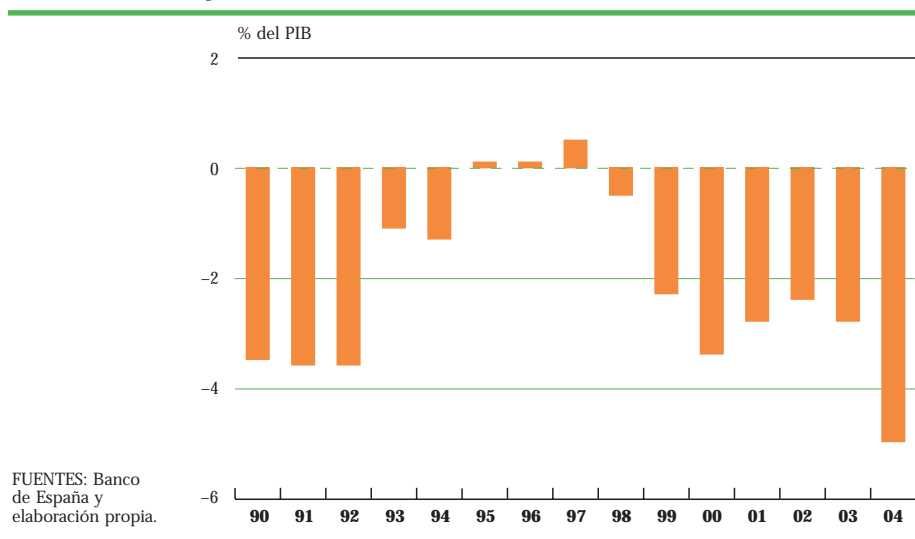
El déficit corriente alcanza el 5% del PIB

**El déficit corriente prosigue su escalada y cierra 2004 en cotas históricas.**

La balanza por cuenta corriente arrojó un déficit de 5.710 millones de euros en diciembre, más del doble que en el mismo mes del pasado año. Así, continuó la tendencia a la ampliación del desequilibrio exterior, que en el conjunto del ejercicio ascendió a 39.538 millones de euros, un 89,8% más que en 2003. En términos relativos, el déficit corriente representó el 5,0% del producto interior bruto (PIB), cota no alcanzada anteriormente. El intenso deterioro de la situación obedeció fundamentalmente a la ampliación del desequilibrio comercial y de rentas así como al desplome del superávit de transferencias y la notable reducción de la rúbrica de servicios.

### EL DÉFICIT CORRIENTE, EN MÁXIMOS

Saldo de la balanza por cuenta corriente



**Cae el superávit por servicios por los mayores pagos, así como el de transferencias, por las remesas de inmigrantes.**

El superávit por servicios, 25.166 millones de euros, cayó un 7,7% respecto al año precedente, mermado por un saldo turístico cada día más afectado por unos pagos crecientes en un contexto de estancamiento de los ingresos. Por otra parte, el superávit por transferencias, tradicionalmente elevado, se está viendo recortado por las menores transferencias netas procedentes de la Unión Europea y por las remesas de los trabajadores residentes en España hacia el extranjero. En efecto, los pagos por este

concepto en 2004 fueron de 3.436 millones de euros y aumentaron casi un 18,7% respecto al mismo periodo del año anterior.

## BALANZA DE PAGOS

Acumulado 12 últimos meses en millones de euros

|  | Diciembre<br>2003 | Diciembre<br>2004 | % variación  |
|--|-------------------|-------------------|--------------|
| <b>Balanza corriente</b>                 |                   |                   |              |
| Balanza comercial                        | -37.843           | -51.885           | 37,1         |
| Servicios                                |                   |                   |              |
| <i>Turismo</i>                           | 29.556            | 28.343            | -4,1         |
| <i>Otros servicios</i>                   | -2.291            | -3.177            | 38,7         |
| Total                                    | 27.265            | 25.166            | -7,7         |
| Rentas                                   | -10.586           | -12.827           | 21,2         |
| Transferencias                           | 336               | 7                 | -97,9        |
| <b>Total</b>                             | <b>-20.828</b>    | <b>-39.538</b>    | <b>89,8</b>  |
| <b>Cuenta de capital</b>                 |                   |                   |              |
|  | <b>8.762</b>      | <b>8.531</b>      | <b>-2,6</b>  |
| <b>Balanza financiera</b>                |                   |                   |              |
| Inversiones directas                     | 1.996             | -25.878           | -            |
| Inversiones de cartera                   | -30.070           | 81.579            | -            |
| Otras inversiones                        | 44.133            | -5.366            | -            |
| <b>Total</b>                             | <b>16.059</b>     | <b>50.335</b>     | <b>213,4</b> |
| Errores y omisiones                      | -5.569            | -5.319            | -4,5         |
| Variación de activos del Banco de España | 1.576             | -14.009           | -            |

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

*El saldo positivo de la balanza de capitales mengua por las menores transferencias de la UE.*

La cuenta de capital, por su parte, presentó un superávit de 1.680 millones de euros en diciembre, un 15,1% inferior al del mismo mes del año anterior. En el conjunto del año, el saldo fue también positivo por importe de 8.531 millones de euros e inferior en un 2,6% al de 2003. El apreciable descenso de los ingresos por transferencias procedentes de la Unión Europea (UE), un 8,0% hasta los 7.716 millones de euros, fue el factor determinante de este comportamiento.

*La inversión española directa en el exterior acaba el año con un fuerte aumento mientras la extranjera continúa con su declive.*

La cuenta financiera, excluyendo las operaciones del Banco de España, registró unas entradas netas de 50.338 millones de euros, tres veces más que en el año precedente. Las entradas de capitales procedieron principalmente de la inversión exterior de cartera, que se multiplicó por tres y llegó a superar los 106.000 millones de euros, cifra equivalente al 13,2% del PIB. La inversión española directa empresarial siguió recuperándose en los compases finales del año y llegó a los 33.806 millones, un 63,2% más que el año anterior. La inversión extranjera en España siguió mostrando un fuerte declive en el caso de la directa empresarial y un descenso moderado en el caso de los inmuebles.

## SECTOR PÚBLICO

Los ajustes contables afloran déficit público en 2004

**Los ingresos impositivos aumentan un 8,3%, más de un punto por encima del crecimiento del PIB nominal.**

Los ingresos no financieros del Estado aumentaron un 5,1% en 2004 alcanzando los 115.270 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 155.727 millones de euros, creciendo un 8,3% respecto a 2003, es decir, un punto y una décima por encima del crecimiento nominal del producto interior bruto (PIB).

### EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO Diciembre 2004

| Mes   | Acumulado del año |                   |                                      |                   |                                      |
|---|-------------------|-------------------|--------------------------------------|-------------------|--------------------------------------|
|   |                   | Millones de euros | % variación s/mismo mes año anterior | Millones de euros | % variación s/mismo mes año anterior |
| <b>Ingresos no financieros</b>                            |                   | <b>9.285</b>      | <b>8,7</b>                           | <b>115.270</b>    | <b>5,1</b>                           |
| <b>Ingresos no financieros corregidos (*)</b>             |                   |                   |                                      |                   |                                      |
| IRPF  |                   | 3.440             | 2,5                                  | 47.715            | 2,7                                  |
| Impuesto de sociedades                                    |                   | 2.669             | -0,5                                 | 26.019            | 18,7                                 |
| IVA   |                   | 1.350             | -15,0                                | 44.492            | 9,7                                  |
| Impuestos especiales                                      |                   | 1.491             | 10,4                                 | 17.514            | 3,9                                  |
| Resto   |                   | 3.506             | 46,9                                 | 19.987            | 11,0                                 |
| <b>Total</b>  |                   | <b>12.456</b>     | <b>9,6</b>                           | <b>155.727</b>    | <b>8,3</b>                           |
| <b>Pagos no financieros</b>                               |                   | <b>11.981</b>     | <b>1,8</b>                           | <b>114.743</b>    | <b>0,8</b>                           |
| <b>Saldo de caja</b>                                      |                   | <b>-2.696</b>     | <b>-16,5</b>                         | <b>527</b>        | <b>-</b>                             |
| <b>Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (**)</b> |                   | <b>-11.845</b>    | <b>68,1</b>                          | <b>-9.863</b>     | <b>409,2</b>                         |

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

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

FUENTES: Ministerio de Hacienda y elaboración propia.

**Moderación de la recaudación por el impuesto sobre la renta...**

La principal fuente de recaudación la constituyeron los impuestos directos, con 75.978 millones de euros, un 8,3% más que en 2003. El incremento más significativo se registró en el impuesto sobre la renta de sociedades, un 18,7%, explicable en parte por el descenso de las devolu-

*...de las personas físicas y auge en sociedades.*

*La recaudación por indirectos crece un 8,2% con el IVA como principal figura.*

*Disminuyen los ingresos patrimoniales.*

*Expansión de los pagos asociados al consumo público, que contrasta con el descenso de los pagos por intereses y las inversiones reales.*

*Modesto superávit por caja y notable déficit según contabilidad nacional.*

*El déficit del Estado se explica por los ajustes contables realizados y la incorporación de gastos de ejercicios anteriores.*

ciones. Los ingresos por renta de personas físicas crecieron muy moderadamente, un 2,7% respecto al año anterior, también por las mayores devoluciones.

La recaudación por impuestos indirectos alcanzó los 64.497 millones de euros, un 8,2% más que en 2003, con el impuesto sobre el valor añadido (IVA) al frente. El importe ingresado por esta figura impositiva fue de 44.492 millones de euros, un 9,7% más que en 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 3,4% 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 9,5%, vinculado al auge del mercado automovilístico, y el de los procedentes del tráfico exterior, un 20,7%, gracias al auge de las importaciones de países terceros.

Al margen de los recursos impositivos, las tasas y precios públicos experimentaron también un aumento notable, un 25,2%. En esta línea de fuerte crecimiento se situaron también las transferencias de capital, a diferencia de las transferencias corrientes, las cuales crecieron un 3,5%. Los ingresos patrimoniales, en cambio, cayeron un 11,9% siendo poco significativos los recursos procedentes de la enajenación de inversiones reales.

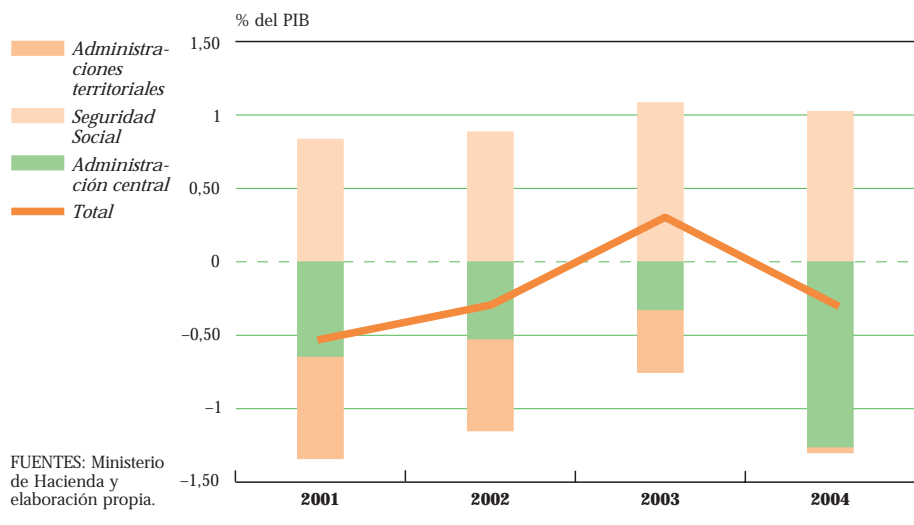
Los pagos no financieros del Estado aumentaron un 0,8% ascendiendo a 102.762 millones de euros. Esta cifra no incluye la contrapartida de los ingresos correspondientes a los tramos de los impuestos cedidos a las comunidades autónomas. La moderación del gasto se vio favorecida por el descenso en los pagos por intereses, un 15,3%, y también por las menores inversiones reales. Por el contrario, los gastos determinantes del consumo público crecieron un 5,6% en el caso del personal y un 17,2% en el caso de las compras de bienes y servicios.

El saldo de caja del Estado, es decir, la diferencia entre sus ingresos y pagos no financieros, cerró el año en positivo por importe de 527 millones de euros, situación que contrasta con el déficit 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 2.690 millones de euros, un 51,0% superior a la del mismo periodo de 2003. El aumento de los activos financieros se concentró en los depósitos del Estado en instituciones financieras, en las mayores aportaciones patrimoniales y en adquisición de acciones y participaciones en empresas públicas.

En términos de contabilidad nacional el saldo presupuestario, en cambio, resultó deficitario por importe de 9.863 millones de euros, cinco veces más que en 2003. El elevado déficit del Estado por contabilidad nacional, equivalente al 1,23% del PIB, y muy superior al 0,44% previsto en los Presupuestos Generales para 2004, obedeció a una serie de ajustes realizados por el nuevo gobierno, que integraron en las cuentas del año operaciones singulares devengadas en ejercicios anteriores. Entre estas

cabe citar el reconocimiento de la deuda con la Comunidad Autónoma de Andalucía y también con RENFE, la empresa nacional de ferrocarriles. Los mayores gastos por estos conceptos hubieran desplazado el déficit real a cotas más elevadas (un 1,97% del PIB) de no ser por la mayor recaudación y los menores pagos por intereses.

**EL DÉFICIT DEL ESTADO DESEQUILIBRA LAS CUENTAS PÚBLICAS EN 2004**  
Saldos contables del sector público



**El déficit del conjunto de administraciones públicas queda en el 0,28% del PIB gracias al superávit de la Seguridad Social.**

El déficit del Estado se compensó en buena medida por el superávit de la Seguridad Social, un 1,02% del PIB, en un contexto de práctica neutralidad de las administraciones territoriales (locales y autonómicas) y del resto de organismos autónomos. De este modo, el déficit final del conjunto de administraciones públicas se situó en 2004 en 2.254 millones de euros, cifra equivalente al 0,28% del PIB y opuesta al superávit del 0,32% obtenido en 2003.

## AHORRO Y FINANCIACIÓN

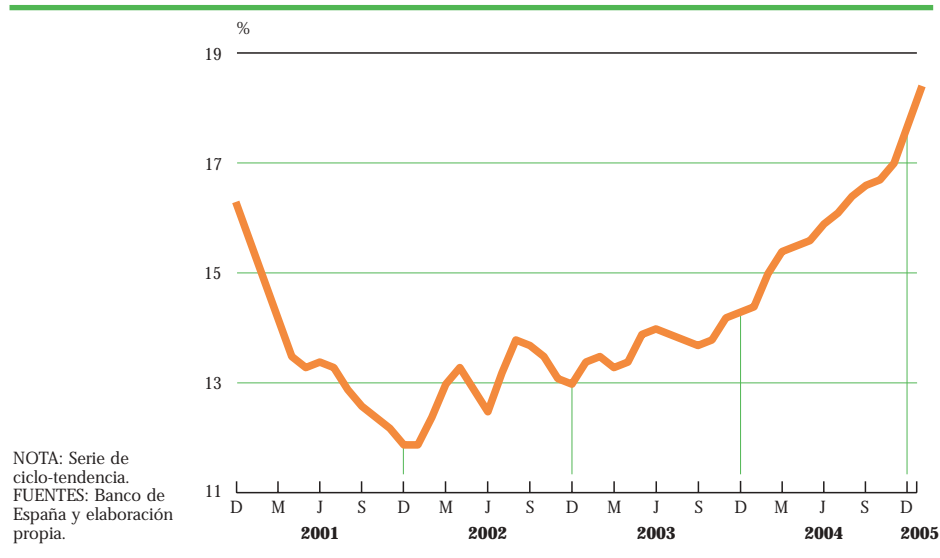
### Las hipotecas continúan impulsando el crédito al sector privado

**Mayor ritmo de crecimiento anual del crédito bancario al sector privado desde abril del año 2000.**

El crédito bancario a empresas y familias se elevó el 18,4% en enero de 2005 en relación con el mismo mes del año anterior. Esta tasa es superior en medio punto a la anotada en diciembre de 2004. De hecho, es el mayor ritmo de crecimiento anual desde abril del año 2000. Por otra parte, esta tasa es más del doble que la del conjunto del área del euro. La demanda de crédito bancario por parte del sector privado sigue siendo estimulada por la buena marcha del mercado laboral y por unas holgadas condiciones de financiación, con unos tipos de interés muy bajos.

#### EL CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS SIGUE ACELERÁNDOSE

Variación interanual del crédito concedido por las entidades de crédito a empresas y familias



**El saldo del crédito hipotecario gestionado sube el 25% en los últimos doce meses.**

El incremento acelerado del crédito al sector privado continuó basándose en las hipotecas, que no muestran señales de moderación por el momento. Así, el crédito hipotecario de bancos y cajas se elevó el 24,1% en enero de 2005, anotando el ritmo máximo desde diciembre de 1990. Incluyendo las titulizaciones y las otras entidades de crédito la variación interanual ascendió hasta el 24,8% según las cifras facilitadas por la Asociación Hipotecaria Española, medio punto más que la registrada en el mes anterior. El aumento de las rentas de los hogares, factores sociode-



mográficos y los reducidos tipos de interés son variables que impelen el crédito hipotecario. Por otro lado, los arrendamientos financieros, que se destinan a financiar la compra de bienes de equipo e inmuebles por parte de empresas y profesionales autónomos, también experimentaron un importante impulso, con un alza interanual del 17,2%.

## CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS Enero 2005

|                                | Saldo             | Variación año actual |            | Variación 12 meses |             | % participación |
|--------------------------------|-------------------|----------------------|------------|--------------------|-------------|-----------------|
|                                | Millones de euros | Millones de euros    | %          | Millones de euros  | %           |                 |
| Crédito comercial              | 58.438            | -1.811               | -3,0       | 4.392              | 8,1         | 6,1             |
| Deudores con garantía real (*) | 554.298           | 9.380                | 1,7        | 106.103            | 23,7        | 57,9            |
| Otros deudores a plazo         | 282.737           | 1.926                | 0,7        | 31.392             | 12,5        | 29,5            |
| Deudores a la vista            | 24.507            | 1.552                | 6,8        | 2.306              | 10,4        | 2,6             |
| Arrendamientos financieros     | 29.211            | -71                  | -0,2       | 4.296              | 17,2        | 3,1             |
| Créditos dudosos               | 7.712             | 228                  | 3,0        | 16                 | 0,2         | 0,8             |
| <b>TOTAL</b>                   | <b>956.903</b>    | <b>11.206</b>        | <b>1,2</b> | <b>148.507</b>     | <b>18,4</b> | <b>100,0</b>    |

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

### *La tasa de dudosisd hipotecaria marca un mínimo histórico.*

La ratio de morosidad de las entidades de crédito se colocó en el 0,80% en enero de 2005, una centésima por encima de la cota mínima de los últimos años anotada en el mes anterior. Por otra parte, en diciembre de 2004 la tasa de dudosisd hipotecaria marcó un nivel mínimo del 0,42%.

### *El crédito destinado a las familias crece más que el canalizado a actividades productivas.*

Por otro lado, el Banco de España ha publicado recientemente las cifras del crédito al sector privado correspondientes al final del 2004, que posibilitan un análisis más detallado desde el punto de vista de su destino. El crédito para la financiación de las familias experimentó un aumento interanual del 18,7%, superior en 1,3 décimas a la tasa registrada en septiembre. El crédito dirigido a las actividades productivas ascendió el 17,3% con relación al mismo trimestre de 2003, 6 décimas más que en el trimestre anterior.

### *Recuperación de la financiación dirigida a la industria...*

Por grandes sectores económicos, el crédito de los servicios y la construcción se incrementó en torno al 20% en los últimos doce meses, presentando ambos unas tasas de variación ligeramente inferiores al trimestre precedente. La financiación hacia el sector primario, es decir, la agricultura, ganadería y pesca, se elevó el 10,4% respecto a doce meses antes, 3,2 puntos más que en el tercer trimestre de 2004. Los fondos para la industria continuaron recuperándose, mostrando una tasa de crecimiento anual del 5,5%.

### *...y a la compra de bienes de consumo duradero.*

En cuanto a la financiación a los particulares, la adquisición y rehabilitación de la vivienda creció el 21,0% en relación con el mismo periodo del año anterior, 1,9 puntos más que en el trimestre anterior. El crédito para la compra de bienes de consumo duradero ascendió el 9,2% con relación a diciembre de 2003, 4,8 puntos más que en septiembre. El resto

de los recursos canalizados a los hogares subió el 13,7% interanual, 3,9 puntos menos que en el trimestre precedente.

## CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO

Cuarto trimestre de 2004

|   | Saldo (*)         | Variación año actual |             | Variación 12 meses |             |
|---|-------------------|----------------------|-------------|--------------------|-------------|
|   | Millones de euros | Millones de euros    | %           | Millones de euros  | %           |
| <b>Financiación de actividades productivas</b>                  |                   |                      |             |                    |             |
| Agricultura, ganadería y pesca                                  | 18.108            | 1.706                | 10,4        | 1.706              | 10,4        |
| Industria   | 90.588            | 4.759                | 5,5         | 4.759              | 5,5         |
| Construcción  | 78.368            | 12.584               | 19,1        | 12.584             | 19,1        |
| Servicios   | 296.071           | 52.099               | 21,04       | 52.099             | 21,4        |
| <b>Total</b>  | <b>483.135</b>    | <b>71.149</b>        | <b>17,3</b> | <b>71.149</b>      | <b>17,3</b> |
| <b>Financiación a personas físicas</b>                          |                   |                      |             |                    |             |
| Adquisición y rehabilitación de vivienda propia                 | 333.939           | 57.981               | 21,0        | 57.981             | 21,0        |
| Adquisición de bienes de consumo duradero                       | 38.380            | 3.244                | 9,1         | 3.244              | 9,2         |
| Otras financiaciones  | 69.253            | 8.334                | 13,7        | 8.334              | 13,7        |
| <b>Total</b>  | <b>441.572</b>    | <b>69.559</b>        | <b>18,7</b> | <b>69.559</b>      | <b>18,7</b> |
| <b>Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro</b> |                   |                      |             |                    |             |
|   | <b>3.679</b>      | <b>677</b>           | <b>22,6</b> | <b>677</b>         | <b>22,6</b> |
| <b>Resto sin clasificar</b>                                     | <b>17.312</b>     | <b>2.100</b>         | <b>13,8</b> | <b>2.100</b>       | <b>13,8</b> |
| <b>TOTAL</b>  | <b>945.697</b>    | <b>143.485</b>       | <b>17,9</b> | <b>143.485</b>     | <b>17,9</b> |

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

## Avance sostenido de los depósitos bancarios de las empresas y familias

**Los depósitos bancarios del sector privado se incrementan el 14% con relación a enero de 2004.**

Los depósitos totales del sector privado residente en euros y moneda extranjera se elevaron el 14,0% en enero de 2005 en relación con el mismo mes del año precedente, 0,2 puntos menos que en el mes anterior. A pesar de que la captación de depósitos mantiene un considerable ritmo de avance, su aumento en los últimos doce meses, de 87.812 millones de euros, fue notablemente inferior al incremento de los créditos. Para compensar este desfase las entidades efectuaron emisiones de valores y titulaciones y recurrieron al mercado interbancario exterior.

**Las cuentas a plazo a más de dos años aumentan el 62% en los últimos doce meses.**

Por clases de depósitos, la mayor alza anual, del 61,7%, correspondió a los de a plazo a más de dos años, que gozan de una bonificación fiscal de los intereses del 40%. Los depósitos en monedas diferentes del euro también anotaron una fuerte elevación interanual del 35,7%. Sin embargo, las cuentas a la vista, que subieron el 11,7%, continuaron teniendo la máxima participación en el total, del 25,9%.

**Las adquisiciones de participaciones de los fondos de inversión mobiliaria...**

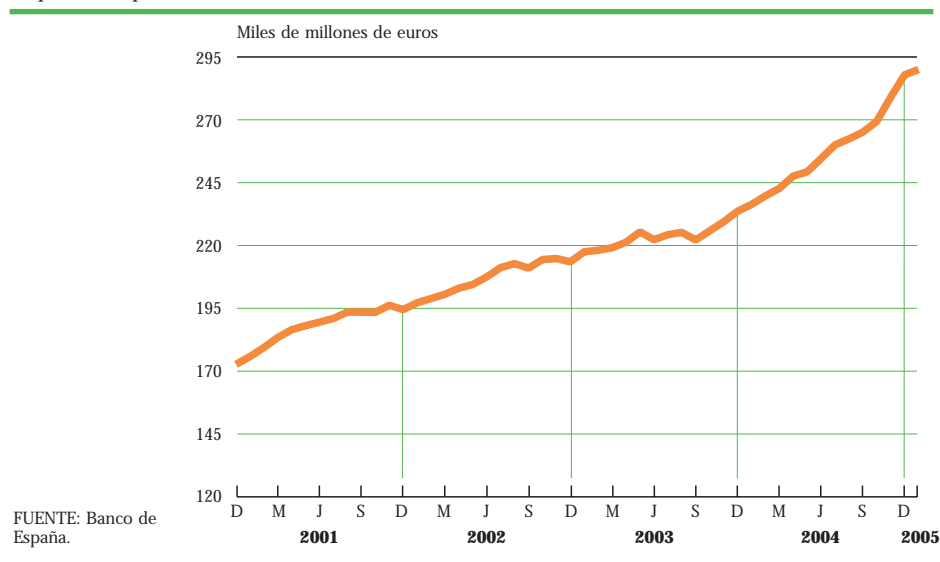
El patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria se incrementó en 3.413 millones de euros en febrero hasta 224.613 millones de euros, con una variación interanual del 8,7%. Este aumento es atribuible sobre todo a unas suscripciones netas de participaciones –deduciendo las ventas– de 3.008 millones de euros y en menor medida a plusvalías. En el segundo

...se concentran en los garantizados de renta variable.

mes de 2005 las entradas de dinero se concentraron en los fondos garantizados de renta variable y en los de renta fija a corto plazo, lo que muestra la aversión al riesgo de los ahorradores. Por otra parte, el rendimiento medio ponderado de los fondos de inversión mobiliaria en los últimos doce meses se situó en el 2,8%. Casi todas las categorías de fondos de inversión mobiliaria lograron rentabilidades anuales positivas.

## FUERTE AUMENTO DE LOS DEPÓSITOS A PLAZO

Depósitos a plazo en las entidades de crédito



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

Enero 2005

|                                     | Saldo             | Variación año actual |             | Variación 12 meses |             | % participación |
|-------------------------------------|-------------------|----------------------|-------------|--------------------|-------------|-----------------|
|                                     | Millones de euros | Millones de euros    | %           | Millones de euros  | %           |                 |
| A la vista                          | 184.603           | -2.536               | -1,4        | 19.375             | 11,7        | 25,9            |
| De ahorro (*)                       | 156.569           | -1.366               | -0,9        | 12.624             | 8,8         | 21,9            |
| A plazo hasta 2 años                | 161.425           | 958                  | 0,6         | 4.663              | 3,0         | 22,6            |
| A plazo a más de 2 años             | 128.567           | 1.099                | 0,9         | 49.072             | 61,7        | 18,0            |
| Cesiones temporales                 | 76.181            | -4.301               | -5,3        | 492                | 0,7         | 10,7            |
| <b>Total</b>                        | <b>707.344</b>    | <b>-6.146</b>        | <b>-0,9</b> | <b>86.225</b>      | <b>13,9</b> | <b>99,2</b>     |
| <b>Depósitos en monedas no euro</b> | <b>6.036</b>      | <b>189</b>           | <b>3,2</b>  | <b>1.587</b>       | <b>35,7</b> | <b>0,8</b>      |
| <b>TOTAL</b>                        | <b>713.380</b>    | <b>-5.957</b>        | <b>-0,8</b> | <b>87.812</b>      | <b>14,0</b> | <b>100,0</b>    |

NOTA: (\*) Depósitos con preaviso, según definición del BCE.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

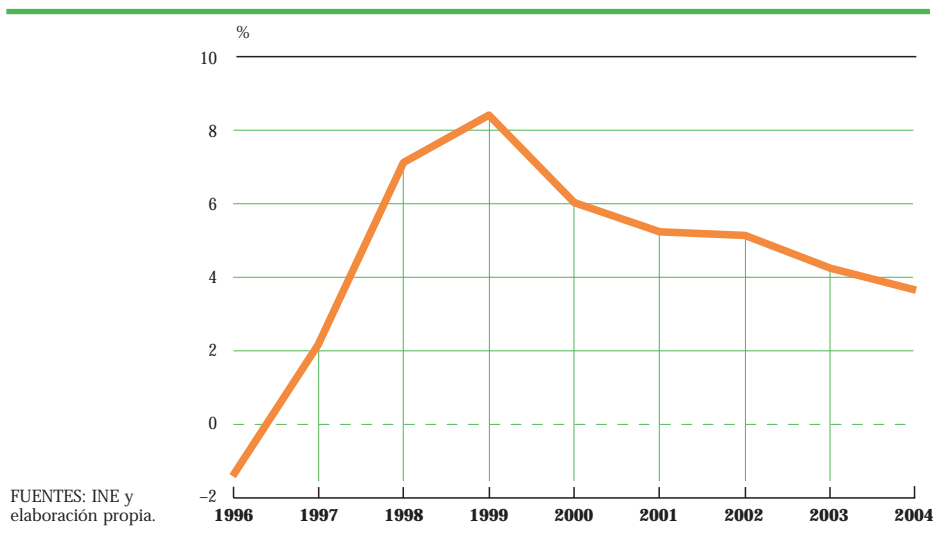
### Construcción e inmobiliario: la expansión cumple ocho años

***Pese a su suave desaceleración, la construcción sigue creciendo por encima del PIB.***

La construcción atravesó en 2004 su octavo año consecutivo de crecimiento, aunque a una tasa algo más moderada que en el año precedente. El sector creció un 3,7% a precios constantes, seis décimas menos que en 2003. De este modo, el sector representó el 9,5% del producto interior bruto (PIB) en 2004, reafirmandose su importancia como uno de los pilares de la economía española. Desde la perspectiva de la demanda, la inversión en construcción supuso el 60,6% del conjunto de la inversión total, porcentaje que indica la importancia relativa de este componente del gasto agregado.

#### LA CONSTRUCCIÓN SE MODERA

Variación interanual de la construcción, en términos reales



***El empleo crece un 3,9%, pero predomina la contratación temporal, y el empleo no asalariado llega al 20% del total.***

El tono positivo de la actividad se reflejó en el empleo, que según la contabilidad nacional creció un 3,9%, dos décimas por encima del año anterior. De este modo, la ocupación en el sector a finales de 2004 se situó en 1.955.700 puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, representando un 11,8% del empleo total. El aumento del empleo en el sector, según la encuesta de población activa, fue muy elevado entre la población no asalariada, que llegó a representar algo más del 20% de la ocupación total del sector. Por otra parte, el empleo temporal alcanzó el 44,6% del total sectorial, proporción muy superior a la del resto de la economía.

INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN  
Porcentaje de variación anual

|                                   | 2002 | 2003 | 2004 | 2004 |      |      |      |
|-----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
|                                   |      |      |      | I    | II   | III  | IV   |
| <b>Magnitudes macroeconómicas</b> |      |      |      |      |      |      |      |
| Valor añadido bruto               | 4,8  | 4,3  | 3,7  | 3,6  | 3,4  | 3,7  | 4,0  |
| Formación bruta de capital        | 4,2  | 4,3  | 4,4  | 4,2  | 4,1  | 4,6  | 4,9  |
| <b>Empleo</b>                     |      |      |      |      |      |      |      |
| Ocupados                          | 3,4  | 3,7  | 3,7  | 3,2  | 2,5  | 4,2  | 5,1  |
| Asalariados Seguridad Social      | 5,8  | 4,3  | 5,0  | 4,4  | 4,3  | 4,6  | 6,8  |
| Empleo a tiempo completo          | 3,0  | 3,8  | 3,9  | 3,4  | 2,7  | 4,3  | 5,3  |
| Tasa de paro (% sobre activos)    | 9,5  | 11,1 | 10,3 | 10,7 | 10,3 | 9,9  | 10,2 |
| <b>Consumo de inputs</b>          |      |      |      |      |      |      |      |
| Cemento                           | 4,7  | 4,8  | 3,7  | 5,6  | 2,8  | 4,1  | 2,3  |
| <b>Trabajos realizados</b>        |      |      |      |      |      |      |      |
| Edificación                       | 7,4  | 4,4  | 2,5  | 3,8  | 1,9  | 1,9  | ...  |
| Obra civil                        | 3,1  | 3,0  | 1,0  | 7,3  | -2,1 | -1,2 | ...  |
| Total                             | 5,6  | 3,9  | 2,1  | 4,9  | 0,7  | 1,2  | ...  |
| <b>Nueva contratación</b>         |      |      |      |      |      |      |      |
| Obra civil                        | 13,4 | 15,3 | 11,9 | 26,6 | 5,4  | 5,4  | ...  |
| Total                             | 16,5 | 10,3 | 7,2  | 14,5 | 0,8  | 6,4  | ...  |
| <b>Costes</b>                     |      |      |      |      |      |      |      |
| Mano de obra                      | 2,9  | 4,4  | 3,9  | 3,8  | 4,5  | 3,9  | 3,5  |
| Materiales                        | 0,4  | 0,8  | 5,6  | 0,0  | 5,6  | 7,4  | 9,6  |
| Total                             | 1,5  | 2,2  | 5,0  | 1,7  | 5,4  | 6,1  | 6,9  |

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

**Mejor tono del sector en España que en la zona del euro.**

La expansión de la construcción en España fue claramente superior a la del conjunto de la zona del euro, donde el valor añadido bruto aumentó un 0,8%. El bajo tono de la actividad en el ámbito de los países de la Unión Europea se debió al notable estancamiento de los Países Bajos y Francia y al retroceso en Alemania y Portugal, un 4,0% y un 2,2% respectivamente. Por el contrario, en el Reino Unido, Irlanda, Bélgica y alguno de los países de nuevo acceso, el crecimiento del sector fue incluso mayor que en España.

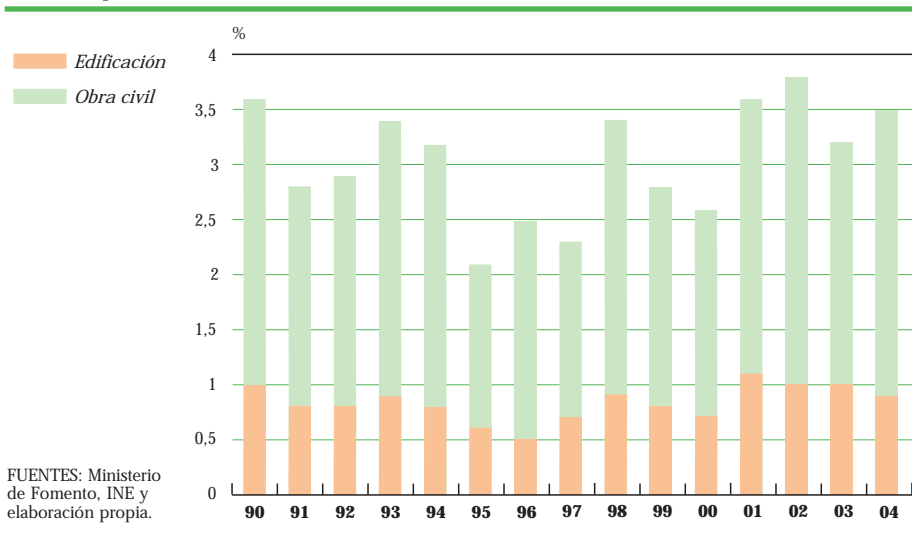
**La demanda del sector público representa un 23% de la producción y crece por encima de la del sector privado.**

La actividad constructora en España se apoyó en la demanda del sector público, que creció un 6%, dos puntos por encima del incremento registrado por la del sector privado, según la asociación empresarial del sector, SEOPAN. La demanda del sector público, principalmente constituida por obra civil, representó el 23% de los 144.700 millones de euros en que esta fuente cifra la producción interna del sector en 2004. La demanda del sector privado, el 77% restante, se concentró principalmente en la edificación. Dentro de la edificación, el segmento básico de actividad fue la vivienda, pues el valor de la edificación no residencial fue significativamente inferior. El resto correspondió, prácticamente en su totalidad, a la rehabilitación y mantenimiento, segmento que absorbió la cuarta parte de la producción del sector.

**La fortaleza de la demanda de obra pública se mantendrá, a tenor del aumento de la licitación oficial.**

La fortaleza de la demanda de obra pública deberá mantenerse a medio plazo a tenor de las perspectivas de contratación de obra pública. En efecto, según el Ministerio de Fomento, la licitación oficial aumentó un 24,2% en 2004 alcanzando los 28.208 millones de euros, es decir, un 3,5% del PIB, tres décimas más que en 2003 y uno de los porcentajes más elevados de los últimos quince años.

**LA LICITACIÓN PÚBLICA CRECE EN 2004 POR LA OBRA CIVIL**  
Licitación pública sobre el PIB



**La obra civil, principalmente carreteras, ferrocarriles y puertos, concentra la licitación en 2004.**

El núcleo fundamental de la licitación de las distintas administraciones públicas y de sus organismos y empresas correspondió a obra civil. En efecto, en 2004 la obra civil supuso el 73,6% de la licitación total. Carreteras, ferrocarriles y puertos absorbieron la mayor parte de los recursos, según el Ministerio de Fomento. Los incrementos más intensos se dieron en obras de mejora de la infraestructura eléctrica, puertos e instalaciones deportivas. Al margen de la obra civil, la mayor parte de la licitación correspondió a la edificación no residencial, el 18,6% del total, mientras que el resto correspondió a la residencial, con un importe de 2.187 millones de euros, un 30,9% superior al del año anterior.

**Se modera la edificación no residencial y la rehabilitación, pero se recupera la vivienda.**

En el ámbito de la demanda del sector privado, la edificación no residencial registró un crecimiento muy modesto, en torno al 1,0% real según SEOPAN. La rehabilitación y el mantenimiento, por otro lado, presentó un crecimiento del 2,5%, medio punto menos que en el año anterior. El subsector de edificación residencial, por su parte, mejoró sensiblemente, de manera que la producción interna real creció un 5,0%, dos puntos por encima del año anterior.

## Vivienda

**La actividad inmobiliaria presenta una solidez notable...**

El buen tono del segmento de la vivienda se confirma en la evolución de los indicadores disponibles, aunque la falta de referencia a todo el ejercicio en la mayor parte de los casos no permite ser totalmente concluyente. Con todo, desde el punto de vista de la actividad propiamente dicha, los datos del primer semestre de 2004 apuntan a un ejercicio brillante, con un incremento del número de viviendas en construcción del 8,9%, superior en casi cuatro puntos al del año anterior.

### INDICADORES DEL MERCADO DE LA VIVIENDA

Variación porcentual si no se indica otra cosa

|  | 2002  | 2003  | 2004  | 2004  |       |       |       |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|  |       |       |       | I     | II    | III   | IV    |
| <b>Visados dirección de obra</b>                 |       |       |       |       |       |       |       |
| Presupuestos de ejecución (obra nueva)           | 9,2   | 25,0  | 14,7  | 13,1  | 17,0  | 21,7  | 7,5   |
| Presupuestos de ejecución (reforma y ampliación) | -3,4  | 17,1  | 7,1   | -22,2 | 10,2  | 17,0  | 12,8  |
| Superficie obra nueva                            | 4,1   | 19,9  | 9,9   | 8,1   | 11,5  | 16,9  | 3,4   |
| <b>Licencias de obra</b>                         |       |       |       |       |       |       |       |
| Metros cuadrados obra nueva                      | -7,7  | 2,8   | 9,9   | 13,1  | 2,4   | 15,0  | ...   |
| Viviendas  | 2,6   | 15,1  | 11,4  | 13,0  | 5,1   | 16,7  | ...   |
| <b>Viviendas iniciadas</b>                       |       |       |       |       |       |       |       |
| Miles de unidades                                | 543   | 622   | 494   | 162   | 167   | 165,0 | ...   |
| Variación anual                                  | 3,7   | 14,6  | 4,6   | 15,5  | 12,5  | -11,8 | ...   |
| <b>Viviendas en construcción</b>                 |       |       |       |       |       |       |       |
| Miles de unidades                                | 1.396 | 1.473 | 1.571 | 1.558 | 1.585 | ...   | ...   |
| Variación anual                                  | 0,0   | 5,5   | 8,9   | 8,4   | 9,3   | ...   | ...   |
| <b>Viviendas terminadas</b>                      |       |       |       |       |       |       |       |
| Miles de unidades                                | 520   | 506   | 423   | 128,7 | 145,1 | 148,7 | ...   |
| Variación anual                                  | 2,9   | -2,6  | 9,6   | 1,9   | 7,9   | 19,2  | ...   |
| <b>Inversión extranjera en inmuebles</b>         | 27,7  | 16,7  | -5,4  | -7,9  | 9,1   | -5,8  | -16,8 |
| <b>Crédito hipotecario total</b>                 | 19,5  | 22,4  | 24,4  | 24,0  | 24,3  | 24,6  | 24,7  |
| <b>Crédito a los hogares para vivienda</b>       | 17,9  | 17,6  | 22,9  | 22,0  | 22,9  | 23,7  | 23,2  |
| <b>Tipos interés préstamos vivienda</b>          | 4,9   | 3,7   | 3,4   | 3,5   | 3,3   | 3,4   | 3,4   |
| <b>Precio m<sup>2</sup> vivienda nueva</b>       | 16,8  | 15,9  | 16,5  | 15,5  | 16,7  | 16,7  | 17,1  |

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

**...pero los indicadores adelantados apuntan a una desaceleración de la actividad.**

Algo menos intenso se revela el panorama para el futuro inmediato, a tenor de los indicadores más adelantados. Los visados de dirección de obra muestran una notable desaceleración pese a crecer todavía con intensidad, un 9,9% en el conjunto de 2004 atendiendo a la superficie de obra nueva. En esta misma línea se mueven las viviendas iniciadas, que en el conjunto de los nueve primeros meses crecieron un 4,6%, frente al 14,6% de 2003, por el brusco descenso de este indicador en el tercer trimestre. Las licencias de obra, paso posterior al visado y anterior al inicio de obra, muestran también una cierta moderación de su crecimiento en unidades en los nueve primeros meses del año.

**Esta tendencia es muy dispar por comunidades.**

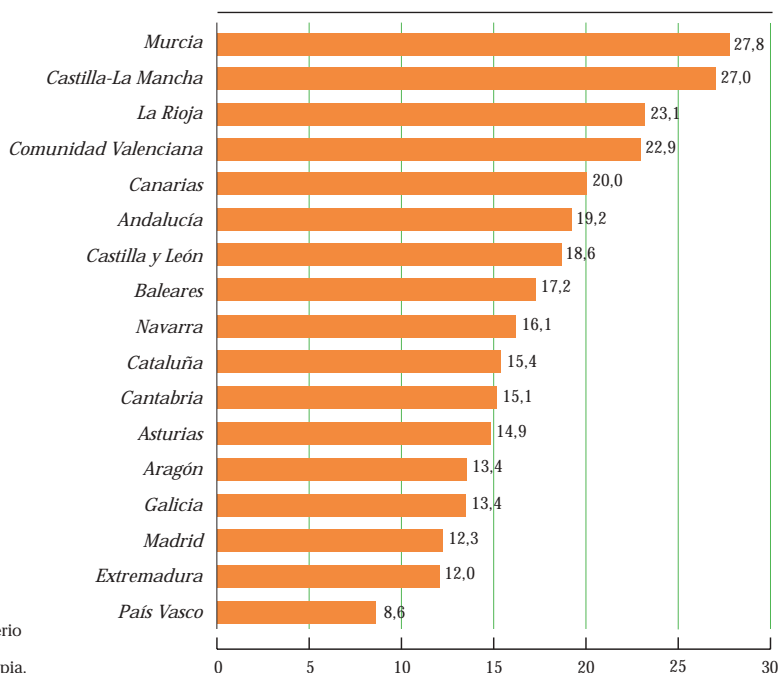
**Murcia visa 28 viviendas por 1.000 habitantes, el triple que el País Vasco.**

Por comunidades autónomas, el panorama de la vivienda ha sido muy dispar. Atendiendo a los proyectos visados en los colegios de arquitectos, los mayores crecimientos se dieron en Baleares y Canarias, donde el mercado había declinado intensamente en los dos años precedentes. Caso aparte lo constituye Castilla-La Mancha, región donde el incremento fue muy elevado por segundo año consecutivo, casi un 50%. Por el contrario, comunidades como Andalucía, Valencia, Madrid y País Vasco vieron disminuir el número de visados tras haber alcanzado cifras espectaculares el año precedente, al menos en los tres primeros casos.

Más allá del incremento relativo en el número de visados, distorsionado en algunos casos por su bajo nivel absoluto, destaca la intensidad relativa de la actividad en determinadas comunidades. Así, Murcia, Castilla-La Mancha, Comunidad Valenciana, Canarias y Andalucía superaron la media española situada en 17 visados por mil habitantes, en parte gracias al creciente atractivo turístico de algunas de esas zonas. En el extremo opuesto, el País Vasco quedó prácticamente en la mitad de ese valor, y también en cotas relativamente bajas, en torno a 12 visados, Madrid y Extremadura.

#### MURCIA Y CASTILLA-LA MANCHA, A LA CABEZA EN NUEVAS VIVIENDAS

Viviendas visadas por 1.000 habitantes en 2004



FUENTES: Ministerio de Fomento, INE y elaboración propia.

**Los precios de la vivienda crecen un 17% en 2004, sin apenas señales de moderación.**

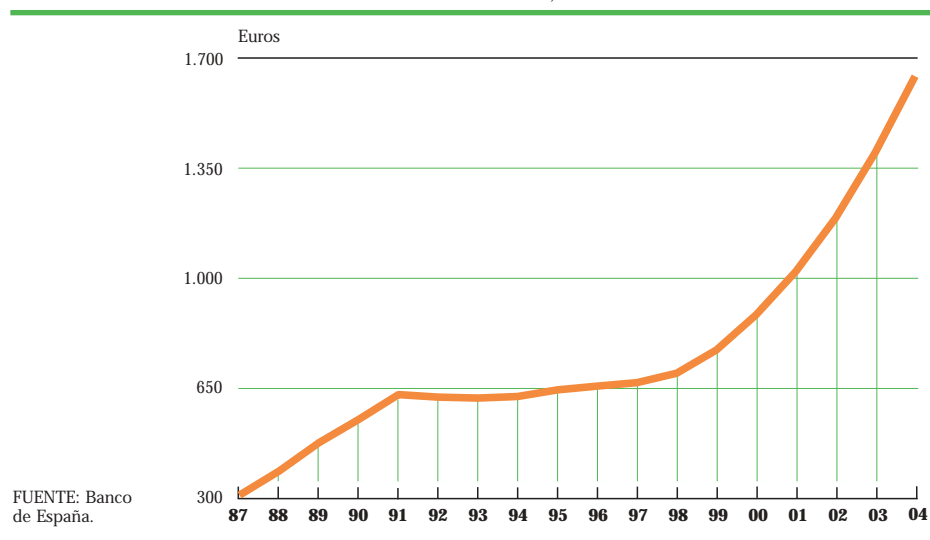
El elevado tono del mercado de la vivienda en 2004 fue acompañado, como en ejercicios anteriores, por alzas de precios importantes. Según el Banco de España, los precios de la vivienda aumentaron un 17,3% en promedio en España aunque con un crecimiento algo mayor en el segmento de la vivienda usada que en la nueva. Los incrementos fueron muy similares por tipología de núcleos urbanos, aunque en las ciudades de



mayor tamaño y en los municipios costeros menores de 50.000 habitantes fueron algo más intensos.

## EL PRECIO DE LA VIVIENDA SE MULTIPLICA

Precio medio del metro cuadrado de la vivienda tasada, total nacional



**Factores demográficos y sociales impulsan el crecimiento del número de hogares y con él, de la demanda de vivienda.**

El dinamismo sostenido del mercado inmobiliario se explica por la interacción de una serie de factores demográficos, sociales, económicos y financieros que conjuntamente han propiciado un entorno favorable para la demanda. En el ámbito demográfico y social, el incremento de la población, apoyado en una elevada corriente inmigratoria, la llegada a la edad madura de la generación de los años sesenta y principios de los setenta, una cierta estabilización en la edad de emancipación de los jóvenes o el aumento de los divorcios y separaciones han acelerado la creación de nuevos hogares.

**El tono económico y del empleo favorecen la mejora de la renta y de las expectativas de los hogares.**

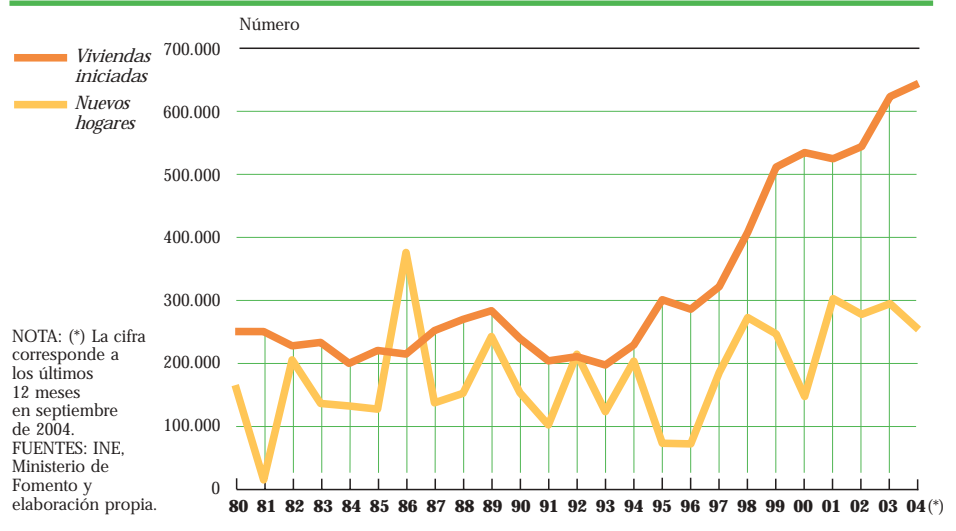
En el plano económico, la continuidad en 2004 del proceso de creación de empleo también ha sido un buen substrato para la demanda de vivienda, en particular por la creciente incorporación de la mujer al mercado de trabajo. Por otra parte, la mejora de los salarios reales y también de las rentas de la propiedad han contribuido a ampliar la renta de las familias y, por tanto, su capacidad adquisitiva.

**La recuperación de la riqueza familiar en 2004 también constituye un factor de impulso de demanda.**

Junto a la mejora de la renta disponible por hogar, también la mejora de la riqueza financiera durante 2004 ha sido un punto de apoyo importante para la demanda de vivienda, tanto por su componente psicológico como por la incidencia sobre la capacidad de endeudamiento. Según datos del Banco de España, la riqueza financiera neta de los hogares, favorecida por la recuperación bursátil de 2004, aumentó un 7,8%. De este modo, la riqueza neta por hogar (descontadas las deudas) se situó en 51.055 euros un 5,7% más que en 2003.

## SE ENSANCHA LA BRECHA TEÓRICA ENTRE NUEVOS HOGARES E INICIO DE VIVIENDAS

Viviendas iniciadas y nuevos hogares

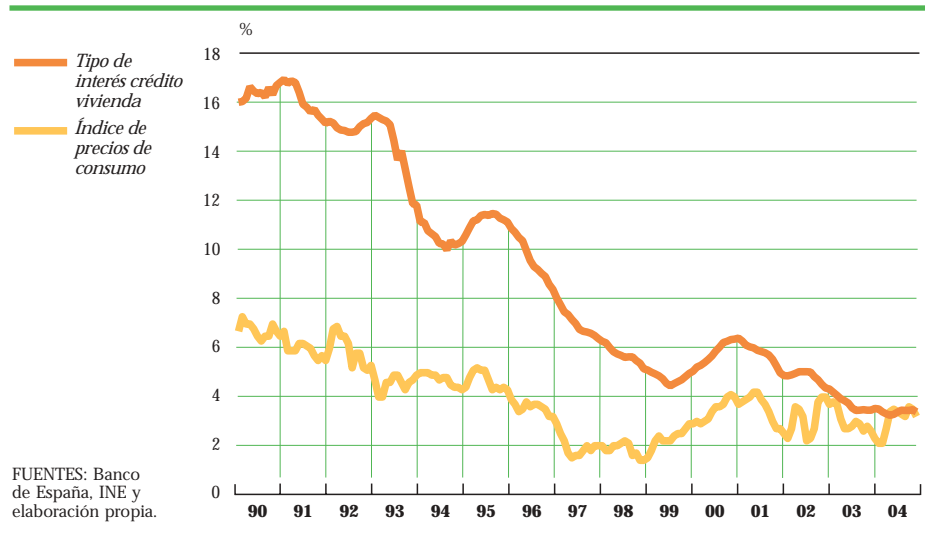


**Los tipos de interés, inferiores a la tasa de inflación, alargan el ciclo del mercado de la vivienda.**

En el ámbito monetario, las condiciones de acceso al crédito han continuado con su laxitud y los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda, según datos del Banco de España, se han situado por debajo de la inflación en 2004 por primera vez. En efecto, el coste del crédito fue de un 3,0% en media anual, cuatro décimas menos que la inflación en el mismo periodo.

## LOS TIPOS DE INTERÉS PARA LA COMPRA DE VIVIENDA CAEN POR DEBAJO DE LA INFLACIÓN

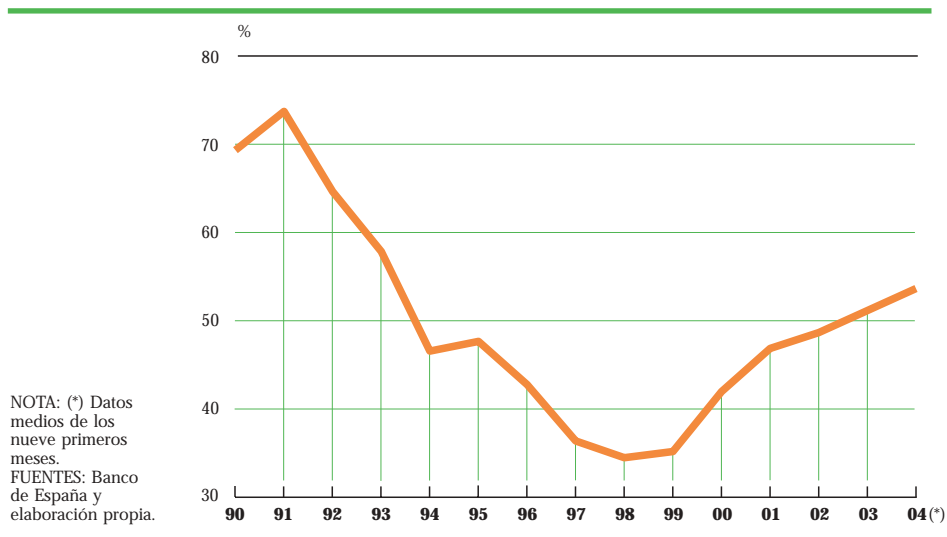
Tasas anuales



**El saldo de crédito de las familias para adquisición de vivienda llega al 45% del PIB, pero la proporción de dudosos es mínima.**

La mejora de las condiciones de acceso al crédito ha favorecido la expansión del endeudamiento familiar. Según datos del Banco de España, el saldo vivo de crédito a los hogares para la adquisición y rehabilitación de vivienda ascendía al 44,9% del PIB en el tercer trimestre de 2004. Este porcentaje era casi cinco puntos superior al de final de 2003 y muy superior al 11,3% en 1990. Pese a ello, la proporción de créditos de dudoso cobro se hallaba en cotas mínimas, concretamente en un 0,33% del total.

**EL ESFUERZO TEÓRICO PARA ADQUIRIR UNA VIVIENDA AUMENTA**  
Cuota anual del crédito en porcentaje sobre el coste salarial



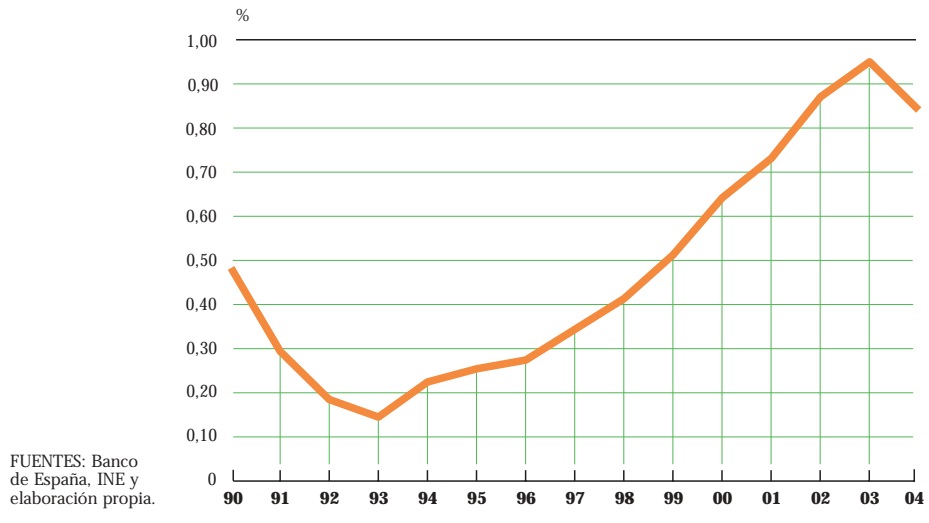
**El esfuerzo que deben hacer las familias para atender el pago de las hipotecas alcanza el mayor valor en diez años.**

Este notable aumento del apalancamiento familiar, derivado principalmente de los mayores precios pagados en la compra de la vivienda, ha incidido en la capacidad de afrontar los pagos derivados de la devolución del crédito. Según datos del Banco de España, el esfuerzo teórico para afrontar el pago de la deuda hipotecaria continuó ascendiendo hasta situarse en un 55,5% del salario medio en el tercer trimestre de 2004, cuatro puntos y una décima más que en el último trimestre de 2003 y el valor más elevado de los diez últimos años. Con todo, las cotas actuales no llegan a los niveles de esfuerzo de la primera mitad de los noventa, cuando atender al pago de las cuotas hipotecarias requería disponer teóricamente de algo más del 70% de los ingresos salariales medios.

**La demanda extranjera se contrae, pero es todavía muy elevada.**

A diferencia de años anteriores, las compras de viviendas y otros inmuebles por parte de extranjeros se han moderado en 2004 desde las altas cotas alcanzadas previamente. La inversión extranjera por este concepto alcanzó una cifra de 6.674 millones de euros, un 5,4% menos que el año anterior, lo que hace presuponer que, vista el alza de precios en el sector, la demanda real decayó sustancialmente. Con todo, la inversión extranjera en inmuebles se situó en un 0,8% del PIB, el tercer porcentaje más elevado de la historia.

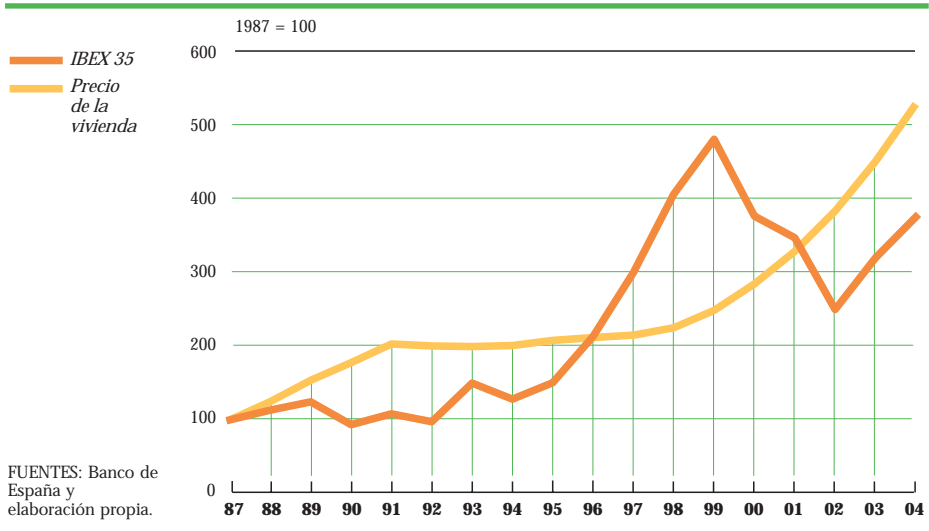
LA INVERSIÓN EXTRANJERA EN INMUEBLES DECAE EN 2004  
Inversiones extranjeras en inmuebles con relación al PIB



**La bolsa gana atractivo frente al mercado inmobiliario, pero todavía no alcanza su rentabilidad.**

Por último, ya por segundo año consecutivo, el mercado de renta variable ha recuperado atractivo frente al mercado inmobiliario en términos de inversión, aunque éste ha generado todavía rendimientos algo superiores. Según el Banco de España, la rentabilidad acumulada en concepto de alquiler más la revalorización por precio llegó al 19,8% en 2004 para la vivienda, tasa algo superior al avance de la bolsa en el mismo periodo y, por descontado, bastante alejada de la rentabilidad de otros activos financieros y monetarios o fondos de inversión. Además, en los últimos años, salvo en periodos determinados, la inversión en vivienda ha sido más rentable que la realizada en una cartera de renta variable estructurada conforme al IBEX 35.

LA BOLSA RECUPERA ATRACTIVO COMO INVERSIÓN  
Y LA VIVIENDA LO MANTIENE  
Rentabilidad acumulada



*Perspectivas de moderación suave de la demanda en el mercado de la vivienda.*

Las perspectivas del mercado de la edificación residencial en el corto plazo dependen de los principales factores de demanda analizados anteriormente. Desde la perspectiva demográfica, social y económica, la situación a medio plazo se prevé relativamente estable aunque con algo menos de fuerza que en el pasado. Los mercados financieros, por otra parte, no se espera que vayan a experimentar altibajos importantes respecto al pasado inmediato y, por tanto, pueden constituir una alternativa a la inversión en inmuebles. Por otra parte, las expectativas de subidas de tipos son muy moderadas y difícilmente frenarían la demanda, aunque hay que tener en cuenta que el endeudamiento de las familias es ya muy elevado. En definitiva, las perspectivas apuntan a una desaceleración suave del sector inmobiliario en los próximos trimestres, mientras que el resto de la actividad del sector de la construcción experimentará un perfil similar.

# SISTEMA BANCARIO

## RECURSOS AJENOS DEL SISTEMA BANCARIO

Saldos a 31-12-2004 en millones de euros

| Instituciones                  | Saldo            |                |              | Cuota        |              |              |
|--------------------------------|------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                | 31-12-2004       | 31-12-2003     | Variación %  | 31-12-2004   | 31-12-2003   | Variación    |
| <b>Banca</b>                   | <b>493.736</b>   | <b>435.293</b> | <b>13,43</b> | <b>46,52</b> | <b>46,83</b> | <b>-0,31</b> |
| <b>Cajas de ahorros</b>        | <b>514.336</b>   | <b>448.571</b> | <b>14,66</b> | <b>48,46</b> | <b>48,25</b> | <b>0,21</b>  |
| <b>Cooperativas de crédito</b> | <b>53.255</b>    | <b>45.739</b>  | <b>16,43</b> | <b>5,02</b>  | <b>4,92</b>  | <b>0,10</b>  |
| <b>Total</b>                   | <b>1.061.326</b> | <b>929.603</b> | <b>14,17</b> | <b>100</b>   | <b>100</b>   |              |

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

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

## RANKING DE LOS PRINCIPALES GRUPOS BANCARIOS Y DE CAJAS POR RECURSOS AJENOS

Saldos a 31-12-2004 en millones de euros

| Grupos consolidados  | Saldo a 31-12-2004 | Saldo a 31-12-2003 | Variación s/diciembre 2003 | % variación s/diciembre 2003 |
|--|--------------------|--------------------|----------------------------|------------------------------|
| <b>1 Santander Central Hispano <sup>(1)</sup></b>                    | <b>398.047,0</b>   | <b>364.787,9</b>   | <b>33.259,1</b>            | <b>9,12</b>                  |
| <b>2 Banco Bilbao Vizcaya Argentaria</b>                             | <b>199.485,3</b>   | <b>182.831,2</b>   | <b>16.654,1</b>            | <b>9,11</b>                  |
| <b>3 Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona</b>                    | <b>104.464,9</b>   | <b>91.214,0</b>    | <b>13.250,9</b>            | <b>14,53</b>                 |
| <b>4 C. A. y M. P. de Madrid</b>                                     | <b>68.512,2</b>    | <b>60.831,3</b>    | <b>7.680,9</b>             | <b>12,63</b>                 |
| <b>5 Banco Popular Español</b>                                       | <b>46.109,6</b>    | <b>37.464,0</b>    | <b>8.645,6</b>             | <b>23,08</b>                 |
| <b>6 Banco Sabadell <sup>(2)</sup></b>                               | <b>33.748,2</b>    | <b>30.794,4</b>    | <b>2.953,8</b>             | <b>9,59</b>                  |
| <b>7 Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante</b>           | <b>30.673,4</b>    | <b>24.268,6</b>    | <b>6.404,8</b>             | <b>26,39</b>                 |
| <b>8 Caja de Ahorros de Cataluña</b>                                 | <b>24.554,2</b>    | <b>21.969,6</b>    | <b>2.584,6</b>             | <b>11,76</b>                 |
| <b>9 Caja de Ahorros del Mediterráneo</b>                            | <b>23.604,1</b>    | <b>20.057,8</b>    | <b>3.546,3</b>             | <b>17,68</b>                 |
| <b>10 Bankinter</b>  | <b>19.873,6</b>    | <b>17.992,4</b>    | <b>1.881,2</b>             | <b>10,46</b>                 |
| <b>11 C. A. y M. P. de Zaragoza, Aragón y Rioja</b>                  | <b>17.824,3</b>    | <b>15.838,5</b>    | <b>1.985,7</b>             | <b>12,54</b>                 |
| <b>12 Caja de Ahorros de Galicia</b>                                 | <b>16.994,2</b>    | <b>15.643,0</b>    | <b>1.351,2</b>             | <b>8,64</b>                  |
| <b>13 M. P. y C. A. de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera</b> | <b>16.219,8</b>    | <b>14.041,8</b>    | <b>2.178,0</b>             | <b>15,51</b>                 |
| <b>14 Bilbao Bizkaia Kutxa</b>                                       | <b>13.514,7</b>    | <b>12.571,3</b>    | <b>943,5</b>               | <b>7,51</b>                  |
| <b>15 Caixa de Aforros de Vigo, Ourense e Pontevedra</b>             | <b>12.815,9</b>    | <b>11.189,0</b>    | <b>1.626,9</b>             | <b>14,54</b>                 |
| <b>16 Caja España de Inversiones, C. A. y M. P.</b>                  | <b>12.157,4</b>    | <b>10.915,1</b>    | <b>1.242,3</b>             | <b>11,38</b>                 |
| <b>17 Caja de Ahorros de Salamanca y Soria</b>                       | <b>10.954,0</b>    | <b>10.230,5</b>    | <b>723,6</b>               | <b>7,07</b>                  |
| <b>18 Banco Pastor</b>   | <b>10.487,6</b>    | <b>8.496,9</b>     | <b>1.990,7</b>             | <b>23,43</b>                 |
| <b>19 Caja de Ahorros del Penedés</b>                                | <b>9.895,3</b>     | <b>7.501,5</b>     | <b>2.393,7</b>             | <b>31,91</b>                 |
| <b>20 Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha</b>                      | <b>9.874,9</b>     | <b>8.214,8</b>     | <b>1.660,1</b>             | <b>20,21</b>                 |

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

(1) El saldo de recursos a diciembre de 2003 incorpora los correspondientes a Abbey National, que se integra en el grupo Santander Central Hispano en el mes de diciembre de 2004.

(2) El saldo de recursos a diciembre de 2003 incorpora los correspondientes a Banco Atlántico, que se integra en el grupo Banco Sabadell en el mes de marzo de 2004.

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

EVOLUCIÓN DE LOS RECURSOS AJENOS DE LAS CAJAS DE AHORROS  
POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS (1)

Cifras consolidadas en millones de euros. A 31 de diciembre de 2004

| Grupos consolidados (2)   | Saldo            |                  | Variación<br>s/diciembre<br>2003 | % variación<br>s/diciembre<br>2003 |
|---|------------------|------------------|----------------------------------|------------------------------------|
|   | 31-12-2004       | 31-12-2003       |                                  |                                    |
| <b>Andalucía</b>  | <b>48.928,9</b>  | <b>42.561,5</b>  | <b>6.367,4</b>                   | <b>14,96</b>                       |
| M. P. y C. A. de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga<br>y Antequera - Unicaja | 16.219,8         | 14.041,8         | 2.178,0                          | 15,51                              |
| C. A. y M. P. de Córdoba - Cajasur                                      | 9.711,1          | 8.358,2          | 1.353,0                          | 16,19                              |
| M. P. y C. A. de Huelva y Sevilla                                       | 9.082,0          | 7.878,1          | 1.203,9                          | 15,28                              |
| Caja General de Ahorros de Granada                                      | 7.124,0          | 6.378,3          | 745,7                            | 11,69                              |
| Caja de Ahorros San Fernando de Sevilla y Jerez                         | 6.347,5          | 5.548,7          | 798,8                            | 14,40                              |
| Caja Provincial de Ahorros de Jaén                                      | 444,4            | 356,4            | 88,1                             | 24,71                              |
| <b>Aragón</b>   | <b>23.089,5</b>  | <b>20.508,0</b>  | <b>2.581,5</b>                   | <b>12,59</b>                       |
| C. A. y M. P. de Zaragoza, Aragón y Rioja - Ibercaja                    | 17.824,3         | 15.838,5         | 1.985,7                          | 12,54                              |
| Caja de Ahorros de la Inmaculada de Aragón                              | 5.265,3          | 4.669,5          | 595,8                            | 12,76                              |
| <b>Asturias</b>   |                  |                  |                                  |                                    |
| Caja de Ahorros de Asturias   | <b>6.314,9</b>   | <b>5.932,6</b>   | <b>382,4</b>                     | <b>6,45</b>                        |
| <b>Baleares</b>   | <b>5.441,5</b>   | <b>4.874,6</b>   | <b>566,9</b>                     | <b>11,63</b>                       |
| C. A. y M. P. de las Baleares - Sa Nostra                               | 5.230,5          | 4.673,1          | 557,5                            | 11,93                              |
| Caja de Ahorros de Pollença «Colonya»                                   | 211,0            | 201,5            | 9,5                              | 4,69                               |
| <b>Canarias</b>   | <b>9.821,2</b>   | <b>8.051,7</b>   | <b>1.769,6</b>                   | <b>21,98</b>                       |
| Caja General de Ahorros de Canarias                                     | 5.722,4          | 4.701,7          | 1.020,7                          | 21,71                              |
| Caja Insular de Ahorros de Canarias                                     | 4.098,8          | 3.350,0          | 748,9                            | 22,35                              |
| <b>Cantabria</b>  |                  |                  |                                  |                                    |
| Caja de Ahorros de Santander y Cantabria                                | <b>4.799,1</b>   | <b>4.403,7</b>   | <b>395,4</b>                     | <b>8,98</b>                        |
| <b>Castilla y León</b>  | <b>36.046,8</b>  | <b>32.588,9</b>  | <b>3.457,8</b>                   | <b>10,61</b>                       |
| Caja España de Inversiones, C. A. y M. P.                               | 12.157,4         | 10.915,1         | 1.242,3                          | 11,38                              |
| Caja de Ahorros de Salamanca y Soria - Caja Duero                       | 10.954,0         | 10.230,5         | 723,6                            | 7,07                               |
| Caja de Ahorros Municipal de Burgos                                     | 5.459,5          | 4.787,8          | 671,7                            | 14,03                              |
| C. A. y M. P. de Segovia  | 2.637,8          | 2.319,7          | 318,1                            | 13,71                              |
| C. A. y M. P. de Ávila  | 2.492,5          | 2.115,0          | 377,4                            | 17,85                              |
| C. A. y M. P. del C.C.O. de Burgos                                      | 2.345,5          | 2.220,8          | 124,8                            | 5,62                               |
| <b>Castilla-La Mancha</b>   | <b>10.708,6</b>  | <b>8.924,6</b>   | <b>1.784,0</b>                   | <b>19,99</b>                       |
| Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha                                   | 9.874,9          | 8.214,8          | 1.660,1                          | 20,21                              |
| Caja de Ahorros Provincial de Guadalajara                               | 833,7            | 709,8            | 123,9                            | 17,46                              |
| <b>Cataluña</b>   | <b>164.725,9</b> | <b>142.373,2</b> | <b>22.352,7</b>                  | <b>15,70</b>                       |
| Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona -<br>"la Caixa"                | 104.464,9        | 91.214,0         | 13.250,9                         | 14,53                              |
| Caja de Ahorros de Cataluña   | 24.554,2         | 21.969,6         | 2.584,6                          | 11,76                              |
| Caja de Ahorros del Penedés   | 9.895,3          | 7.501,5          | 2.393,7                          | 31,91                              |
| Caja de Ahorros de Sabadell   | 5.551,2          | 4.576,5          | 974,8                            | 21,30                              |
| Caja de Ahorros de Terrassa   | 4.766,9          | 4.289,9          | 477,0                            | 11,12                              |
| Caja de Ahorros de Tarragona  | 4.153,8          | 3.595,6          | 558,2                            | 15,53                              |
| Caja de Ahorros Laietana  | 3.943,7          | 3.064,2          | 879,5                            | 28,70                              |
| Caja de Ahorros de Girona   | 3.444,2          | 2.915,5          | 528,7                            | 18,13                              |
| Caja de Ahorros de Manresa  | 2.554,0          | 2.067,3          | 486,8                            | 23,55                              |
| Caja de Ahorros Comarcal de Manlleu                                     | 1.397,7          | 1.179,1          | 218,6                            | 18,54                              |

| Grupos consolidados (2)  | Saldo            |                  | Variación<br>s/diciembre<br>2003 | % variación<br>s/diciembre<br>2003 |
|--|------------------|------------------|----------------------------------|------------------------------------|
|  | 31-12-2004       | 31-12-2003       |                                  |                                    |
| <b>Comunidad Valenciana</b>                                    | <b>54.867,9</b>  | <b>44.826,7</b>  | <b>10.041,2</b>                  | <b>22,40</b>                       |
| Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante -<br>Bancaja | 30.673,4         | 24.268,6         | 6.404,8                          | 26,39                              |
| Caja de Ahorros del Mediterráneo - CAM                         | 23.604,1         | 20.057,8         | 3.546,3                          | 17,68                              |
| C. A. y M. P. de Ontinyent                                     | 590,4            | 500,4            | 90,1                             | 18,00                              |
| <b>Extremadura</b>   | <b>6.343,8</b>   | <b>5.630,7</b>   | <b>713,2</b>                     | <b>12,67</b>                       |
| C. A. y M. P. de Extremadura                                   | 3.873,2          | 3.433,6          | 439,6                            | 12,80                              |
| M. P. y Caja General de Ahorros de Badajoz                     | 2.470,7          | 2.197,1          | 273,6                            | 12,45                              |
| <b>Galicia</b>   | <b>29.810,1</b>  | <b>26.832,0</b>  | <b>2.978,1</b>                   | <b>11,10</b>                       |
| Caja de Ahorros de Galicia                                     | 16.994,2         | 15.643,0         | 1.351,2                          | 8,64                               |
| Caixa de Aforros de Vigo, Ourense e Pontevedra -<br>Caixanova  | 12.815,9         | 11.189,0         | 1.626,9                          | 14,54                              |
| <b>La Rioja</b>  |                  |                  |                                  |                                    |
| Caja de Ahorros de La Rioja                                    | <b>1.871,0</b>   | <b>1.698,1</b>   | <b>172,9</b>                     | <b>10,18</b>                       |
| <b>Madrid</b>  |                  |                  |                                  |                                    |
| C. A. y M. P. de Madrid  | <b>68.512,2</b>  | <b>60.831,3</b>  | <b>7.680,9</b>                   | <b>12,63</b>                       |
| <b>Murcia</b>  |                  |                  |                                  |                                    |
| Caja de Ahorros de Murcia                                      | <b>8.424,7</b>   | <b>7.114,9</b>   | <b>1.309,8</b>                   | <b>18,41</b>                       |
| <b>Navarra</b>   |                  |                  |                                  |                                    |
| C. A. y M. P. de Navarra                                       | <b>8.050,5</b>   | <b>7.252,3</b>   | <b>798,2</b>                     | <b>11,01</b>                       |
| <b>País Vasco</b>  | <b>27.764,5</b>  | <b>25.316,3</b>  | <b>2.448,2</b>                   | <b>9,67</b>                        |
| Bilbao Bizkaia Kutxa - BBK                                     | 13.514,7         | 12.571,3         | 943,5                            | 7,51                               |
| C. A. y M. P. de Guipúzkoa y San Sebastián - Kutxa             | 9.662,4          | 8.686,4          | 975,9                            | 11,24                              |
| Caja de Ahorros de Vitoria y Álava - Vital                     | 4.587,4          | 4.058,6          | 528,8                            | 13,03                              |
| <b>Total Grupos de Cajas de Ahorros</b>                        | <b>515.521,3</b> | <b>449.721,0</b> | <b>65.800,3</b>                  | <b>14,63</b>                       |

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

(2) Excepto en el caso de C. A. y M. P. de Ontinyent y Caja de Ahorros de Pollença «Colonya», que no tienen grupo consolidado.

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



---

## PUBLICACIONES DEL SERVICIO DE ESTUDIOS

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

### **INFORME MENSUAL**

Informe sobre la situación económica

### **MONTHLY REPORT**

Versión inglesa del Informe Mensual

### **ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 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
-