

Situació

Servicio de Estudios

Juliol 2004



Un entorn poc vigorós
Els serveis alimenten el diferencial d'inflació
La indústria, mancada d'inversió
Catalunya: el repte és l'obertura
Nova IED, immigració estrangera directa

Index

Data de tancament: 5 de juliol de 2004

1 Valoració global	1
2 Economia espanyola	3
3 Economia catalana	7
Requadre: "Immigració estrangera, substitutiva o complementària?"	16
Requadre: "Enquesta sobre l'Activitat Econòmica BBVA: 1er trimestre 2004"	18

Han elaborat aquesta publicació:

David Taguas

Pep Ruiz

Ignacio San Martín

Manuel Balmaseda

Silvia Holgado

34 91 374 40 74

34 91 537 48 90

34 91 374 33 31

ruiz.aguirre@grupobbva.com

jsanmartin@grupobbva.com

m.balmased@grupobbva.com

silvia.holgado@grupobbva.com

1. Valoració global

En el millor moment del creixement?

Les perspectives sobre l'activitat global per al 2004 han millorat en els últims mesos. Només l'economia europea ha quedat endarrerida en aquest procés, com a conseqüència de l'impacte negatiu de l'apreciació acumulada de l'euro en la competitivitat, que afegeix riscos a la baixa a un creixement de la demanda interna que ja venia essent molt fràgil.

A la resta d'àrees les perspectives han millorat significativament. Als EUA, després d'un creixement de l'activitat del 6% en el segon semestre del 2003, s'espera que en aquest primer semestre s'assoleixin xifres de l'entorn del 4%. Previsiblement en la segona meitat de l'any es moderarà el creixement, tant pel caràcter transitori d'alguns dels factors que l'estan impulsant, entre els que destaquen la reducció d'impostos o els baixos tipus d'interès, com pel resultat de l'impacte negatiu sobre l'activitat que pot derivar-se de nous factors com l'augment de preu del petroli. En qualsevol cas, per a mantenir un ritme d'activitat elevat serà clau l'evolució de la inversió. En aquest sentit, convé considerar la important recuperació dels beneficis empresarials i el fet de que la majoria de les empreses americanes utilitzin la millora de les condicions de finançament per a reduir els seus nivells d'endeutament, facilitant un augment de la despesa en capital que actualment es situa en ritmes de creixement de dos dígits. En aquesta economia, s'aprecien a més signes de reactivació de l'ocupació, la variable que més retard havia mostrat en aquesta recuperació, el que ha permès l'inici d'un cicle alcista de tipus. Efectivament, la Reserva Federal dels EUA situà al mes de juny els tipus d'interès en l'1,25% augmentant-los en un quart de punt, en un moviment àmpliament descomptat pel mercat.

A Àsia, tot assenyala un creixement superior a l'esperat durant els primers mesos del 2004: la Xina, amb un creixement proper als dos dígits en el primer trimestre, es consolida con el motor regional, mentre augmenten les perspectives de que Japó abandoni l'espiral de recessió-deflació, donada la major fortalesa d'un creixement recolzat en les exportacions i la despesa en capital. La millora de l'economia dels Estats Units, al seu torn, ha enfortit el dòlar, reduint la necessitat d'intervenir al mercat canviari per a evitar l'apreciació del ien, el que situa en una posició més confortable a les autoritats japoneses. En conjunt, la regió asiàtica mostra un dinamisme notable que es tradueix en un augment de la demanda de primeres matèries, els preus de les quals s'han elevat significativament i de forma estructural davant l'entrada de nous demandants al mercat internacional. Aquest fet, juntament amb la demanda des dels Estats Units i les condicions favorables de liquiditat, impulsen revisions a l'alça de les previsions del creixement per 2004 en una altra regió, l'Amèrica Llatina. El començament del cicle alcista de tipus als EUA es configura a curt termini com el principal factor de risc per als mercats emergents, com ha demostrat l'ajust dels diferencials de deute d'aquests països davant el recent canvi d'expectatives de política monetària.

En aquest context de millora de l'activitat, i amb la confirmació de les restriccions d'oferta imposades per l'OPEP al mercat del petroli, es generen expectatives d'augment de la inflació, com reflecteix el rebot en les taxes d'inflació descomptades dels bons indexats. Un indicador que, tot i estar afectat per qüestions tècniques, sembla aproximar amb prou fiabilitat el balanç de riscos en la inflació¹. Des de l'inici de l'any, les previsions d'inflació per al conjunt dels països industrialitzats s'han revista a l'alça.

En aquest entorn es justifica l'augment de les rendibilitats del deute als EUA, com a resposta a l'augment de les pressions inflacionistes i a

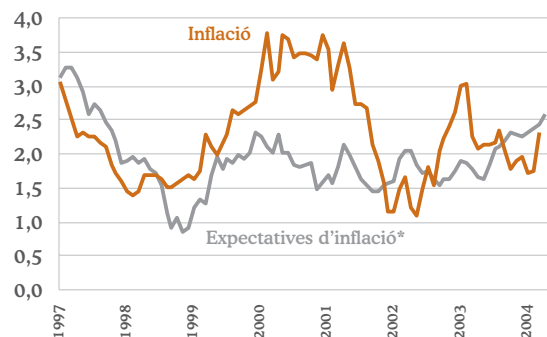
Quadre 1.1. Previsions de creixement
En taxa interanual

	2002	2003	2004	2005
OCDE	1,7	2,1	3,2	2,9
EUA	2,2	3,1	4,1	3,3
UEM	0,9	0,4	1,7	2,3
Japó	-0,3	2,6	3,7	2,6
Països en desenvolupament	4,4	5,8	5,9	5,6
Països en transició	4,9	6,4	5,4	4,9
MÓN	3,0	3,9	4,4	4,1

Font: FMI i BBVA

Gràfic 1.1.

EUA. Expectatives d'inflació i inflació actual

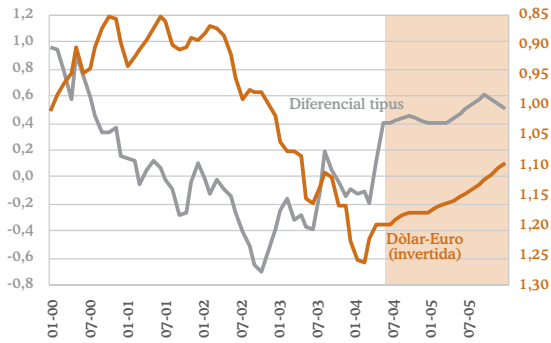


* Descomptades pels bons indexats a la inflació
Font: Departament d'Ocupació i Tresor dels EUA

¹ Vegi's, al respecte, FMI (2004): "Informe de Estabilidad Financiera" i especialment BCE (2004): "Evolució recent de les expectatives d'inflació a llarg termini", Informe mensual, abril.

Gràfic 1.2.

Tipus de canvi dòlar-euro i diferencial de tipus EUA-UEM



Font: Reserva Federal i BBVA

l'elevat creixement, i per l'alentiment de les compres de deute per part dels bancs centrals asiàtics.

Sembla clar, en qualsevol cas, que amb el moviment a l'alça dels tipus d'interès de llarg termini als EUA s'està corregint la sobrevaloració que mostrava el deute en els últims anys. La qüestió clau per als propers mesos és, per tant, la magnitud i velocitat de la recuperació de rendibilitats addicional que es pugui produir. Aquest fet està vinculat amb les perspectives d'evolució dels fons federals als EUA, que al seu torn dependran del comportament del mercat laboral, de la inflació i de la percepció sobre els riscos potencials en les variables financeres del manteniment d'una situació d'elevada liquiditat. En un entorn d'elevada incertesa sobre la sostenibilitat del creixement i amb la cautela sobre la recuperació del mercat laboral americà i sobre l'impacte dels guanys de productivitat pendents en aquesta economia, és previsible que la Reserva Federal sigui gradual en els seus augments de tipus, el que portaria a augments dels tipus d'interès fins a l'1,5% a finals d'any. Així, la rendibilitat del 10 anys té un recorregut a l'alça limitat, amb un objectiu del 5,1% per a finals d'aquest any. Els riscos, sens dubte, s'acumulen a favor d'augments més intensos, sobretot considerant la situació fiscal o possibles sorpreses en els augments de preus.

El principal risc per l'activitat en aquests moments és que la combinació de tipus d'interès més alts, augmentant a un ritme superior al descrit anteriorment (tal i com descompten els mercats de futurs), de l'augment del preu del petroli i d'un fre en el creixement d'algunes de les economies més dinàmiques, com la Xina, puguin provocar un ajust en el creixement dels EUA més important del previst per a l'any 2005.

El dòlar marca la diferència

La situació descrita per les rendibilitats dels EUA discrepa de la que s'observa per Europa, i evidencia el desacoplament entre ambdues economies. La lenta recuperació de l'activitat a Europa està suposant un sostre per a l'increment dels tipus en el tram llarg de la corba, i no es preveu que el BCE ajusti els seus tipus d'interès a l'alça fins al 2005. Conseqüentment, l'ampliació del diferencial de tipus entre EUA i la UEM pot mantenir-se en els propers mesos.

Aquesta evolució dels diferencials de rendibilitat hauria de portar a que el dòlar s'aprecii amb l'euro. De fet, resulta sorprenent que no s'hagi apreciat més amb aquesta divisa després del moviment a l'alça dels tipus d'interès als EUA. A curt termini, aquest factor serà el dominant del comportament del tipus de canvi. Així, les incerteses en l'evolució del dòlar es desplacen cap al segon semestre de l'any, i vindrien lligades a la sostenibilitat del creixement dels EUA, és a dir, als dubtes que planteja un creixement basat en un important impuls fiscal i monetari.

En aquest context d'incertesa, podria produir-se un augment dels tipus d'interès de llarg termini, que tindria un caràcter global i que el Fons Monetari Internacional² estima, com a mínim, en mig punt percentual. Encara que es tractaria d'un escenari d'augment dels tipus, vindria acompanyat d'una depreciació del dòlar per la menor confiança en l'economia americana.

² Vegi's FMI (2004): "The global implications of the US fiscal deficit and China's growth". *World Economic Outlook*, cap. 2, abril.

Quadre 1.2. Previsions d'inflació

En taxa interanual

	2002	2003	2004	2005
OCDE	1,6	1,9	1,9	1,7
EUA	1,6	2,3	2,4	2,0
UEM	2,3	2,1	2,0	1,9
Japó	-0,9	-0,3	-0,4	-0,1
Països en desenvolupament	4,5	5,5	5,1	4,7
Països en transició	14,2	11,0	8,2	7,0
MÓN	3,3	3,7	3,3	3,1

Font: FMI i BBVA

2. Economia espanyola

2004, una arrencada en fals

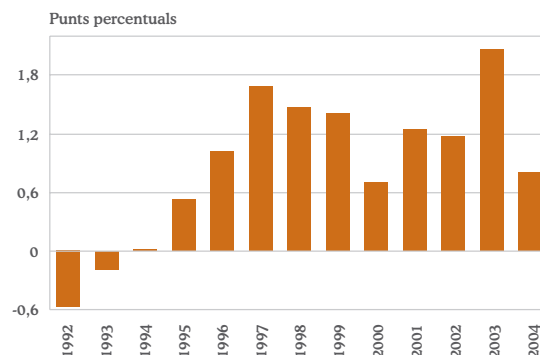
L'economia espanyola enregistrà l'any 2003 un diferencial de creixement amb el conjunt de la UEM de dos punts percentuals (2,4% i 0,4%, respectivament en ambdues àrees), el més dilatat des de 1987¹ i que triplica el diferencial mig dels 11 anys anteriors. Aquest creixement més elevat de l'economia espanyola resulta de la favorable combinació d'un conjunt de factors vinculats principalment al component domèstic de la despesa, el que ha permès desvincular el cicle econòmic espanyol de la resta de la UEM. Alguns d'aquests factors domèstics (tipus d'interès reals negatius, reforma de l'IRPF) han afavorit també l'acumulació d'una sèrie de desequilibris (necessitat de finançament de l'economia, creixement de l'endeutament de les famílies, augment continuat dels preus relatius espanyols envers el conjunt de la UEM) que en el nou entorn d'una unió monetària no generen "senyals d'alarma" en tipus d'interès i/o de canvi. No obstant, aquests desequilibris suposen un empitjorament de la competitivitat-preu de l'economia i, per tant, un fre a l'avenç de la inversió i les exportacions. És a dir, limiten la capacitat de creixement i de generació de llocs de treball de l'economia espanyola, que s'ha vist significativament recolzada per la moderació salarial, les reformes al mercat laboral i l'augment del flux d'immigrants.

Amb tot, l'any 2004 el creixement provindrà de l'impuls d'una demanda interna més forta. La demanda exterior, amb un augment del comerç internacional que s'aproximarà a la seva mitjana històrica tant per al conjunt de l'economia mundial com per als països amb els que Espanya comercia, mantindrà l'aportació negativa pel major creixement de les importacions. Amb tot, l'economia espanyola mantindrà durant el 2004 el seu procés de convergència real amb el conjunt de la UEM,

¹ Segons dades de països agregats per la Comissió Europea.

Gràfic 2.1.

Espanya, diferencial de creixement amb la UEM



Font: INE, Eurostat i BBVA

Quadre 2.1. Quadre macroeconòmic. Economia espanyola

dades desestacionalitzades, % a/a	2002				2003				2004				2001	2002	2003	2004
	1r T	2n T	3r T	4t T	1r T	2n T	3r T	4t T	1r T	2n T	3r T	4t T				
Consum de les llars (1)	2,0	2,8	2,5	3,3	3,0	2,8	3,1	3,0	3,3	2,9	2,7	2,8	2,8	2,6	3,0	2,9
Consum AA.PP.	4,6	4,5	4,2	4,2	4,3	4,5	4,8	4,8	4,7	4,5	4,4	4,5	3,6	4,4	4,6	4,5
FBCF	0,7	-0,9	1,5	2,9	3,2	3,4	3,0	2,5	3,0	4,0	3,5	4,2	3,3	1,0	3,0	3,7
Béns d'equipament i altres	-3,7	-6,5	-2,4	1,9	2,8	2,9	1,9	1,2	2,4	5,5	5,5	7,0	0,4	-2,7	2,2	5,1
Construcció	4,6	3,9	4,8	3,7	3,5	3,8	3,8	3,6	3,6	2,8	2,0	2,0	5,8	4,2	3,7	2,6
Var. existències (*)	-0,3	-0,8	0,0	1,1	0,3	-0,1	0,2	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	1,9	1,4	2,6	4,5	3,6	3,2	3,7	3,1	3,8	3,6	3,3	3,5	3,0	2,6	3,4	3,5
Exportacions	-3,6	-1,9	1,2	4,4	4,4	7,8	2,2	1,8	4,1	6,8	8,7	8,6	3,6	0,0	4,0	7,1
Importacions	-4,2	-3,5	3,4	11,8	8,5	10,1	5,9	2,7	6,7	9,0	10,0	11,3	4,0	1,8	6,7	9,3
Saldo exterior (*)	0,3	0,6	-0,8	-2,4	-1,4	-0,9	-1,3	-0,4	-1,0	-1,0	-0,8	-1,3	-0,2	-0,6	-1,0	-1,0
PIB pm	2,2	2,0	1,8	2,1	2,2	2,3	2,4	2,7	2,8	2,6	2,5	2,2	2,8	2,0	2,4	2,5
Agricultura	7,5	2,0	1,8	-6,6	-1,6	-0,6	0,9	4,2	4,7	3,6	2,5	1,9	-3,3	1,0	0,7	3,2
Indústria (2)	-0,2	-0,6	0,9	2,3	2,1	1,7	0,6	0,8	1,1	1,1	0,9	0,5	2,4	0,6	1,3	0,9
Construcció	5,1	4,5	5,5	4,1	3,4	3,7	3,8	3,5	3,5	3,3	2,4	0,7	5,5	4,8	3,6	2,4
Serveis	2,1	2,5	1,9	2,2	1,7	1,6	2,5	2,7	3,4	3,1	2,8	3,0	3,3	2,2	2,1	3,1
de mercat	1,8	2,4	1,9	2,3	1,5	1,2	2,2	2,4	3,3	3,1	2,8	3,0	3,3	2,1	1,8	3,1
de no mercat	3,1	2,6	2,0	1,8	2,5	3,0	3,7	3,9	3,5	3,1	2,8	2,8	3,0	2,3	3,3	3,1
Impostos nets s/productes	4,2	3,4	0,3	3,1	6,6	9,3	5,5	5,7	1,7	1,4	4,1	2,4	1,8	2,7	6,8	2,4

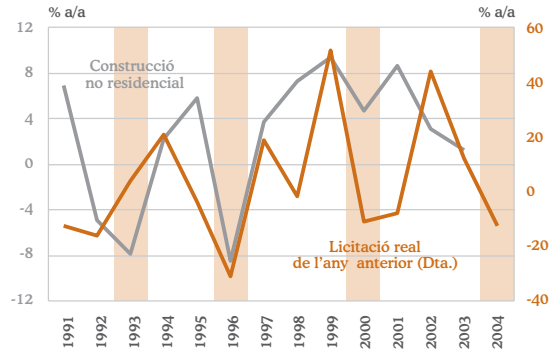
(*) Aportació al creixement del PIB; (1) Inclou les ISFLSLL

(2) Energia i branques industrials

Font: INE i previsions BBVA

Gràfic 2.2.

Construcció no residencial i licitació



Font: Eurostat, Ministeri de Foment i BBVA

encara que el diferencial de creixement es reduirà fins a fer-se inferior a l'1%. El PIB augmentarà un 2,5% l'any 2004, quasi un punt més que al conjunt de la UEM.

La Comptabilitat Nacional del primer trimestre del 2004, amb un creixement anual del PIB del 2,8%, incrementa el "risc" de que al 2004 s'enregistri un creixement superior al 2,5% previst inicialment. Però al març es produïren dos aconteixements que han tornat a centrar el balanç de riscos de la previsió de creixement del 2,5% per al 2004: els atemptats terroristes de Madrid del dia 11 de març i el canvi de partit polític al Govern de l'Estat.

Respecte dels atemptats terroristes, i assumint que no es repetiran fets de magnitud comparable a països desenvolupats, l'evolució més recent dels indicadors conjunturals no mostra canvis rellevants respecte als mesos previs al mes de març. Això suposaria que les conseqüències macroeconòmiques dels atemptats terroristes de l'11-M serien molt reduïdes. Tanmateix, l'IA-BBVA² mostra, amb informació encara no complerta, un empitjorament notable de les previsions a curt termini respecte al nivell de febrer, previ als atemptats. Aquest és un senyal de risc a la baixa sobre la situació conjuntural de l'economia espanyola, encara que cal considerar que el descens de l'IA-BBVA podria no ser conseqüència directa de l'11-M sinó que, entre altres raons, aquesta caiguda podria estar lligada a un empitjorament de la conjuntura europea.

En segon lloc, un canvi de partit polític al Govern suposarà modificacions en algunes prioritats de la política pressupostària que produiran, com a mínim a curt termini, un menor dinamisme del que s'anticipava en la despesa en obra civil. Així, l'activitat d'aquest sector al 2004 es veurà més frenada del que es preveia inicialment com a conseqüència del cycle electoral. No obstant, aquest és un efecte transitori, que podria veure's més que compensat en el futur amb més despesa.

En principi, ambdós esdeveniments constitueixen xocs de demanda, amb incidència limitada al curt termini, per l'impacte dels atemptats sobre la confiança dels agents i del canvi de Govern per l'inevitable endarreriment en canviar les prioritats d'inversió pública. No obstant, també podrien contenir una component d'oferta, amb un impacte molt més durador. Si la major incertesa i inseguretat després dels atemptats es tradueix en un increment estructural de la despesa en seguretat o en mesures que dificultin el comerç, aleshores l'impacte seria negatiu. A la vegada, la incidència rellevant a l'economia del canvi de Govern dependrà de si aquest opta per impulsar el procés de liberalització de mercats i de foment de la competència, el que suposaria un xoc d'oferta positiu, o per implementar restriccions addicionals.

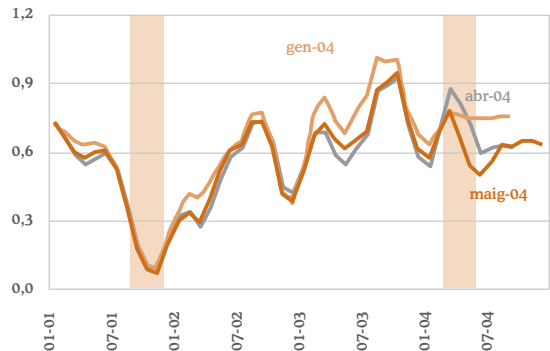
Finalment, l'augment del preu del cru en dòlars de les últimes setmanes, fins a assolir nivells no enregistrats des de l'any 1991, suposa un risc a la baixa sobre l'activitat i a l'alça sobre els preus si continua durant el segon semestre de l'any. Amb l'escenari central, de moderació progressiva del preu del petroli des dels 35 dòlars per barril de Brent al maig fins a 29 dòlars al desembre, es manté la previsió de creixement del 2,5% al 2004, i de disminució de la inflació des del 3% del 2003 fins al 2,9%. Si, en canvi, el petroli es mantingués entre 34 i 35 dòlars durant el segon semestre de l'any, el creixement es podria reduir en dues o tres dècimes respecte de la previsió inicial, i la inflació augmentar en una o dues dècimes de punt.

Importa la confiança? Sí, però més l'ocupació

El canal més rellevant pel qual els atemptats terroristes podrien afectar el creixement és la confiança del consumidors. Si aquesta es deterio-

Gràfic 2.3.

IA-BBVA



Font: BBVA. Ombrejat: 11-S i 11-M

² Síntesi de diferents variables d'expectatives, activitat, despesa i ocupació. Per a més detall, vegi's: Balmaseda, M. I Cubero, J., "IA-BBVA, un indicador de actividad para la economía española". Situación España, març 2003. BBVA.

ra, moderaria el consum de les llars. Com és ben sabut, els determinants fonamentals de l'evolució del consum a llarg termini³ són la renda disponible de les llars i el seu nivell de riquesa tant financera com immobiliària. Variables com els tipus d'interès reals, l'atur o la confiança de les llars no incideixen en el comportament estructural de consum. Aquestes variables, i els canvis dels determinants de llarg termini, sí que tenen transcendència en les variacions del consum a curt termini, però la importància de les expectatives dels consumidors és marginal.

Això no vol dir que un deteriorament de la confiança tingui un impacte despreciable en el consum, ja que no és raonable pensar en un empitjorament significatiu de les expectatives de les llars sense que es produeixi un comportament similar de la resta de variables explicatives del consum: la riquesa i la renda disponible de les llars, fonamentalment per la via de l'ocupació.

En el mercat laboral, les dades dels primers mesos dels 2004 han confirmat les perspectives de desacceleració de l'ocupació. La intensa desacceleració en l'afiliació d'estrangers a la Seguretat Social durant l'any passat i l'estancament tant del total d'afiliacions (en taxes de creixement properes al 3% anual) com de l'atur de l'INEM, indicaven ja un fre en la millora de l'ocupació, que s'ha reflectit també en l'Enquesta de Població Activa (EPA). Així, l'EPA⁴ del 4 trimestre del 2004 ha enregistrat una taxa de variació anual de l'ocupació del 2,6%, 0,4 punts menys que al 4 trimestre del 2003, la primera caiguda des de finals del 2002. Respecte de la població activa, aquesta registrarà el creixement anual (2,2%) més baix des del canvi de definició realitzat l'any 2001, limitant l'augment de la taxa d'atur (només dues dècimes, fins a l'11,4%).

En aquest escenari es mantenen les perspectives de desacceleració del creixement de l'ocupació l'any 2004, fins a una taxa propera al 2,1% (l'any 2003 fou del 2,7%). Convé assenyalar que l'any 2003 continuà l'acceleració del cost del treball, tant si es mesura amb la Remuneració per Assalariat com si es consideren els Costos Laborals Unitaris (CLU). Fins i tot en termes reals (descomptat el creixement del deflactor del PIB) l'evolució d'ambdues variables és a l'alça, sobretot en serveis i construcció. Així, tot resulta coherent amb un escenari de menor creixement de l'ocupació.

Torna la inflació

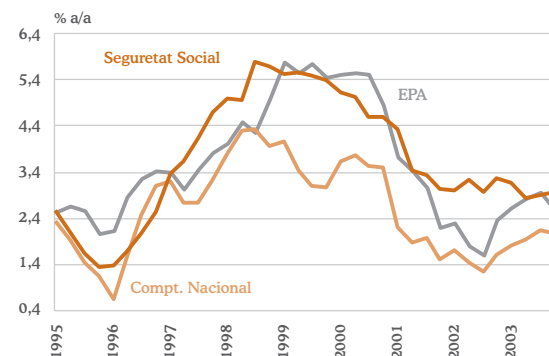
La inflació es troba en un punt de gir alcista com a conseqüència del canvi de signe o de la magnitud d'alguns dels factors que contribuïren al seu descens des dels inicis del 2003. Així, al mes d'abril desaparegué l'efecte base (favorable) dels alts preus del cru al primer trimestre del 2003, com a conseqüència de la incertesa davant la guerra a l'Iraq. Addicionalment, els preus del petroli (superiors als 32 dòlars per barril de Brent des de principis de març), juntament amb l'apreciació del dòlar (que podria haver deixat enrera els seus mínims envers l'euro) accentuaran el "salt" inflacionista del segon trimestre del 2004. Així, en aquest període, la taxa de variació de l'IPC podria apropar-se al 3,5% als mesos del maig i juny.

Es preveu que l'IPC creixi un 2,9% al 2004, una dècima menys que durant el 2003, però amb un perfil en el que les xifres més baixes ja han estat enregistrades. Per índexs tendencials, com IPSEBENE o l'IPC tendencial BBVA es preveuen acceleracions comparables al 2004 i al 2005. El diferencial d'inflació amb el conjunt de la UEM seria, al 2004, lleugerament inferior a l'1% enregistrat al 2003.

³ Es pot veure un repàs als factors que afecten al consum privat a Espanya a: Balmaseda, M, i Tello, P. "¿Han cambiado los determinantes del consumo privado en España?", Situación España, juliol 2002, BBVA.

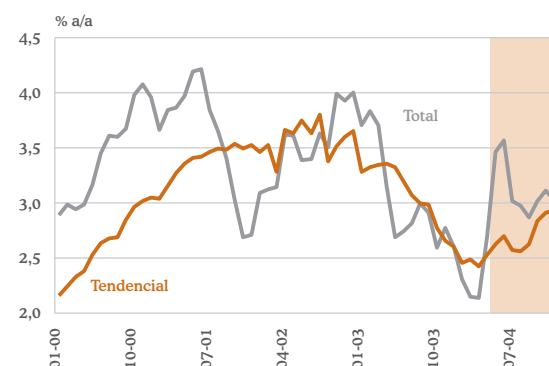
⁴ Està pendent l'adaptació de l'EPA a l'estructura de població sorgida del Cens del 2001 i del ràpid augment dels fluxos migratoris. Això suposarà revisar les sèries conegudes des de 1997, i afectarà a les expectatives sobre la seva evolució.

Gràfic 2.4.
Ocupació



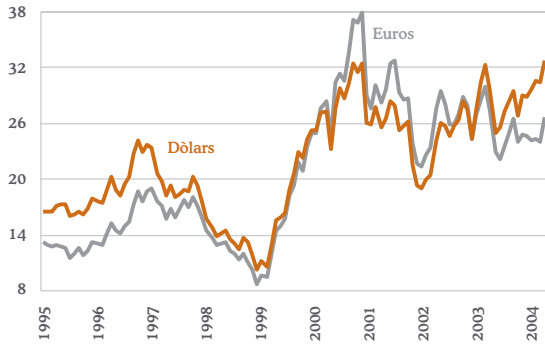
Font: INE, Ministeri de Treball i BBVA

Gràfic 2.5.
Inflació



Font: INE i BBVA

Gràfic 2.6.
Preu del Barril de Brent



Font: Datastream i BBVA

Actualment, el risc a l'alça més rellevant sobre l'escenari d'inflació és l'evolució dels preus del cru. El petroli s'està veient afectat en les últimes setmanes per tensions geopolítiques creixents, un element que s'afegeix a la retallada de quotes de producció per part de l'OPEP i al baix nivell de reserves de productes refinats. Amb tot, a la UEM l'impacte a l'alça sobre la inflació dels preus del petroli (i, en alguna mesura, de la resta de primeres matèries) s'està veient moderat per la fortalesa de l'euro. Als mesos de març i abril els preus en dòlars assoliren nivells superiors a 32 dòlars, una xifra a la que no s'hi arribava des dels tercers trimestres de 1990 i de 2000. No obstant, el mateix barril de Brent costava a l'abril 27,5 euros, 10 menys que al tercer trimestre del 2000.

Amb tot, a llarg termini, la incidència del preu del petroli no només depèn del seu cost d'importació, sinó també de la intensitat del seu ús en l'activitat. Entre 1996 i el 2001, el consum final d'energia a Espanya augmentà en un 30%, vers el 7% al conjunt de la UE, és a dir, 4,3 vegades més. En el mateix període el PIB espanyol augmentà un 21% mentre que el de la UE ho feia en un 14%, és a dir, 1,5 vegades més.

3. Economia catalana

2003: més despesa i menys activitat...

El comportament de l'economia catalana durant el 2003, pitjor de l'esperat inicialment, es veié afectat de forma contraposada per dos factors. D'una banda, la reforma de l'IRPF i la política monetària, que han afavorit el consum –també d'importacions- i l'evolució de la inversió en construcció més enllà del que semblava previsible, fent que la demanda interna no s'hagi desaccelerat en el conjunt de l'any. De l'altra, s'ha observat un pitjor comportament de les exportacions, amb tres causes principals: l'atonía de les economies europees, la important apreciació de l'euro i el manteniment del diferencial d'inflació. Els dos últims han continuat acumulant pèrdua de competitivitat en preus, que en un entorn d'atonía econòmica, ha incidit en un comportament menys beneficiós del que es preveia per a l'economia catalana.

El manteniment dels tipus d'interès en mínims i les ofertes en les condicions de finançament, juntament amb l'augment de renda disponible que es deriva de la rebaixa en l'IRPF, i la sortida de l'efecte euro, que havia reduït "artificialment" el creixement del consum durant el 2002, afavoriren l'acceleració del consum de les famílies durant el 2003. Un fet que, d'altra banda, ja es veia recolzat per un creixement de l'ocupació que, tot i haver-se reduït respecte a anys anteriors de forma substancial, es manté encara globalment en taxes interanuals positives. Així, el consum de les llars ha mostrat un major dinamisme del que es preveia, accelerant-se des del 2,2% de creixement de l'any 2002 fins a un 2,8% de l'any passat, amb un salt important en la primera meitat de l'any.

Els riscos per al creixement del 2004, en aquests moments, vénen derivats de dues qüestions: d'una banda, si l'entorn internacional assolirà el creixement previst, en cas d'augment del risc geopolític o de manteniment del preu del petroli en l'entorn dels nivells actuals. De l'altra, que arrel de les notícies sobre tancaments d'empreses a Catalunya, i del risc de deslocalització, empitjori la confiança dels consumidors locals, davant la por a la possibilitat que sigui difícil la recolocació dels treballadors.

... una situació que no es repetirà al 2004

La transitorietat i excepcionalitat dels factors que han recolzat el consum durant el 2003, però que aniran perdent força durant el 2004, fa

Gràfic 3.1.

Consum de les llars: taxa de creixement interanual (%)



Font: Idescat i BBVA

Quadre 3.1. Quadre macroeconòmic. Demanda. Catalunya

Dades cicle-tendència	2003				2004				Dades anuals				
	1r T	2n T	3r T	4t T	1r T	2n T	3r T	4t T	2000	2001	2002	2003	2004
Consum	2,9	3,2	2,9	2,9	2,8	2,7	2,7	2,6	3,6	3,1	2,7	3,0	2,7
Consum de les llars	2,4	3,0	2,8	2,9	2,7	2,6	2,6	2,4	3,7	3,0	2,2	2,8	2,6
Consum públic	4,9	4,2	3,2	2,7	3,3	3,3	3,3	3,3	3,4	3,5	4,8	3,7	3,3
Formació Bruta de capital (1)	3,6	3,8	3,0	2,3	2,4	3,2	4,1	4,3	3,7	1,9	0,7	3,2	3,5
Béns d'equipament	2,1	2,2	0,9	0,3	2,0	4,0	5,5	6,5	3,3	0,2	-2,2	1,4	4,5
Construcció	3,9	4,1	3,7	3,2	2,9	2,5	2,5	2,0	5,3	5,2	4,1	3,7	2,5
Demanda interna (*)	3,0	3,3	2,8	2,7	2,6	2,8	3,0	3,0	3,5	2,7	2,1	2,9	2,9
Exportacions	3,8	4,1	3,3	3,0	3,8	4,2	6,0	7,0	13,3	8,7	1,3	3,6	5,3
Importacions	9,0	7,2	3,2	1,0	2,0	4,0	5,5	6,0	10,4	6,2	2,5	5,0	4,4
Saldo amb l'estranger (*)	-2,6	-1,6	0,1	1,1	1,0	0,1	0,3	0,6	1,3	1,3	-0,6	-0,7	0,5
Saldo amb la resta d'Espanya (*)	2,0	0,5	-0,9	-1,9	-1,7	-0,8	-0,7	-0,6	-1,0	-1,3	0,9	-0,1	-0,9
PIB	2,4	2,2	2,0	1,9	1,9	2,2	2,6	2,9	3,8	2,7	2,3	2,1	2,4

(1) inclou variació d'existències

(*) Aportació al creixement del PIB

Les dades ombrejades són previsions BBVA.

Font: Idescat i BBVA.

preveure que durant aquest any el consum es podria desaccelerar. Cal considerar, a més, que la disminució del consum durant el 2002 per l'efecte euro (avançament de compres a l'any 2001) facilitava aconseguir una taxa per sobre de la tendencial durant el 2003. Aquest factor tampoc es repetirà durant aquest any. En canvi, en sentit contrari podria afectar el Fòrum 2004. En els primers mesos d'obertura, el Fòrum sembla haver atret bàsicament visitants locals, el que podria suposar un lleuger impuls sobre el consum privat que suavitzaria els efectes negatius ja esmentats sobre aquesta variable. Caldrà veure, però, l'afluència de visitants estrangers durant els mesos de màxima afluència turística per a conèixer si, a més, es compleixen les previsions sobre la despesa dels estrangers, i d'altres comunitats autònomes, el que facilitaria el bon comportament de les exportacions de serveis, frenant momentàniament la tendència estructural de disminució de la despesa per turista que s'observa en els últims anys, no només a Catalunya sinó també a d'altres zones turístiques de l'Estat.

El consum públic, en canvi, s'ha vist afectat pel cicle electoral vinculat a les eleccions municipals, i després del fort creixement de l'any 2002, es desaccelerà de forma gradual durant el 2003. Amb tot, el consum públic augmentà l'any 2003 en un 3,7%, l'augment més elevat des de 1997 si s'exclou el creixement del 2002 (4,8%). Aquestes xifres, però, podrien ser revisades a l'alça si es confirma l'anunci fet per la Conselleria d'Economia, de que part de la despesa realitzada en el 2003 no ha estat computada en l'any en que fou realitzada. Així, el nivell del consum públic seria superior l'any 2003, però comportaria una major desacceleració l'any 2004 per efecte base. Caldrà esperar però, a properes revisions de la Comptabilitat Trimestral de l'Idescat per a veure quina és la incidència real d'aquests canvis, fet pel qual no s'han considerat a l'hora de fer les previsions macroeconòmiques per part del Servei d'Estudis BBVA.

La inversió en construcció, en lenta desacceleració...

La inversió, en canvi, ha mostrat un cicle clarament diferenciat dependent del subsector que s'analitzi. La construcció ha mostrat una desacceleració continuada, tot i que encara es mantenen ritmes de creixement molt elevats. De fet, tancà l'any 2003 amb un creixement del 3,2% en el quart trimestre (3,7% de mitjana), en una tendència que es continuarà mantenint durant aquest any 2004, quan podria créixer un 2,5%. La manca de rebaixes addicionals en els tipus d'interès, la relativa debilitat del mercat de treball i el propi encariment de l'habitatge, que ha portat a un augment rellevant de l'esforç per accedir a la vivenda, en termes de la renda vital, marquen un sostre a noves expansions de la demanda de construcció residencial. Per la seva banda, la política d'habitatge públic, donat que es centra bàsicament en la construcció de nous habitatges, demana l'elaboració de plans previs i tràmits de requalificació de sòl. Per tant, trigarà encara un temps a tenir impacte sobre l'activitat, i sobretot, sobre el mercat de l'habitatge.

L'obra pública, al seu torn, continuarà amb un ritme relativament elevat, equivalent al mantingut els últims anys. L'endarreriment experimentat per algunes de les obres emblemàtiques (AVE, Metro) garanteix l'activitat durant els propers anys, tot i la disminució que es produirà en altres àrees. Així, el canvi electoral i la finalització de les obres del Fòrum incidiran en una menor actuació a nivell d'obra civil urbana, a l'espera de que s'avanci en la política d'habitatge. Un cop aquesta agafi el to, la inversió pública podria experimentar un nou rebrot que, no obstant, serà encara insuficient per a solucionar els dèficits d'infraestructures que pateix l'economia catalana.

En conjunt, per tant, és previsible que la inversió en construcció continuï amb el seu procés de suau desacceleració, i podria tancar l'any 2004 amb un creixement mig del 2,5%, 1,2 punts percentuals per sota de l'assolit al 2003.

Gràfic 3.2.
Índex de Clima Industrial



Font: Idescat i BBVA

... els béns d'equipament començaran a recuperar-se

La formació bruta de capital fix en béns d'equipament inicià l'any 2003 amb un creixement del 2,2% en el primer semestre, que suposava una clara acceleració després del 2002 caracteritzat per un creixement negatiu. L'acceleració de la inversió en el primer semestre, però, es veié truncada en el segon, quan es confirmà que l'esperada recuperació de les economies europees encara hauria d'esperar, amb un entorn d'apreciació de l'euro, de major incertesa política per la guerra a l'Iraq i de forta competència per part de les economies asiàtiques. Com a resultat, la inversió en béns d'equipament en el quart trimestre mostrà un creixement de només el 0,3%, pràcticament equivalent a l'estancament del quart trimestre del 2002.

L'any 2004 s'ha obert una relativa incertesa pel que fa a la inversió. D'una banda, els senyals sobre el possible tancament de plantes d'empreses multinacionals, que podrien traslladar la seva producció cap a àrees amb costos menors, tindrien un cert impacte negatiu sobre la inversió, de major magnitud si es té en compte l'activitat indirecta que generen. Aquest senyal coincideix, *grosso modo*, amb les perspectives que es poden inferir de l'índex de clima industrial, que tant en l'índex general com en el component de béns d'equipament, mostra un estancament en els primers mesos del 2004. En canvi, l'Enquesta sobre Inversió Industrial a Catalunya realitzada a la tardor del 2003 mostra que, de cara al 2004, s'hauria de produir una important recuperació de la inversió, després dels resultats negatius del 2001 i 2002, i l'estancament del 2003 (+0,8% nominal). Aquesta enquesta, però, mostra també algun dels símptomes anteriorment enunciats. Així, tot i que globalment la inversió augmentarà, es preveu que el creixement sigui inferior a la mitjana en les indústries de l'energia i les de l'aigua, i que podria disminuir en les de béns d'equipament i el sector de l'automòbil. Tot i l'estabilitat mostrada per l'Índex de Clima Industrial, l'Enquesta BBVA sobre l'activitat Econòmica mostra que la inversió hauria tocat fons en el quart trimestre del 2003, i que durant el primer trimestre del 2004 ha començat ja una lleugera recuperació.

El manteniment del cost d'ús del capital en mínims, la necessitat de modernitzar equips després de tres anys de creixements mínims de la inversió i la recuperació esperada en el sector exportador, juntament amb les millors perspectives internes per a l'any 2005, fan preveure que la inversió en béns d'equipament mostrarà una tendència d'acceleració en el conjunt de l'any.

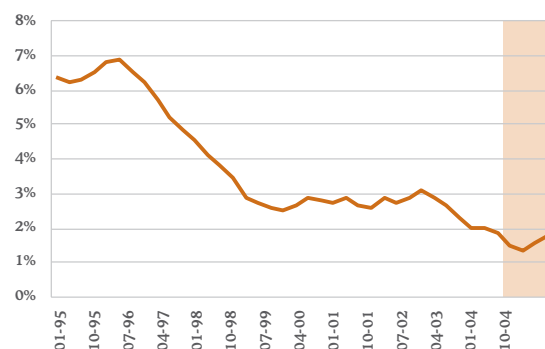
Amb l'esgotament dels factors interns de recolzament a l'activitat, l'economia catalana es recolzarà en la recuperació de l'entorn internacional, en el que s'inclou també la millora de les economies europees, que tindrà efecte tant en el comerç de mercaderies com en les exportacions de serveis. No obstant, la disminució del saldo amb l'estranger serà menor de la que podria ser, donada l'acceleració del comerç mundial.

Saldo exterior: s'esgota el marge en competitivitat-preu?

El diferencial d'inflació que ha acumulat Catalunya en els últims anys, tant amb Europa com amb Espanya, condiona en bona part la capacitat de recuperació del sector exterior, en un entorn de fort augment de la competència. En aquest sentit cal considerar, d'una banda, que aquest mateix mes han entrat a formar part de la UE 10 nous membres, alguns dels quals, com Eslovènia o Txèquia, destaquen pel seu nivell de capital humà proper al de les economies desenvolupades, combinat amb un nivell de vida sensiblement inferior, que es trasllada directament als costos laborals. De l'altra, el fort creixement de les economies asiàtiques, especialment en el cas de la Xina, recolzat no només en la demanda interna creixent. El creixement xinès, addicionalment, està accelerant els preus als mercats de primeres matèries, com el petroli o l'acer, el que dificulta el manteniment dels marges d'explotació per a la indústria catalana.

Gràfic 3.3.

Saldo exterior de l'economia catalana (% del PIB)



Font: Idescat i BBVA

Gràfic 3.4.
Competitivitat Catalunya-Món



Font: BBVA

L'impacte de la inflació sobre la competitivitat té, a més, un component addicional. La competència internacional en serveis com el turisme o la distribució comercial fa que aquests sectors s'hagin de considerar, en l'actualitat, de forma relativament similar als béns comerciats clàssics, és a dir, amb una major dependència de la competitivitat-preu. Això implica que, per a mesurar la competitivitat d'una economia no cal tenir en compte només els preus d'exportació dels béns, sinó els del conjunt de béns i serveis produïts. Això és encara més rellevant quan s'analitza una economia amb un pes important del turisme, ja que finalment, el cost per al turista inclou els béns "no comerciats" de què gaudirà al país de destinació. En aquest sentit, convé tenir en compte que la competitivitat mesurada amb preus de consum ha experimentat un clar empitjorament en els dos últims anys, i que en l'actualitat es situa a nivells propers als de l'any 1992 (veure gràfic).

La competència de l'Àsia i els països de l'Est s'observa no només als mercats internacionals, sinó també a un mercat que, tradicionalment, semblava protegit: l'espanyol. Així, en els últims deu anys el saldo exterior català (inclosa la resta d'Espanya) s'ha reduït de forma progressiva, fins a situar-se per sota del 2% del PIB, front als nivells propers al 6% de l'any 1995.

De cara al 2004, es preveu que el saldo exterior continuï essent negatiu, però amb una composició lleugerament diferent: l'aportació de l'estranger es tornaria positiva si es confirma la recuperació de les economies europees, mentre que el saldo amb la resta d'Espanya es farà més negatiu, donat el creixement diferencial de la demanda interna catalana i espanyola.

Nova disminució de la inversió estrangera

Al 2003, la inversió estrangera a Catalunya ha experimentat novament una disminució més pronunciada que al conjunt d'Espanya. La manca de dades homogènies d'inversió estrangera directa neta tant per als diferents països europeus com per les Comunitats Autònomes espanyoles, dificulta la comparació de forma directa. No obstant, el perfil similar entre el flux net i el brut d'inversions per al conjunt d'Espanya, permet aproximar quina pot haver estat l'evolució del flux net a Catalunya, a partir de les úniques dades disponibles que són les d'inversió bruta efectiva. La caiguda de la inversió directa estrangera bruta a Catalunya l'any 2003 fou del 61%, fins als 1.444 M €. Considerada en termes nets i mesurada en dòlars, la caiguda hauria estat del 54%, sensiblement diferent de l'experimentada per àrees del nostre entorn que competeixen com a destí de la inversió estrangera. Així, per al conjunt d'Espanya, la caiguda hauria estat del 36,5% i per al conjunt d'Europa del 8,7%, mentre que als països de l'Europa Central i de l'Est, la inversió s'hauria desaccelerat en 10 punts percentuals, fins al 5,6%, però es mantindria en taxes positives.

Quadre 3.2. Oferta: creixement en taxes interanuals

Dades Cicle-Tendència	2003				2004				Dades anuals				
	1r T	2n T	3r T	4t T	1r T	2n T	3r T	4t T	2000	2001	2002	2003	2004
Agricultura	0,4	-4,3	-6,3	-5,8	-3,0	-3,0	2,0	4,0	4,2	-7,3	8,4	-4,1	0,0
Indústria	1,2	0,6	0,0	0,1	0,5	1,6	3,2	3,8	3,8	2,0	0,8	0,5	2,3
Construcció	3,8	3,9	3,4	3,0	2,7	2,5	2,3	2,0	5,0	4,4	4,0	3,5	2,4
Serveis	2,2	2,3	2,4	2,3	2,3	2,5	2,5	2,6	3,6	3,4	2,6	2,3	2,5
Impostos nets s/ productes	6,6	6,8	5,9	4,7	3,6	2,5	2,5	3,3	4,7	1,3	3,6	6,0	3,0
PIB	2,4	2,2	2,0	1,9	1,9	2,2	2,6	2,9	3,8	2,7	2,3	2,1	2,4

Les dades ombrejades són previsions BBVA
Font: Idescat i BBVA.

Aquestes xifres, que mantenen la tònica iniciada l'any 2001, confirmen un procés que podria mantenir-se encara durant uns anys, de desplaçament de noves inversions cap a països amb costos d'implantació i funcionament menors i amb els que no s'observa un diferencial substancial de productivitat, i és un senyal addicional de la necessitat d'adaptar la competitivitat de l'empresa catalana a la realitat de l'ampliació del mercat europeu.

Indústria: el gran dubte

La indústria catalana va créixer durant el 2003 un 0,5%, tres dècimes menys que l'any anterior. Per tercer any consecutiu, el VAB del sector industrial ha experimentat un creixement inferior al del conjunt de l'economia. La lleugera recuperació que semblaven assenyalar les dades del primer trimestre del 2003 no es va veure confirmada per dos factors: d'una banda, el comportament "flux" de les exportacions, i de l'altra, la pèrdua de quota de mercat intern. Així, el sector s'estancà en el segon semestre, amb un creixement nul d'acord amb les dades de comptabilitat trimestral, i negatiu segons l'Índex de Producció Industrial (-0,8% de mitjana en el segon semestre del 2003). Com va succeir l'any 2002, l'activitat en el sector industrial es recolzà en el comportament dels béns intermedis, mentre que tant la producció de béns de consum (els més afectats per les deslocalitzacions) com la de béns d'equipament mostren creixements negatius des de fa un any.

Segons la Central de Balanços del Banc d'Espanya, el resultat ordinari de les empreses industrials (per al conjunt d'Espanya) s'estancà durant el 2003 (-0,6% de mitjana anual). El conjunt de les empreses catalanes, al seu torn, mostrà un empitjorament del resultat brut d'explotació (+4,0% al 2002, i 1,9% de creixement anual al 2003). La millora de la rendibilitat financera es recolzà bàsicament en l'efecte palanca induït per l'augment de l'endeutament empresarial i la disminució del cost de capital.

La disminució dels rendiments obtinguts per la pròpia activitat de les empreses contrasta, en canvi, amb el comportament de les despeses de personal, que novament es varen accelerar durant el 2003, fins a augmentar un 5,8%, dificultant la millora de la competitivitat de l'empresa catalana. Cal considerar, a més, que aquest efecte es combina amb una disminució dels preus d'exportació, segons l'Enquesta del Clima Exportador de l'Idescat, i amb un Índex de Preus Industrials notablement contingut, que l'any passat augmentà en un 0,7% a Catalunya.

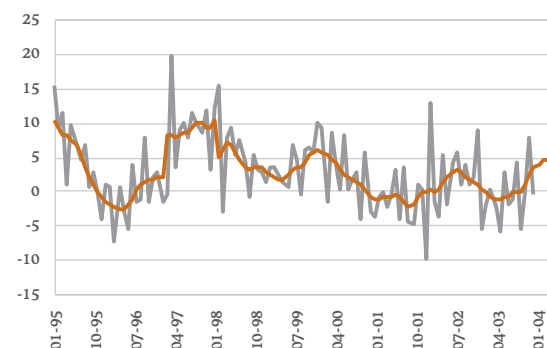
La recuperació de la indústria, que serà suau durant el 2004, provindrà d'un sector exterior en el que es preveu un increment del comerç mundial, el que haurà de permetre que els resultats d'explotació recuperin, a partir del segon semestre, xifres de creixement positives. No obstant, la resta de factors que han incidit en la millora del balanç tendeixen a l'esgotament: els tipus d'interès no experimentaran reduccions addicionals i els guanys al mercat immobiliari tendeixen a disminuir. I la posició competitiva de la indústria exportadora farà que el rendiment en termes d'exportacions d'un augment del comerç mundial sigui menor del que fou en anys anteriors. Així, la indústria podria experimentar un creixement del 2,3% de mitjana.

Construcció: novament pendents de l'obra pública?

El sector de la construcció tornà a assolir, durant el 2003, nivells màxims d'activitat no vistos des de l'any 1999, amb 96.000 habitatges en construcció, el que representa un 17% més dels que s'estaven fent al 2002. Una tendència que, a més, s'ha mantingut creixent durant el primer trimestre del 2004. Així, d'acord amb les últimes dades disponibles (març de 2004), el nombre d'habitatges en construcció en l'últim any supera ja els 104 mil, apropant-se ja als màxims històrics (108.500 al maig del 2000). No obstant, el creixement del visats d'obra ha mos-

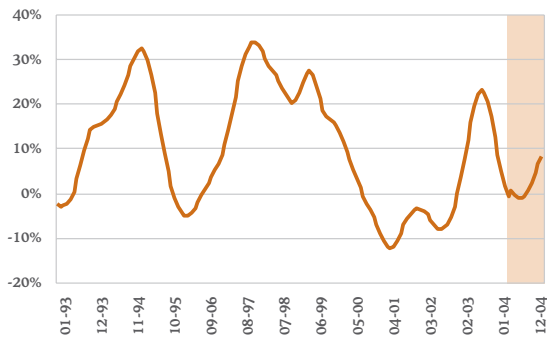
Gràfic 3.5.

Índex de Producció Industrial: taxes interanuals, sèrie original i suavitzada



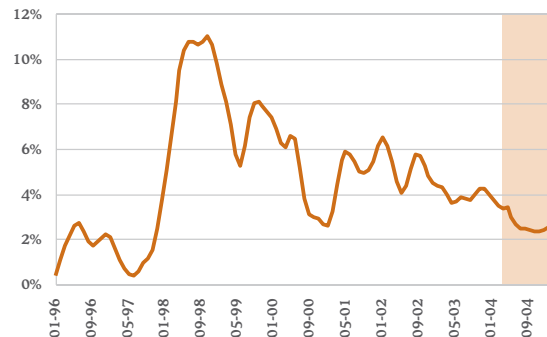
Font: Idescat i BBVA

Gràfic 3.6.
Visats d'obra. Tendència
(a/a %)



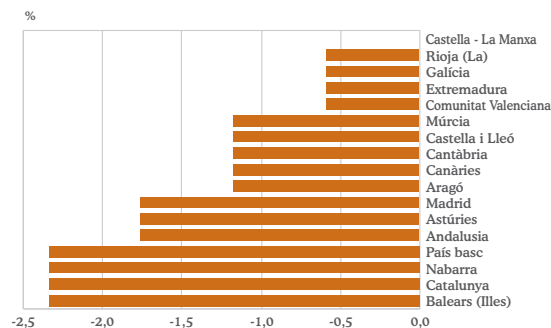
Font: Ministeri de Foment

Gràfic 3.7.
Índex de vendes en grans superfícies
tendència (taxes interanuals)



Font: Idescat i BBVA

Gràfic 3.8.
Efecte de les regulacions territorials en el
nivell d'ocupació del sector serveis. Una
estimació provisional



Font: BBVA

trat una tendència clarament a la baixa des del màxim assolit al juliol del 2003, vinculat entre d'altres a les obres de la transformació de Barcelona, fins arribar a una taxa del -0,7% al març del 2004. Donades les restriccions que mostra la demanda i l'escassetat de sòl disponible, sembla difícil que aquesta tendència pugui ésser capgirada a curt termini pel propi sector privat, que no obstant es mantindrà en nivell d'activitat molt elevats. Per la banda de la licitació d'obra pública, els nous programes d'inversions en habitatge podran traslladar-se a activitat fins, com a mínim, el proper any, considerant l'ajust de les noves licitacions als canvis de política i la necessitat de realitzar requalificacions de terrenys, estudis mediambientals o altres. Així, doncs, la contribució al creixement per part del sector residencial podria fer-se nul·la, o fins i tot lleugerament negativa aquest any. De cara al futur a més llarg termini, els plans d'habitatge públic semblen garantir l'activitat.

Pel que fa a l'obra pública, el retard en les obres que ja haurien d'estar acabades i la represa d'algunes temporalment aturades, com la del túnel de Bracons, garanteix en bona part el manteniment de l'activitat durant el 2004, a l'espera de que es posin en marxa nous plans d'obra pública. La represa de l'activitat per les Corporacions Locals, i en menor mesura per la Generalitat, permetran que l'activitat es recuperi lleugerament en el que fa a l'obra civil. No obstant, aquesta recuperació serà insuficient per a compensar la desacceleració de l'obra residencial.

En definitiva, s'esgota la contribució del sector al creixement de l'economia catalana. D'entrada, per la incapacitat de superar els nivells d'activitat quan ja s'estan batent rècords de forma sistemàtica. Però a més, els senyals sobre l'esgotament de la capacitat de la demanda per assumir creixement de preus començaran a afectar els nivells d'activitat, en un escenari on les vendes ja no són tant ràpides com abans. Així, és previsible que la construcció es desacceleri novament, fins a assolir un creixement mig del 2,4% durant el 2004.

Més restriccions al sector de la distribució?

Els serveis, amb un creixement del 2,3% de mitjana, mostraren una lleugera desacceleració respecte al creixement de l'any anterior. En aquest cas s'ha produït un dinamisme dual, amb un millor comportament dels serveis destinats al consum finalista que dels serveis destinats a empreses. Els primers es veieren impulsats per la correcció a l'alça experimentada pel consum privat de les famílies, a part del propi dinamisme experimentat pel sector públic. Els segons, en canvi, s'han vist afectats pel debil·lisme industrial.

Així, l'índex de vendes minoristes experimentà una lleu recuperació des dels nivells mínims de juliol 2003, el que juntament amb l'augment del nombre de visitants i turistes va permetre que entre el primer trimestre del 2003 i el del 2004 l'ocupació en comerç, hostaleria i reparacions augmentés en 36.000 persones, un 40% del total de l'increment de l'ocupació en els serveis.

En aquest sentit cal tenir present els resultats que s'obtenen d'algunes anàlisis sobre l'impacte de les restriccions en el sector de la distribució comercial sobre l'ocupació en serveis. El Fons Monetari Internacional¹ ha avaluat l'impacte de les restriccions al sector en un 10% de l'ocupació a llarg termini, amb un impacte superior a les regions més restrictives (Catalunya, Balears, Nabarra i País Basc). Addicionalment², hom pot trobar una relació negativa entre el nivell de regulació del sector i el creixement de l'ocupació dels serveis. Aquests dos resultats posen en qüestió, com a mínim, l'impacte sobre el benestar de la societat i sobre

¹ "A Tentative Assessment of the costs of Regional Restrictions" FMI, feb. 2004 Spain Report for the 2003 Article IV Consultation.

² "Comercio al por menor, restricciones al por mayor", Situación España, Mayo 2004, Servicio de Estudios BBVA.

l'ocupació, a llarg termini, que es podria derivar d'una reducció dels horaris d'obertura i d'un augment de les dificultats per a la implantació de nous comerços a Catalunya.

Mercat laboral: continua l'atonía

En el primer trimestre del 2004, el número d'ocupats a Catalunya ha crescut en un 1,8% respecte el mateix període de l'any anterior, el que representa, en termes absoluts, un increment de 50.900 persones. No obstant, el comportament per sectors ha estat molt desigual. La indústria i l'agricultura continuen mostrant taxes negatives de creixement de l'ocupació, del 5,6% i del 9,4%, respectivament, el que implica que en aquests dos sectors el nombre de llocs de treball s'hagi reduït en 50.000. En l'altre extrem, l'augment en els serveis ha estat de 89.800 persones (+5,4%), i en la construcció, d'11.000.

Els sectors més afectats durant el 2003 foren els de la indústria bàsica –energia, química, cautxú, i metal·lúrgia- amb una caiguda de l'11% interanual, i transports i comunicacions amb un -12%. L'avenç que podria experimentar el sector industrial durant el 2004, vinculat a la recuperació de les economies europees, permet preveure que durant el 2004 la destrucció de llocs de treball al sector podria ser menor. Al seu torn, la desacceleració dels serveis i la construcció donarà com a resultat una menor creació de llocs de treball. En conjunt, el comportament del mercat laboral serà menys extrem durant el 2004, però la creació de llocs de treball podria ser similar a la de l'any 2003. Cal tenir en compte, però, un canvi que s'ha produït en l'últim any respecte dels sectors generadors de llocs de treball a Catalunya. D'acord amb l'EPA, addicionalment a la caiguda de l'ocupació en la indústria i l'agricultura, s'ha produït una disminució del 12% en l'últim any en l'ocupació en transports i telecomunicacions (integrats en els serveis), un sector que en els últims anys havia destacat per la seva aportació al creixement de l'ocupació. La manca de projectes d'alta tecnologia, després de la pèrdua de l'ITER a Vandellòs, que hagués pogut tenir un important efecte d'arrossegament per a la implantació d'empreses, fa dubtar que durant aquest any o el proper, aquest subsector pugui tornar a recuperar la tònica d'anys anteriors sobretot si es té en compte la vinculació amb l'evolució de la R+D.

Continuant amb la línia iniciada l'any 2001, el creixement del nombre d'afiliats al règim general de la Seguretat social ha continuat la seva desacceleració, fins assolir un creixement del 2,3% l'any 2003, inferior al que s'aconseguí l'any 1996, però situant-se ja per sobre dels 2,4 milions d'afiliats. En els quatre primers mesos del 2004, la tònica es manté, tant si s'analitzen les dades per sectors com si s'observa el total, el que permet preveure que, en el conjunt de l'any, el nombre de nous afiliats podria augmentar en 54.000 persones, un avenç similar al de l'any anterior.

Les xifres d'atur registrat, pràcticament estables, i el manteniment de la taxa d'atur de l'EPA en el mateix nivell que en el primer trimestre de l'any anterior, semblen difícilment compatibles amb els fluxos d'immigració, que s'han mantingut durant l'any 2003. Així, La variació en el nombre d'aturats segons l'EPA (-2.200 l'any 2003, +5.000 al primer trimestre del 2004 respecte a un any abans) i la pràctica congelació de l'atur registrat l'any 2003 (el nombre d'aturats augmentà en 700 persones entre desembre de 2002 i de 2003) no sembla compatible amb l'entrada d'immigrants (161.000 nous empadronats en el mateix període). Aquesta divergència fa pensar en una major captació dels nous llocs de treball per part dels immigrants, i en un possible increment de l'activitat informal, el que permetria que els nous arribats no entressin a formar part dels registres. Si la segona possibilitat fos certa, mostraria nous problemes al mercat laboral català, vinculats a la manca de convenciment de les empreses sobre la possibilitat d'un nou cicle alcista durador.

Afiliats a la Seguretat Social

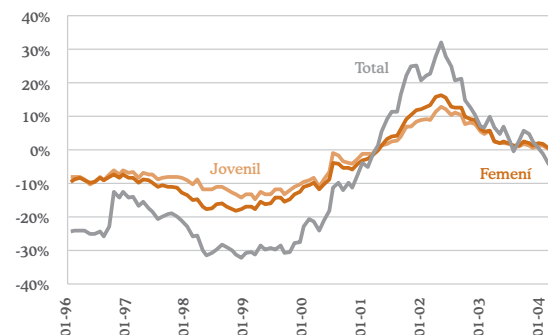
Gener-juny 2003 (% a/a)

	Increment (%)			milers	
	2001	2002	2003	2002	2003
Agricultura	6,3%	8,3%	5,0%	9,2	9,63
Indústria	0,6%	-1,6%	-1,5%	585,6	576,64
Construcció	6,0%	4,1%	3,8%	216,1	224,33
Serveis	5,1%	4,2%	3,6%	1.537,4	1592,26
Total	3,9%	2,7%	2,3%	2.349,0	2.403,7

Font: Idescat

Gràfic 3.9.

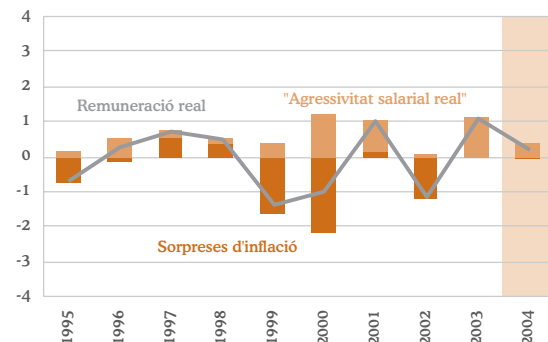
Atur registrat: taxes de creixement interanuals



Font: Idescat

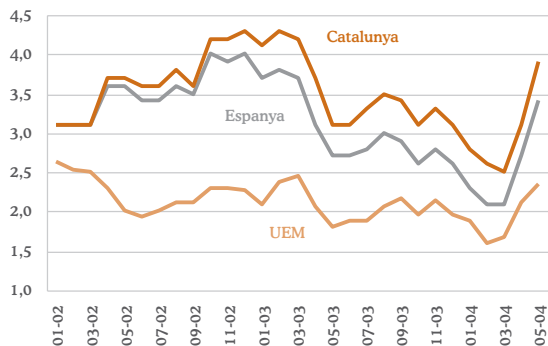
Gràfic 3.10.

Remuneració real a la indústria i sorpreses d'inflació



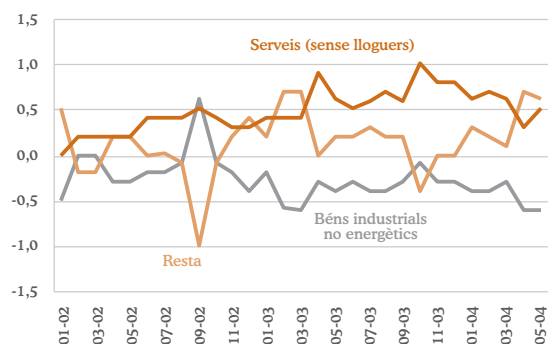
Font: BBVA

Gràfic 3.11.
Inflació: Catalunya, Espanya i Europa



Font: INE

Gràfic 3.12.
Diferencial d'inflació Catalunya-Espanya



Font: INE

En aquest sentit, convé considerar quina és l'actuació que s'observa per part dels agents en la negociació salarial, i l'impacte sobre el creixement real dels salaris. L'augment de salari real es pot produir per dos factors: en primer lloc, perquè la inflació finalment observada sigui inferior a la prevista en el moment de la negociació salarial. És el que s'anomena una "sorpresa" positiva d'inflació. En segon lloc, la pròpia negociació pot comportar d'entrada un guany de poder adquisitiu (respecte de la inflació prevista), i en aquest parlaríem d'"agressivitat salarial". La conjunció d'ambdós factors, i la direcció en la que actua cadascun, determina que finalment el resultat comporti, o no, un augment del salari real. En el cas de la indústria (veure gràfic), el 2003 s'ha caracteritzat per un important augment de l'agressivitat salarial, després d'un 2002 en el que s'havia produït una "sorpresa" negativa d'inflació, tot i el negatiu comportament de l'ocupació del sector.

L'escenari per a aquest any, amb preus d'exportació i de producció industrial relativament continguts d'una banda, i per l'altra preus de les primeres matèries més elevats en mitjana -fins i tot si es confirmen les previsions d'evolució a la baixa dels preus internacionals-, i noves pressions salarials per la inflació més alta, implica que es produiria una nova contracció dels marges d'explotació. La recuperació de les exportacions, si milloren les economies europees, hauria de permetre que fins i tot en aquestes condicions es produís una lleugera millora de la inversió. Així, és d'esperar que el sector industrial pugui continuar destruint llocs de treball durant el 2004, si bé a un ritme notablement menor del que ha succeït en anys anteriors.

Inflació: el diferencial, persistent

La inflació continua essent el principal problema de l'economia catalana, en un escenari de creixent globalització i davant el repte que suposa que, des de l'1 de maig, la UE s'hagi ampliat en deu països més. Durant el mes de maig, la inflació s'accelerà en 8 dècimes a Catalunya (7 a Espanya) fins al 3,9% (3,4%), esperonada per l'augment de preu dels carburants del +7,9% interanual (que no s'observava des dels moments previs a la guerra de l'Iraq), del tabac i dels aliments frescos, apropant-se ja al nivell màxim que es preveu per enguany. No obstant, la persistència del diferencial d'inflació amb Espanya en l'entorn del mig punt des de principis del 2003, addicional al que el conjunt de l'Estat mostra amb les economies de la UEM, que ha tornat a situar-se en un punt percentual, es planteja com un dels problemes rellevants als que s'enfronta l'economia catalana. L'esforç en la contenció de preus que s'observa en els béns industrials no energètics, que sistemàticament mostren creixements inferiors a la mitjana de l'Estat, es veu més que compensat pel diferencial positiu mostrat pels serveis, als que addicionalment s'ha afegit en els dos últims mesos la resta de components (bàsicament, energia). La persistència en el manteniment del diferencial en serveis podria estar vinculada, entre altres coses, a les restriccions en el sector de la distribució comercial. La manca de canvis en aquest sentit, i la previsió de que la desacceleració en el consum serà suau fan preveure que aquest diferencial es mantindrà, com a mínim, durant el que resta d'any, dificultant el manteniment de la moderació en la negociació salarial de cara al futur i, per tant, el manteniment dels marges del sector industrial.

Un 2004 amb dubtes,... que es traslladen al 2005

El comportament de l'economia catalana en el primer semestre del 2004 mostra els efectes d'un entorn amb elevada incertesa. L'economia europea comença a mostrar indicis de la seva recuperació, però el risc geopolític fa que encara hi hagi dubtes sobre els avenços en el comerç mundial o el preu del petroli, que podria mantenir-se per sobre de les previsions del conjunt d'analistes. Així, s'observa una certa atonia de les exportacions, però el mercat laboral, el consum privat i l'activitat en construcció i serveis mantenen ritmes de creixement impor-

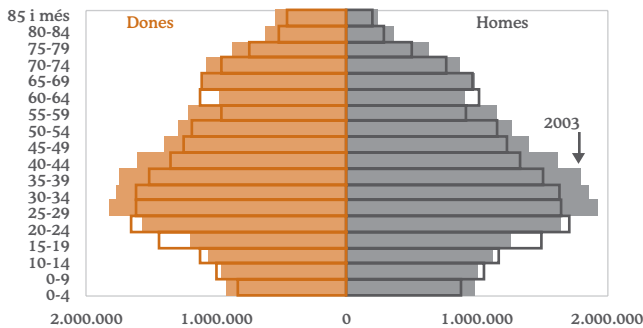
tants, recolzats en una demanda interna dirigida per factors independents de l'evolució internacional, com el Fòrum 2004.

En aquest escenari, l'economia catalana podria mostrar una lleugera recuperació en el conjunt del 2004, fins a un creixement del PIB del 2,5%, recolzat tant en el bon comportament de la demanda interna i espanyola com en la lleugera recuperació de les exportacions que es produirà tant bon punt com es consolidi el creixement de les economies europees. No obstant, els reptes que es plantegen per al futur són importants. En primer lloc, l'esgotament dels xocs experimentats en anys anteriors (reforma de l'IRPF, efecte euro, disminució dels tipus d'interès) i el retard en la posada en marxa de les infraestructures bàsiques, com l'AVE, fan que en els propers anys sigui previsible un cert alentiment dels sectors que més han afavorit el creixement. En segon lloc, capgirar el diferencial d'inflació amb la UEM, que torna a situar-se en 1,5 punts percentuals i està afectant negativament la competitivitat de l'economia catalana. Un fet encara més rellevant si es considera l'ampliació de la Unió Europea a deu nous països i el creixement que mostren la Xina i la Índia, que destaquen, precisament, per la seva capacitat industrial i costos laborals inferiors.

En tercer lloc, l'economia catalana necessita superar la gran mancança dels últims anys, la inversió empresarial. La situació sanejada de les empreses i l'entorn de tipus d'interès baixos i estables afavoreixen el procés de modernització del capital i l'obertura de noves línies de negoci. La recuperació esperada de les economies europees fa que les condicions semblin propícies per a afrontar aquest repte, que permetria basar el creixement futur en augments de la productivitat i reduir dependència d'aquells productes amb major pes de la competitivitat en preu.

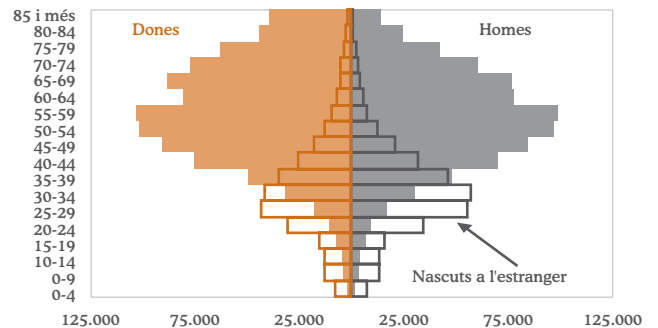
Immigració estrangera, substitutiva o complementària?

Piràmide de població espanyola: 2003 i 1998



Font: INE, padrons de 1998 i 2003

Piràmide de població catalana: 2003 nascuts a la resta d'Espanya i a l'estranger



Font: INE, padró de 2003

L'envelliment de la població és un dels reptes més importants per les societats avançades. A més d'un problema per a la sostenibilitat del sistema de pensions, l'envelliment afecta a la redistribució de la renda, a la despesa social, a la dotació de capital humà utilitzable, i a la propensió a l'estalvi del conjunt de la societat. Si una societat jove tendeix a estalviar per al dia de demà, l'únic motiu de què disposa una societat envellida per a estalviar és el motiu "herència" amb menys pes que l'anterior per raons òbvies, i per tant els individus dedicaran un esforç menor a l'estalvi. L'envelliment de la població, a més, augmenta la despesa sanitària per la corba "J". I pel que fa als aspectes productius, la menor proporció de població en edat de treballar disminueix el potencial de creixement de l'economia.

La recent explotació estadística del Padró de 2003, feta per l'INE, permet observar alguns dels canvis més importants que s'estan produint a la societat espanyola, i la seva incidència per Comunitats Autònomes.

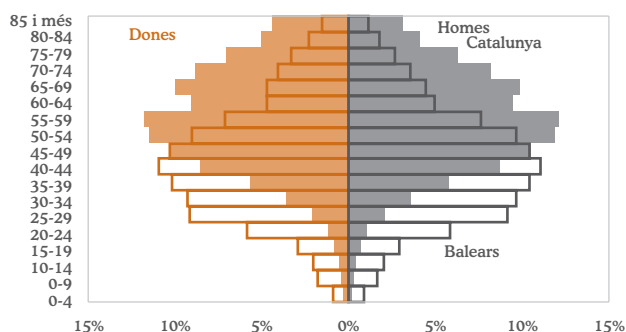
El gràfic 1 mostra, superposades, la piràmide de població de 1998 (marcada amb línies) i la de 2003 (amb color dens) per a Espanya. Entre 1998 i 2003 el nombre d'estrangers empadronats a Espanya s'ha multiplicat per quatre, des de 637 mil fins a 2,66 milions, el que ha tingut dos efectes: d'una banda, el natural augment de l'amplada de la piràmide de població, sobretot a les franges d'edat mitjana. El 51% dels immigrants estrangers tenen entre 20 i 39 anys d'edat, mentre que només el 31% dels nascuts a Espanya es troben en aquest grup d'edat; de l'altra, l'eixamplament de la base de la piràmide, conseqüència de la major taxa de natalitat mostrada pels estrangers. Mentre que les dones estrangeres representen el 7,3% del total de dones, el grup en edat fèrtil és superior, el que ha permès que el nombre de nascuts de mare estrangera representi el 10,4%, i es recuperi la taxa de natalitat des del mínim de l'any 1996.

Els 3,3 milions d'immigrants nascuts a l'estranger residents a Espanya segons el Padró de 2003 es distribueixen d'acord amb una piràmide d'edats clarament diferenciada de la del conjunt de la població. Així, la piràmide dels immigrants no mostra la característica forma triangular de les poblacions joves, amb una elevada taxa de natalitat, sinó un tram central (des dels 25 fins als 40 anys) amb una elevada concentració, el 42% de la població (43,7% dels homes i 40% de les dones) i extrems molt estrets. El primer avantatge d'aquest fenomen és que el rejueniment de la població contribueix a disminuir la gravetat dels problemes plantejats anteriorment.

Evidentment, aquesta situació també contribueix de forma important a dinamitzar el mercat laboral. A part de que els immigrants triïn el lloc d'arribada en funció del dinamisme del mercat laboral i tinguin una participació més elevada que els nacionals, mostren una mobilitat més elevada en els primers anys. El 12% dels estrangers residents a Espanya varen canviar de municipi durant l'any 2002, multiplicant per quatre la mobilitat dels espanyols, contribuint per tant a reduir les tensions per restriccions d'oferta laboral vinculades a l'escassa mobilitat dels treballadors autòctons.

No obstant, els fluxos migratoris també mostren un límit. D'una banda, les dificultats per l'assimilació dels immigrants pot reorientar els fluxos cap a d'altres llocs. Una crisi econòmica al lloc de destinació pot bloquejar un flux migratori, i fer que aquest ja no es torni a produir. Però també pot succeir que s'esgoti la font d'origen dels migrants, donat que la disminució de pressió al mercat laboral d'origen reduir els incentius per la emigració. Així, el flux migratori des del sud de la Península Ibèrica cap al centre i el nord és un fenomen característic dels anys cinquanta i seixanta, que perdé força amb la crisi econòmica dels anys setanta i no s'ha tornat a produir.

Piràmide relativa dels espanyols nascuts fora de la Comunitat Autònoma: Catalunya i Balears



Font: INE i BBVA

Un exemple extrem d'aquest cas és el de la immigració d'espanyols a Catalunya. Un fenomen que es produí fins fa trenta anys, i que des d'aleshores s'ha aturat completament. Com a resultat, la piràmide de població dels espanyols residents a Catalunya però nascuts fora de Catalunya mostra un envelliment molt rellevant. L'arribada d'immigrants estrangers, en aquest cas, actua de forma compensatòria respecte de la paralització del flux nacional (gràfic 2).

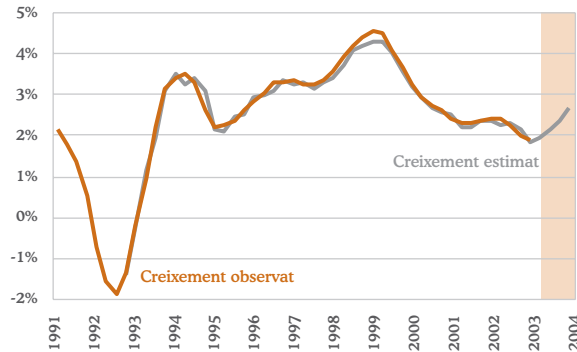
El flux nacional, però, tot i no ser de la magnitud de dècades anteriors, encara existeix, i hi ha Comunitats Autònomes que se'n beneficien, donat que comporta avantatges diversos, tals com la disminució dels costos d'integració i un millor *matching* al mercat laboral derivat de majors fluxos d'informació.

Balears és un dels casos on la immigració estrangera es compatibilitza amb la nacional, encara que no és l'únic, ja que la situació es repeteix a Canàries i, en menor grau, a València. El gràfic 3 mostra la diferent distribució dels nascuts fora de la Comunitat Autònoma entre Balears i Catalunya. En el cas de Catalunya el grup més nombrós de població es situa entre els 45 i els 59 anys d'edat, i el pes dels més grans triplica al pes dels més joves. Així, els individus amb menys de 45 anys representen només el 15% dels nascuts fora de Catalunya, i més del 40% supera els seixanta anys. A Balears, en canvi, la situació es pràcticament inversa. El grup més nombrós de població espanyola no nascuda a les Illes és 10 anys més jove, entre 35 i 59 anys, i més del 30% té menys de 35 anys. El desequilibri en les taxes d'atur per Comunitats Autònomes explicaria, en part, que aquest procés es continuï produint.

Recuperar els fluxos de migració nacional cap a Catalunya pot ésser, per tant, una possibilitat per a facilitar la integració, reduir els costos derivats de la immigració i facilitar l'oferta laboral al mercat català.

Enquesta sobre l'Activitat Econòmica BBVA: 1er trimestre 2004

Indicador BBVA de l'economia catalana i PIB



Font: Idescat i BBVA

L'enquesta sobre Activitat Econòmica corresponent al primer trimestre del 2004 mostra que l'economia catalana podria haver superat el mínim dels darrers mesos i haver situat les bases per una progressiva recuperació durant aquest any. Aquesta progressiva acceleració de l'activitat, però, haurà de sortejar nombrosos obstacles, marcats per la possibilitat d'un entorn internacional més inestable, que es concreta en l'evolució del preu del petroli i el risc geopolític. Les perspectives que marca l'enquesta conviden a l'optimisme, però també consideren aquestes ombres, que fan que aquesta nova tendència alcista tampoc es pugui considerar contundent i que calgui tenir paciència. Així, sembla que el procés de recuperació serà gradual i progressiu, i més lent del que en principi es podia esperar.

Per sectors, serveis i construcció han liderat el creixement i han contribuït especialment a la creació de llocs de treball, amb creixements absoluts en l'ocupació. La construcció continua amb ritmes de creixement elevats, tant pel que fa referència a l'obra pública com a la residencial. Les perspectives són igualment positives per ambdós subsectors, tot i que ja es comença a manifestar un cert alentiment del creixement. Els comentaris de les oficines respecte d'aquest tema destaquen el desenvolupament de noves àrees residencials als afores de grans ciutats i la creació de nous polígons industrials, seguint la mateixa tendència que amb la vivenda. L'obra pública es mantindrà en els propers mesos, tot seguint la construcció de l'AVE i les millores i ampliacions en la xarxa viària catalana (autovia Lleida, túnel de Bracons, accesos a Barcelona per la N-II) i l'ampliació de l'Aeroport. En el cas dels serveis, s'ha de reconèixer però que el turisme no sembla haver recuperat el to perdut en els darrers mesos, tot i visualitzar-se indicis de recuperació. En aquest punt s'assenyalen diverses raons: la climatologia, l'apreciació de l'euro o l'arribada de turisme amb menor poder adquisitiu, que justificarien el manteniment de l'atonía. L'optimisme de cara als propers mesos es manifesta per l'apertura del Fòrum, l'any Dalí i l'inici de la temporada d'estiu, l'efecte dels quals s'hauria d'observar en properes enquestes.

La indústria, sector diferencial de Catalunya, sembla reprendre el ritme després d'un període recessiu. Tret de l'ocupació, amb una evolució negativa probablement afectada pels darrers tancaments d'empreses, l'enquesta mostra l'inici d'una tendència més positiva en els índexs de producció i inversió, no tant per l'increment en el percentatge de respostes que apunten una millora sinó per la disminució de les que opten per considerar que els índexs han baixat, el que ja marca que s'ha tocat fons i

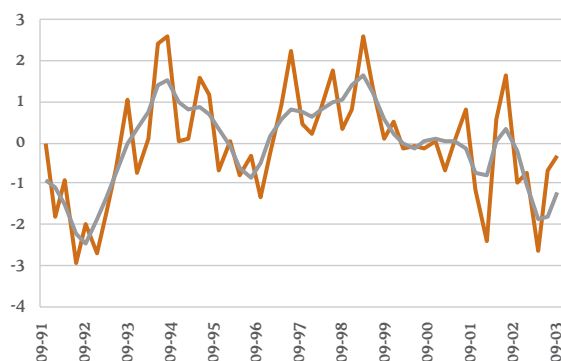
Quadre resum de l'activitat econòmica

(% de respostes)	1r TRIMESTRE DE 2004			4t TRIMESTRE DE 2003			1r TRIMESTRE DE 2003		
	Augmenta	Estable	Baixa	Augmenta	Estable	Baixa	Augmenta	Estable	Baixa
Producció industrial	10	78	12	9	73	19	1	77	22
Cartera de comandes	14	63	23	12	58	30	2	42	56
Nivell d'estocs	16	78	6	22	70	8	29	55	16
Inversió al sector primari	12	76	13	13	59	28	5	68	27
Inversió industrial	25	54	21	18	48	34	6	29	66
Inversió en serveis	20	67	14	22	67	11	20	62	17
Nova construcció	30	56	14	36	49	15	28	53	19
Ocupació industrial	4	66	30	5	70	25	3	73	24
Ocupació en construcció	33	57	10	30	59	11	20	66	14
Ocupació en serveis	24	72	4	20	68	12	8	83	9
Preus	48	48	4	62	35	3	57	42	0
Vendes	16	67	17	20	49	31	6	56	38
Exportacions	12	73	15	7	70	24	9	51	40
Activitat Econòmica	10	84	6	15	68	17	4	67	29
Perspectiva per al trimestre vinent	29	63	9	19	64	17	17	61	22

Font: BBVA

Evolució del turisme (saldos)

Sèrie original i suavitzada



Font: BBVA, Enquesta sobre l'Activitat Econòmica

que la tendència ha de ser a l'alça. La deslocalització sembla ser un dels motius principals que es troben al darrera dels resultats que marca l'enquesta sobre l'evolució negativa de l'ocupació, i podria restar força a la incipient recuperació del sector.

Donats els cicles productius en l'agricultura no hi ha factors rellevants a comentar. S'observa estabilitat en els resultats i es manifesten noves inversions en tecnologia per modernitzar les instal·lacions. Les ombres continuen en l'evolució dels preus del porcí, que no recupera els valors i comença a tenir efectes en els comptes d'explotació dels ramaders del sector. S'han detectat certs comentaris que alerten sobre la baixada en el preu del raïm, que podria continuar després de la verema del setembre. Si aquest fet es confirma, els marges d'explotació dels agricultors podrien veure's afectats negativament.

El sector exterior continua en clara atonia, després de la davallada que van mostrar els resultats de l'Enquesta durant el 2003, i confirmada per les xifres de duanes i la Comptabilitat trimestral. En aquest primer trimestre, però, l'Enquesta assenyala un canvi de cicle, iniciant una recuperació que podria continuar si es confirma la progressiva millora en l'economia europea i es manté una relativa estabilitat en la cotització de l'euro, factor que ha tingut un efecte negatiu en l'actuació dels exportadors catalans.

Per últim, destacar els nombrosos comentaris en l'Enquesta relatius al comerç. Els enquestats insisteixen en les dificultats amb què es troba el petit comerç per la competència dels centres comercials i dels establiments multiproducte dels immigrants, així com també pel desplaçament de les compres des dels municipis cap a les capitals de província. Restarà pendent pels propers mesos veure l'evolució un cop aplicades les mesures impulsades per la Generalitat i el Ministeri d'Indústria, Comerç i Turisme orientades a restringir l'actuació de les grans superfícies i a limitar els horaris comercials. D'entrada aquesta política, que semblaria una resposta a les demandes dels comerciants que reflecteix l'Enquesta, pot tenir en canvi un impacte negatiu en termes d'ocupació i innovació al sector¹, sobretot a llarg termini, però caldrà esperar els resultats per manifestar una opinió més contundent al respecte.

En conjunt, l'Enquesta és optimista en la recuperació de l'activitat i manté el to positiu en les expectatives. No obstant, planejen certs dubtes sobre el futur lligats a l'entorn internacional que fan que tot i existir aquest desig latent de reactivar el creixement econòmic, el ritme no s'acabi de recuperar.

L'evolució positiva que es detecta per al conjunt de Catalunya s'observa també, en línies generals, per comarques. Només hi ha 4 comarques que assenyalen una situació d'empitjorament per l'activitat econòmica en el primer trimestre del 2004 respecte al darrer trimestre del 2003. Són les comarques d'Alta Ribagorça, Anoia, Baix Penedès i Pla d'Urgell. De la resta de comarques per les quals es disposa de dades, 7 comarques assenyalen que s'ha produït una millora, mentre que la resta consideren que s'ha mantingut una estabilitat en l'activitat. Mostrant-ho en termes percentuals², els resultats de l'Enquesta assenyalen que gairebé el 22% de les comarques catalanes han observat una millora en l'activitat econòmica durant aquest primer trimestre respecte la situació en el trimestre anterior. El percentatge de comarques que assenyalen un empitjorament, en canvi, s'ha reduït fins al 12%.

Si fem aquesta anàlisi considerant la comparació respecte a fa un any, la tendència de recuperació és més notable ja que augmenten les comarques on l'activitat econòmica ha millorat i es mantenen les comarques que assenyalen una disminució. En termes absoluts, a 13 comarques l'activitat ha millorat, i a 28 s'ha mantingut estable. De nou, fent l'anàlisi percentual, podem concloure que respecte al primer trimestre del 2003, el 42% de les comarques ha observat una millora de l'activitat econòmica.

Alternativament, es pot observar l'evolució territorial fent una anàlisi per províncies. Eliminant l'impacte de les comarques per les que no disposem de dades, les demarcacions de Barcelona i Tarragona són les que mostren amb més força l'increment d'activitat econòmica, mentre que a Lleida la situació no seria tan marcadament positiva. A la província de Girona s'observa una situació de més marcada estabilitat.

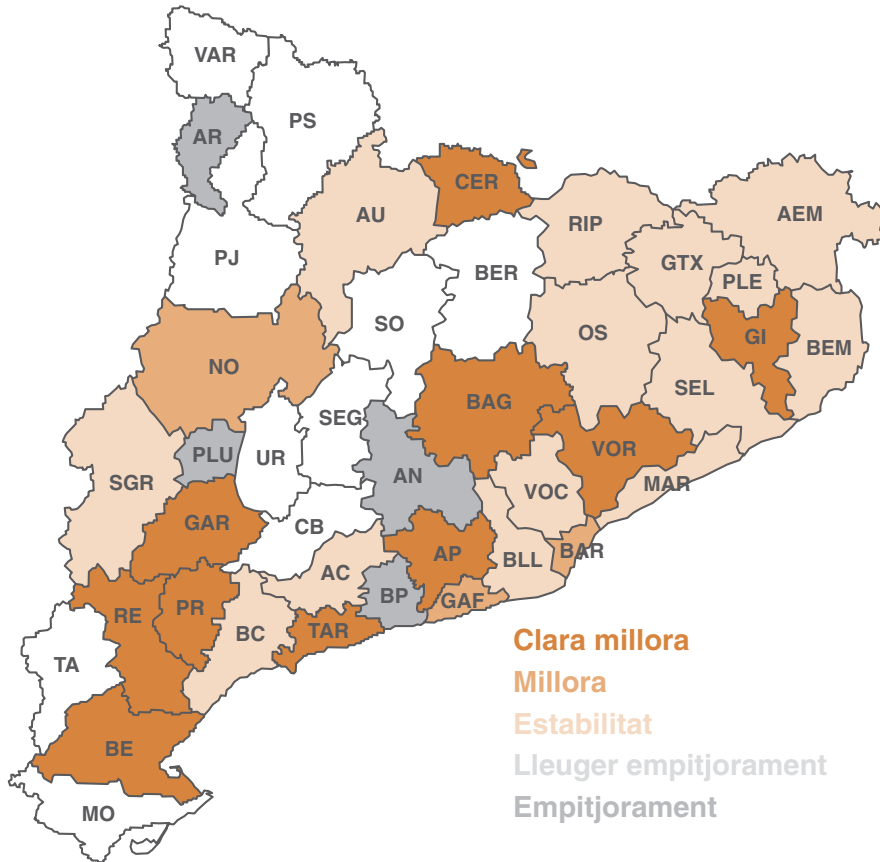
Pel que fa a les expectatives, l'Enquesta manifesta que es recupera l'activitat, suavitzant-se les respostes que assenyalaven un empitjorament en l'activitat del trimestre cap a un lleuger empitjorament. Totes les comarques que notificaven pitjors resultats pel trimestre, tret del Pla d'Urgell, tenen millors expectatives pel trimestre vinent i sintonitzen amb la resta de comarques que aposten per la progressiva recuperació econòmica a Catalunya.

En conjunt, per tant, l'Enquesta preveu que es produirà una suau recuperació del creixement durant els dos propers trimestres.

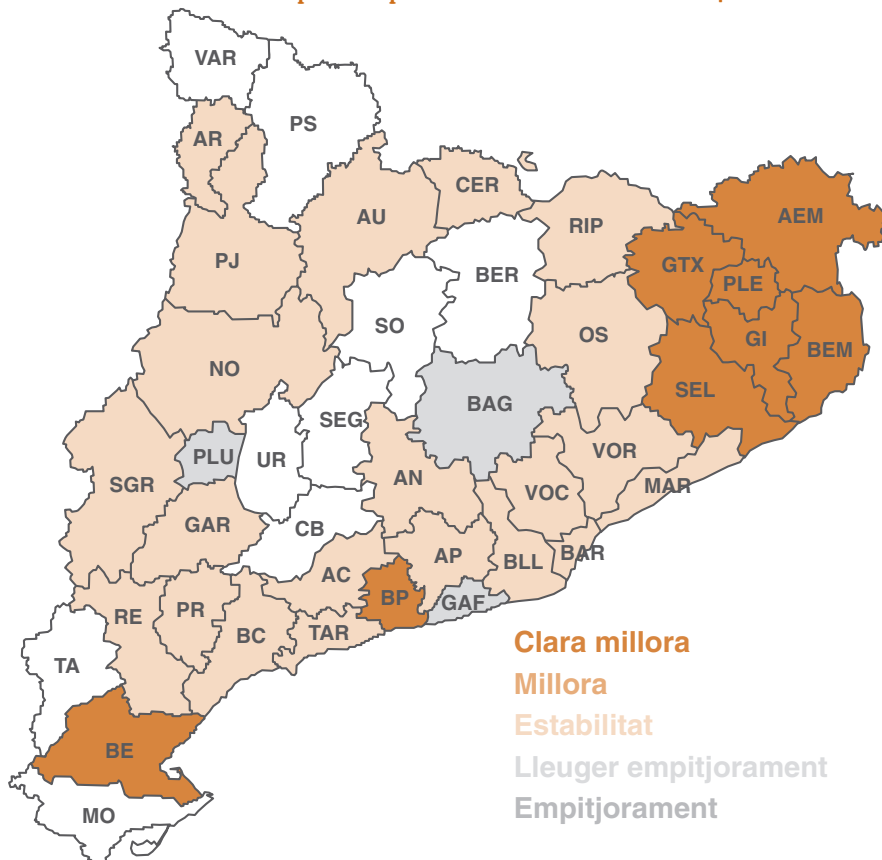
¹ Veure part d'economia catalana en aquesta mateixa revista.

² Eliminant de la mostra les comarques per les quals no hi ha respostes disponibles en l'enquesta.

1r Trimestre del 2004
 Canvi en el nivell d'activitat econòmica respecte a fa un any



1r Trimestre del 2004
 Perspectiva per al 2on trimestre del 2004



Interessats dirigir-se a:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao T 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es

Dipòsit Legal: M-31254-2000

altres publicacions



Aquest és un document preparat pel Servicio de Estudios del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) pel seu propi compte, i es subministra només amb una finalitat informativa. Les opinions, estimacions, prediccions i recomanacions que s'expressen en aquest document es refereixen a la data que apareix en el mateix, pel que poden experimentar canvis com a conseqüència de la fluctuació dels mercats.

Les opinions, estimacions, prediccions i recomanacions contingudes en aquest document es basen en informacions que s'han obtingut de fonts considerades fiables, però cap garantia, expressa o implícita, es concedeix per BBVA sobre la seva exactitud, integritat o correcció.

El present document no constitueix una oferta, invitació o incitació per a la subscripció o compra de valors.