

3.1. Demanda

Cuadro Macroeconómico

(% de variación interanual)

| | Anual | | | | Trimestres 2004 | | | | Trimestres 2005 | | | |
|---------------------------------|-------|------|------|------------|-----------------|-----|------|------|-----------------|------------|------------|------------|
| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | I | II | III | IV | I | II | III | IV |
| Gasto en Consumo | 3.1 | 3.1 | 3.8 | 3.6 | 3.7 | 3.8 | 3.8 | 4.0 | 3.7 | 3.7 | 3.6 | 3.5 |
| Privado | 2.9 | 2.9 | 3.5 | 3.3 | 3.4 | 3.6 | 3.5 | 3.5 | 3.4 | 3.4 | 3.3 | 3.2 |
| Público | 4.1 | 3.9 | 4.9 | 4.6 | 4.6 | 4.7 | 4.8 | 5.4 | 4.8 | 4.5 | 4.4 | 4.6 |
| F.B. Capital Fijo | 1.7 | 3.2 | 4.6 | 4.8 | 2.7 | 4.0 | 5.8 | 6.0 | 5.4 | 4.7 | 4.6 | 4.5 |
| Construcción | 5.2 | 4.3 | 4.4 | 4.0 | 4.2 | 4.1 | 4.6 | 4.9 | 4.4 | 4.0 | 3.9 | 3.8 |
| Equipo | -2.6 | 1.7 | 4.9 | 5.8 | 0.7 | 3.8 | 7.5 | 7.4 | 6.8 | 5.7 | 5.5 | 5.4 |
| Variación Existencias(*) | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.2 | 0.0 | -0.1 | 0.1 | -0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.0 |
| Demanda Interna | 2.8 | 3.2 | 4.2 | 3.7 | 3.6 | 4.3 | 4.5 | 4.5 | 4.2 | 3.5 | 3.5 | 3.7 |
| Exportaciones | 1.2 | 2.6 | 4.5 | 5.1 | 5.5 | 3.3 | 4.1 | 5.2 | 5.2 | 5.8 | 5.1 | 4.4 |
| Importaciones | 3.1 | 4.8 | 9.0 | 7.3 | 8.0 | 8.2 | 9.5 | 10.2 | 8.8 | 7.7 | 6.5 | 6.4 |
| PIB | 2.2 | 2.5 | 2.7 | 2.8 | 2.7 | 2.6 | 2.6 | 2.7 | 2.9 | 2.7 | 2.8 | 2.9 |

(*) Aportación al crecimiento del PIB

Los datos de Contabilidad Nacional trimestral publicados por el Instituto Nacional de Estadística (INE), correspondientes al cuarto trimestre de 2004, han registrado un crecimiento del PIB del 2,7%, con un incremento de la demanda interna del 4,5%. Con esto, el ejercicio 2004 ha finalizado con un aumento anual también del 2,7% y un mayor crecimiento de la demanda doméstica, concretamente del 4,2%.

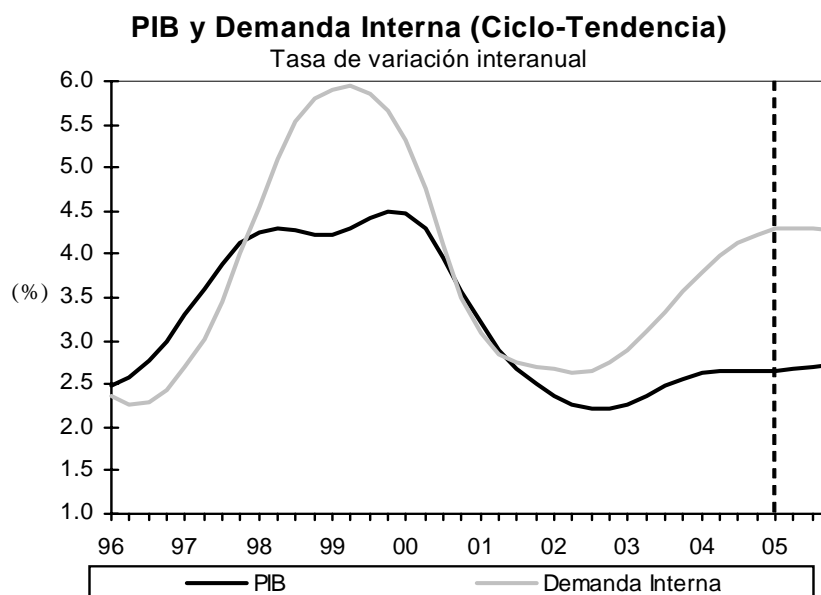
El PIB español creció un 2,7% en 2004, con un incremento de la demanda interna del 4,2%.

Las malas noticias provienen del lado de nuestro sector exterior. Las exportaciones netas se han comportado durante el pasado año peor incluso de lo esperado, restando 1,5 puntos al crecimiento del PIB. Los incrementos del precio del petróleo, la lenta recuperación de la demanda interna de nuestros principales socios comerciales (especialmente Alemania) y la pérdida de competitividad de nuestros productos están ocasionando este hecho.

Así, la demanda doméstica nacional continúa siendo nuestra principal fuente de crecimiento, si bien, al contrario que

en años anteriores, en este último ejercicio su composición ha estado cambiando paulatinamente. El consumo privado ha mostrado un aspecto muy saludable registrando un aumento medio del 3,5% frente al 2,9% de 2003. Además, sus indicadores, aunque comienzan a frenarse, no apuntan a una temprana desaceleración. El consumo de las Administraciones Públicas también ha mostrado una fuerte aceleración, pero con un ritmo de incremento bastante superior. Su crecimiento a lo largo del ejercicio 2004 ha sido del 4,9% mientras que en 2003 fue del 3,9%. Por otro lado, la formación bruta de capital fijo ha despegado fuertemente en los dos últimos trimestres, firmando un aumento anual del 4,6%, cuando el año anterior había crecido un 3,2%. Esta recuperación no sólo viene impulsada por el alto crecimiento de la inversión en construcción, que parece haber superado la pérdida de ritmo de los últimos años, sino también por un intenso repunte de la inversión en bienes de equipo que ha finalizado el ejercicio con un crecimiento del 4,9% (frente al 1,7% de 2003). De esta forma, el buen comportamiento que están experimentando todos sus componentes está produciendo un incremento de la demanda interna mucho más compensando que el de años anteriores.

La demanda interna, que está aumentando a ritmos bastante elevados, está equilibrando la composición de su crecimiento



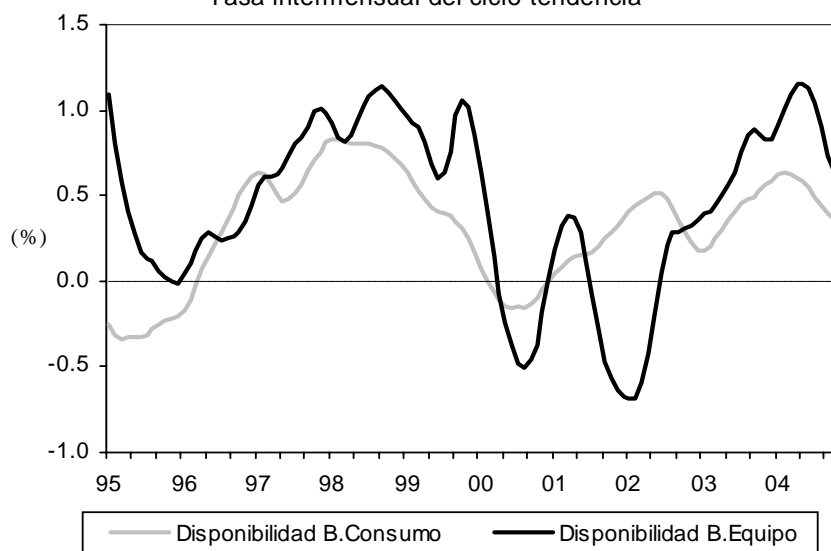
En el año en curso, creemos que se presentarán ritmos algo más bajos en la demanda interna, debido principalmente a una leve moderación del consumo, tanto privado como público. Sin embargo, esto no va a producir una desaceleración del PIB, al

contrario, esperamos que éste muestre un ligero repunte impulsado por un mejor comportamiento del sector exterior. De este modo, en 2005 el PIB registrará un crecimiento del 2,8% con una demanda interna en torno al 3,7%. Las exportaciones netas, por su parte, pasarán a restar 9 décimas al PIB.

Aunque en 2005 la demanda interna reducirá su ritmo de crecimiento, el PIB será algo mayor debido a un mejor comportamiento esperado del sector exterior.

ESPAÑA: Indicadores de Demanda Interna

Tasa intermensual del ciclo-tendencia



Indicadores de Demanda

(% de variación anual)

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|--------------------------------------|------|------|--------------------------|-------------|
| Índice Confianza Consumidores (*) | -16 | -11 | -9 | |
| Disponibilidad Manufacturas Consumo | 4,6 | 3,1 | 7,8 | 5,3 |
| Matriculación Turismos (ANFAC) | -7,3 | 7,3 | 9,9 | 4,5 |
| Matriculación Motocicletas | -2,8 | 23,7 | 58,8 | 30,6 |
| Pedidos Bienes de Consumo (*) | -9,3 | 1,5 | -0,5 | |
| Ventas en Comercio | 2,6 | 2,9 | 2,7 | 2,5 |
| Disponibilidad Bienes de Equipo | -4,0 | 5,2 | 10,7 | 8,5 |
| Matriculación Vehículos de Carga | -6,0 | 13,5 | 11,7 | 11,0 |
| Pedidos Bienes de Equipo (*) | -8,8 | -5,3 | -9,7 | |
| Consumo de Cemento | 4,7 | 4,7 | 3,5 | 3,2 |
| Valor de Trabajos de Empresas (ECIC) | 5,6 | 3,9 | 2,1⁽¹⁾ | |
| Viviendas Nuevas | 4,3 | 21,4 | 7,8 | 6,2 |

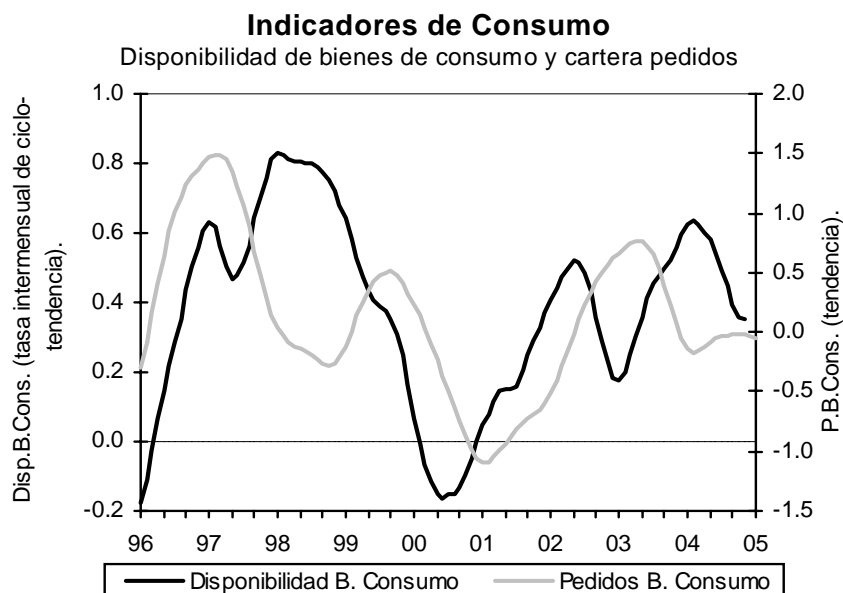
(*) Índices a diciembre; (1) Dato de septiembre; (2) Datos de agosto; (3) % crecimiento primer semestre

3.1.a. Consumo Privado

Al contrario de lo que sugeríamos en el informe de octubre pasado, el gasto de las familias ha mantenido su aceleración durante la segunda mitad del año. No obstante, en estos momentos sus indicadores están dando muestras de agotamiento, rebajando ligeramente sus ritmos de crecimiento.

Así, la renta salarial real ha registrado en 2004 un crecimiento levemente inferior al del año anterior: un 3,1% frente al 3,5% de 2003. Además, su evolución ha sido de clara desaceleración, presentando un aumento del 3,4% en el primer semestre que contrasta nítidamente con el 2,7% mostrado en la segunda mitad del ejercicio.

Al inicio de 2005, la mayoría de los indicadores de consumo están poniendo de manifiesto una moderación del gasto de las familias.

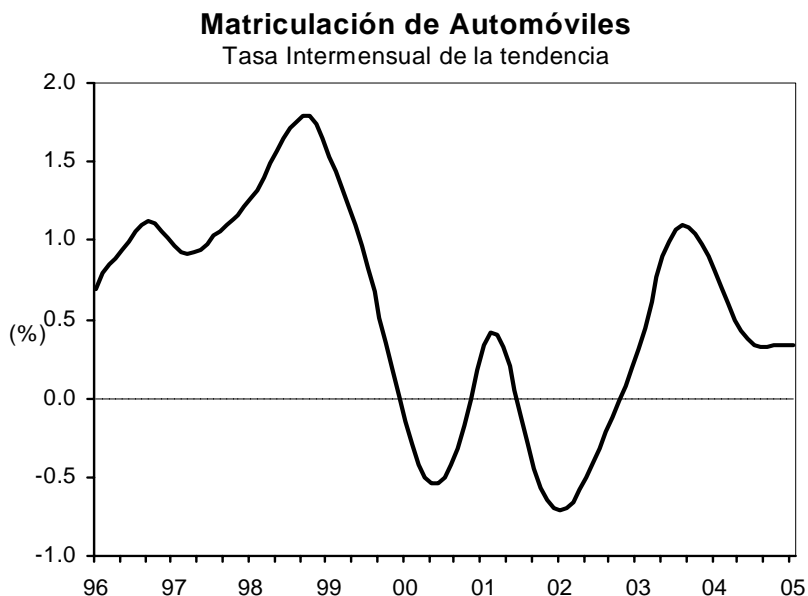


El resto de indicadores del gasto de las familias también ponen de manifiesto una moderación de la demanda de consumo.

Las disponibilidades de bienes de consumo, un buen indicador coincidente del consumo privado, crecieron durante el mes de noviembre pasado (último dato publicado) un 5,7%, ligeramente por debajo de nuestra previsión. La variable ha venido registrando tasas interanuales muy elevadas durante toda la primera mitad del ejercicio, por ello su tendencia presenta actualmente una significativa desaceleración provocada por los últimos datos. Para el año 2004, creemos que el indicador aumentará alrededor de un 7,8%, sensiblemente por encima del

3,1% registrado el año anterior. En cambio, para el presente ejercicio, esperamos que se mantenga esta ligera pérdida de ritmo y el indicador acumule un incremento cercano al 5,3%.

Para el conjunto de 2005 esperamos que tanto las disponibilidades de bienes de consumo como la matriculación de turismos presenten tasas de crecimiento sensiblemente inferiores a las de 2004.



Por otro lado, el número de turismos matriculados en el mes de enero aumentó en un 6,1%, en línea con lo previsto. El indicador ha experimentado una fuerte aceleración durante el año pasado, acumulando un crecimiento del 9,9% respecto del ejercicio anterior, cuando registró un aumento del 3,5%. Su tendencia presenta ahora un crecimiento sostenido bastante elevado, si bien no esperamos que se repitan las altas tasas de crecimiento mostradas durante el primer semestre del año pasado. Para el conjunto de 2005, nuestra previsión apunta a un aumento del 4,8%, sensiblemente por debajo del incremento registrado durante 2004.

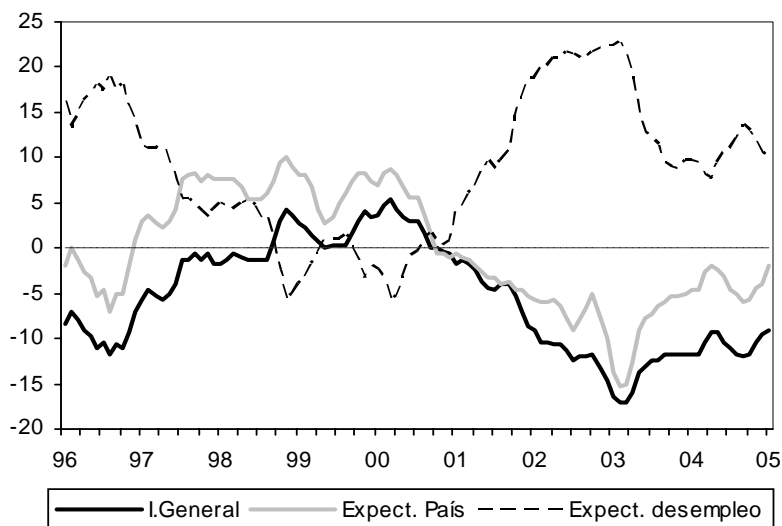
A su vez, la venta de motocicletas aumentó, también en enero, un 82,8%, en línea con lo esperado. La tendencia, que ha vivido una fuerte aceleración durante todo el 2004, muestra ahora un crecimiento sostenido muy elevado. Es muy probable que la modificación del permiso de conducción de automóviles, incluyendo motocicletas de baja cilindrada, esté produciendo (aunque cada vez en menor medida) un salto permanente sobre el nivel de las ventas. En 2004, su crecimiento medio ha sido del 58,8% frente al 24,2% del año 2003, mientras que para el próximo ejercicio, y debido al efecto mencionado, esperamos una

fuerte pérdida de ritmo que se reflejará en un incremento, sensiblemente más moderado, en torno al 30%.

Por su parte, la última publicación de las ventas en comercios, que corresponde al mes de diciembre, muestra un aumento del 2,6% en términos reales. El dato ha sido positivo y su tendencia ha frenado la pérdida de ritmo que dibujaba desde mediados del año 2003 trazando ahora una moderada aceleración. El indicador ha cerrado el año 2004 con un aumento del 2,7%, similar al 2,9% registrado en el año anterior. Para el presente ejercicio esperamos un incremento, levemente inferior, que ronde el 2,5%.

La confianza de los consumidores ha mejorado visiblemente en el último tercio del año 2004.

Confianza de los Consumidores
Media Móvil Trimestral



Por último, la confianza de los consumidores se mantiene a comienzos de 2005 en los mismos niveles de finales de 2004. Con el dato de enero, su tendencia dibuja una suave aceleración. Por componentes, está mejorando sensiblemente la percepción de los agentes sobre el mercado laboral y se mantienen aún muy débiles (aunque su tendencia es de tenue mejoría) las expectativas de ahorro de las familias.

En el conjunto de 2005 el consumo privado aumentará un 3,3%.

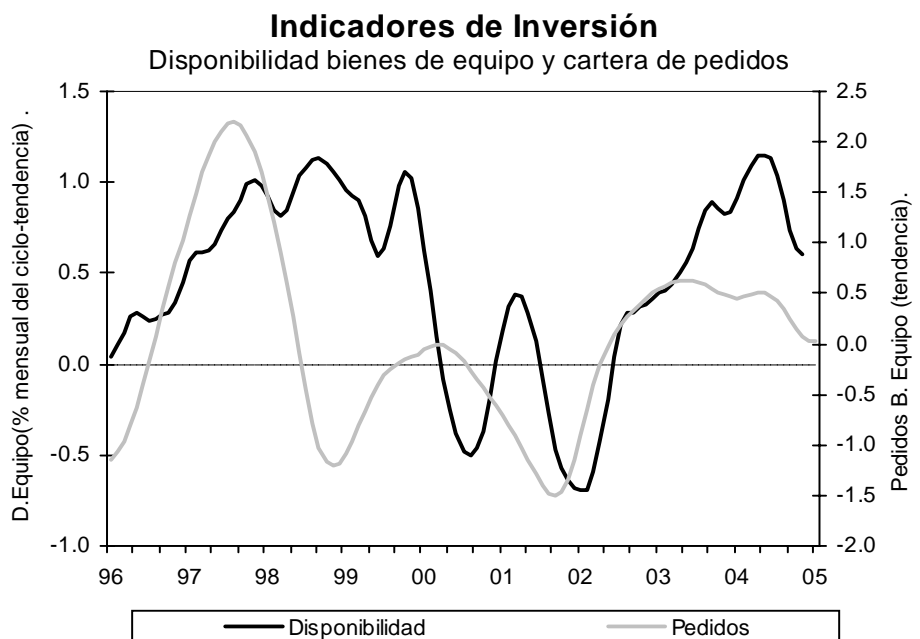
A la vista de la información proporcionada por sus indicadores, el consumo privado va a mantener a lo largo del presente ejercicio un crecimiento bastante saludable. No obstante, creemos que el fuerte nivel de endeudamiento adquirido por las familias va a provocar una leve moderación durante el primer semestre que podría intensificarse ligeramente en la segunda

parte del año. Todo esto se traducirá en un crecimiento medio anual del gasto de las familias en torno al 3,3%.

3.1.b. Formación Bruta de Capital Fijo

El comportamiento de los dos componentes de la formación bruta de capital fijo ha sido muy positivo a lo largo del año. La inversión en construcción ha frenado la larga desaceleración sufrida en los últimos años y, además, ha registrado un crecimiento aceptablemente elevado. Por su parte, la inversión en bienes de equipo ha repuntado notablemente exhibiendo una intensa recuperación en la segunda mitad del ejercicio.

Tanto la inversión en construcción como la inversión en bienes de equipo han presentado un comportamiento muy positivo en la segunda mitad del año.



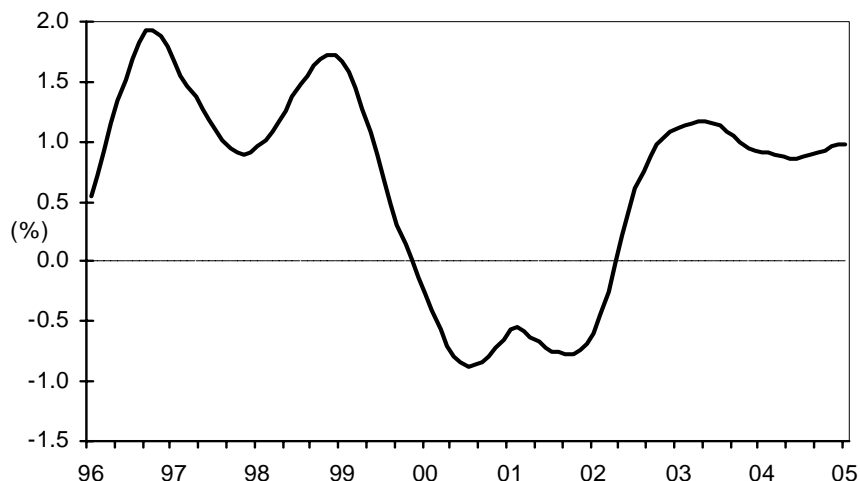
En efecto, los últimos datos de Contabilidad Nacional han evidenciado el excelente comportamiento que está mostrando la inversión empresarial. Después del fuerte crecimiento puesto de manifiesto en el tercer trimestre, esperábamos una ligera pérdida de ritmo. Sin embargo, ésta no se ha producido y la inversión en bienes de equipo continúa experimentando una intensa aceleración. No obstante, la información más reciente de sus indicadores muestra una suave desaceleración aunque aún con un crecimiento bastante elevado.

De esta forma, las disponibilidades de bienes de equipo, principal indicador coincidente de inversión en este tipo de bienes, crecieron en noviembre pasado un 4,0% en tasa interanual. Su tendencia muestra actualmente una moderada desaceleración aunque con un alto crecimiento. Esperamos que se mantenga esta senda, perdiendo lentamente algo de ritmo tanto en la parte final de 2004 como durante el inicio del presente ejercicio. Con esto, nuestra previsión apunta a un crecimiento medio del 10,7% para 2004 y del 8,6% para 2005.

Asimismo, la matriculación de vehículos de carga ha aumentado durante el mes de enero un 15,1% en línea con nuestra previsión. La variable acumuló un crecimiento medio del 11,7% durante el año pasado, ligeramente inferior al 13,5% registrado en 2003. Recientemente, su tendencia presenta un crecimiento sostenido, aceptablemente elevado, en torno al 10%. Para el año en curso, esperamos que disminuya suavemente su ritmo de aumento, firmando un incremento anual del 9,5%.

Matriculación Vehículos de Carga

Variación intermensual de la tendencia

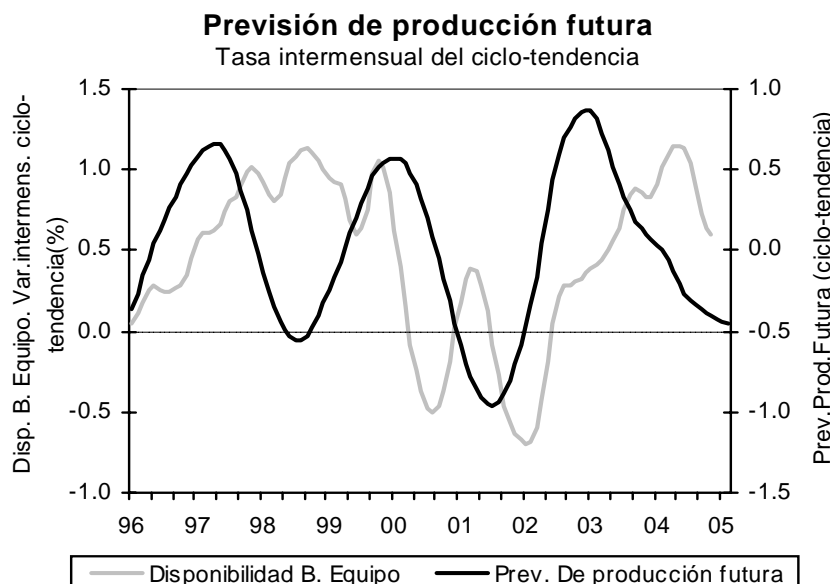


La inversión empresarial continúa experimentando un crecimiento muy intenso, sin embargo sus indicadores comienzan a emitir señales de suave desaceleración.

Los indicadores adelantados de inversión en bienes de equipo también destacan la posible pérdida de ritmo. Las expectativas de producción industrial, que es el sector más intensivo en este tipo de bienes, han registrado en el mes de enero un dato inferior a la media de 2004. Además, su tendencia presenta una pérdida de ritmo debido a la suave reducción de las expectativas de los empresarios en la segunda mitad del año. Por

su parte, la cartera de pedidos de bienes de equipo se mantiene en niveles bastante bajos.

Para el año en curso, la inversión en bienes de equipo crecerá en torno al 5,8%.



Por tanto, durante el ejercicio 2004 se ha confirmado el repunte de la inversión en bienes de equipo junto con un mejor tono industrial. Para el año en curso, esperamos que se consolide la recuperación del agregado, aunque vemos poco probable que mantenga ritmos de crecimiento tan elevados como los registrados en los dos últimos trimestres. Por ello, creemos que crecerá alrededor de un 5,8%, con un perfil de tenue desaceleración a lo largo del año.

Durante 2004 la construcción parece haber frenado su larga desaceleración.

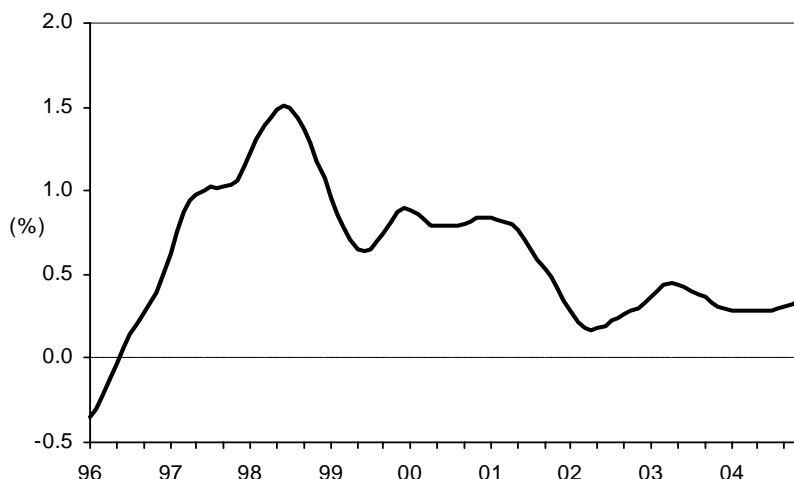
Por otro lado, la inversión en construcción, cuya evolución presentaba una moderada desaceleración en los últimos años, ha frenado netamente su pérdida de ritmo. Actualmente parece mantener un crecimiento sostenido e incluso una suave aceleración. Sin embargo, aunque algunos de sus indicadores apuntan en esa dirección, otros no parecen confirmar este hecho. Por ello, aún no asignamos probabilidad demasiado alta a un nuevo repunte del sector.

Por ejemplo, el consumo aparente de cemento ha registrado durante el mes de diciembre una evolución inferior a la pronosticada, aumentando un 1% en tasa interanual. El indicador ha cerrado su crecimiento de 2004 en un 3,5% medio anual, cuando en 2003 fue del 4,3%. Aunque su tendencia muestra ahora una suave aceleración, creemos que aún es pronto para presagiar

una recuperación. Por el momento, para 2005 nuestras previsiones apoyan la continuidad de la desaceleración del indicador (aunque algo menos acentuada de lo que esperábamos hace unos meses) lo que supondrá un incremento medio en torno al 3,2%.

Pese a que el consumo de cemento presenta una suave aceleración, no esperamos que ésta se mantenga durante 2005.

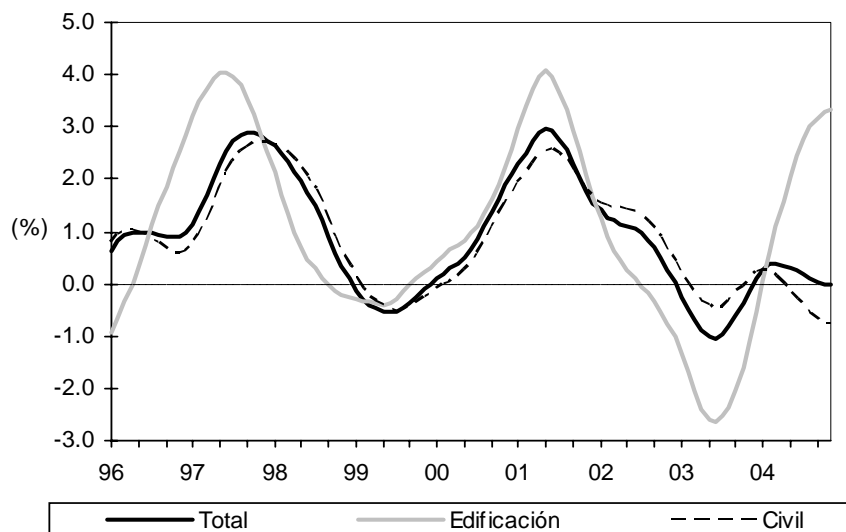
Consumo de Cemento
Tasa intermensual de la tendencia



Por su parte, los indicadores adelantados de la inversión en construcción mantienen la misma imagen de desaceleración de los últimos trimestres.

La licitación oficial total continúa perdiendo ritmo como lo ha hecho a lo largo de todo el 2004.

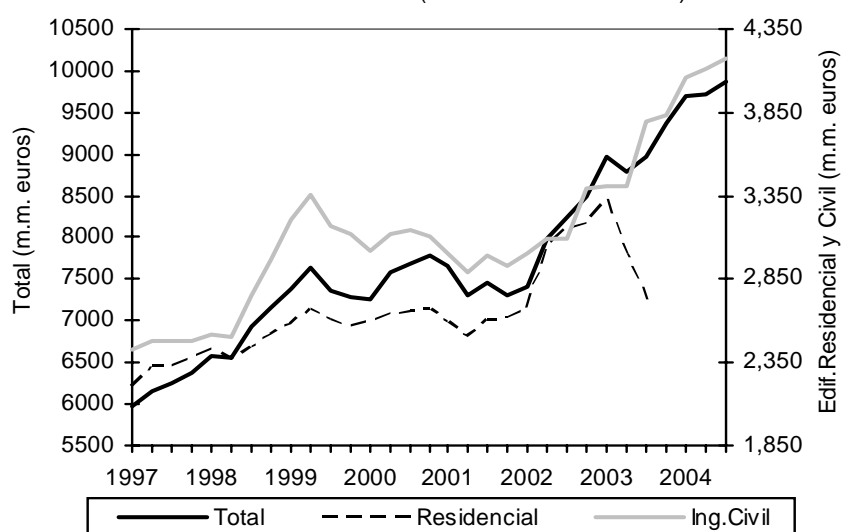
Licitación Pública
Tasa intermensual de la tendencia



La licitación oficial total del mes de noviembre, último dato publicado de este indicador, ha resultado en línea con nuestra previsión. Su tendencia continúa perdiendo ritmo como lo ha venido haciendo todo el año 2004. Sin embargo, sus dos componentes muestran ahora una evolución muy distinta. La tendencia de la licitación oficial civil (que tiene un mayor peso sobre el total) está cayendo a un ritmo cada vez mayor. En cambio, la licitación en edificación presenta una intensa aceleración de su crecimiento.

Valor Nueva Contratación de Empresas Constructoras

Media móvil anual (m.m. Euros ctes. 1990)



Por otro lado, el número de visados de nueva vivienda aumentó en noviembre un 11,1%, muy similar a lo esperado. Pese a esto, la tendencia presenta, en estos momentos, una clara desaceleración iniciada a comienzos del año 2003, aunque su crecimiento se mantiene relativamente alto.

Los visados de nueva vivienda mantienen la desaceleración iniciada en 2003 aunque mantienen aún un alto crecimiento.

Con la información actual no existen indicios de que esta situación vaya a cambiar en un futuro cercano con lo que situamos nuestra previsión de crecimiento por debajo del 8% en 2004, muy inferior al 21,4% de 2003. Para 2005, creemos que la progresiva ralentización llevará a este indicador a un incremento del 6,3%.

Con los datos más recientes de los indicadores, pese al ligero repunte que ofrece el agregado, no esperamos que la inversión en construcción vuelva a mostrar una fuerte aceleración en este año. Al contrario, creemos que prolongará su pérdida de

ritmo, aunque lo hará de forma menos intensa de lo que preveíamos hace unos meses. Todo esto conducirá a un crecimiento del 4,0% en el conjunto de 2005.



3.1.c. Demanda externa

Durante la segunda mitad de este año los intercambios comerciales han mantenido la neta recuperación con respecto del año pasado. Sin embargo, como ocurrió en el primer semestre, el crecimiento de las importaciones se está acelerando más de lo que lo está haciendo el de las exportaciones, por lo que el sector exterior continúa siendo un lastre para el crecimiento del PIB.

Los intercambios comerciales mantienen la recuperación de los últimos dos años.

De esta forma, las exportaciones de bienes y servicios crecieron en el segundo semestre de 2004 un 4,7%, frente al 4,4% en el que aumentaron en la primera mitad del ejercicio.

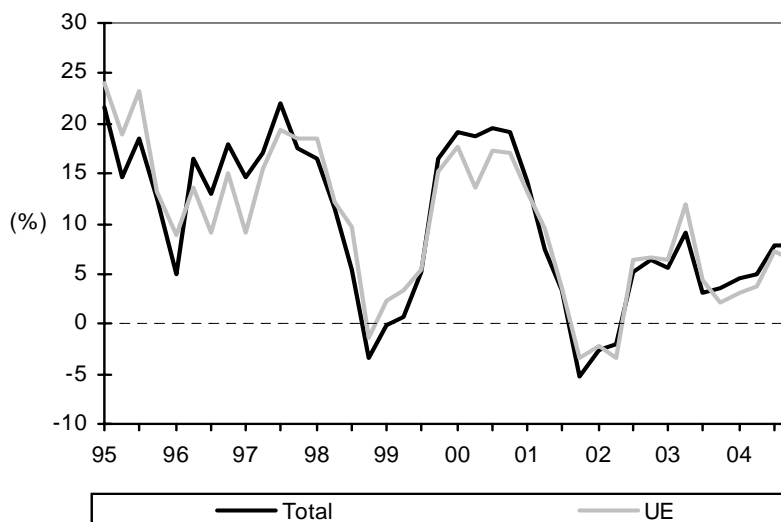
Concretamente, las exportaciones de mercancías han crecido a lo largo del año un 6,3%, superior al 5,4% registrado en el 2003. Por áreas geográficas, han crecido más las destinadas fuera de la UE (un 9,4% por un 5% las designadas a la UE) pese a la fortaleza de la divisa europea frente al dólar. Este hecho muestra la recuperación de la demanda doméstica de países como Estados Unidos o Japón donde nuestras exportaciones aumentaron un 2,2% y 19%, respectivamente.

Por tipos de bienes, destaca el avance de las exportaciones de bienes de capital que han acumulado durante el 2004 un crecimiento del 11,0%, frente a un 6,3% del año anterior. No obstante, las exportaciones de bienes intermedios, que acumulan un 8,5%, y en menor medida las de bienes de consumo, con un 2,4%, también están presentando un comportamiento positivo.

En 2004 han crecido más las exportaciones destinadas fuera de la UE.

Exportaciones por Destino

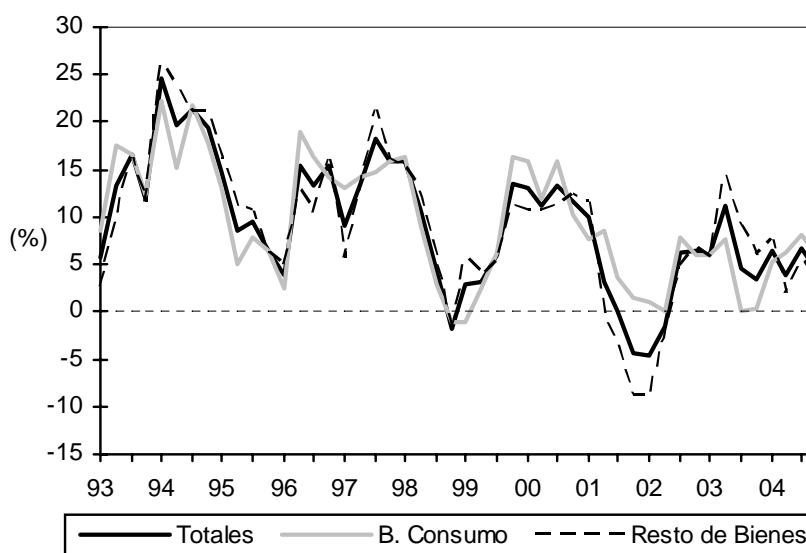
Tasa variación interanual



Por tipos de bienes, las exportaciones de bienes de capital han sido las que mejor comportamiento han presentado.

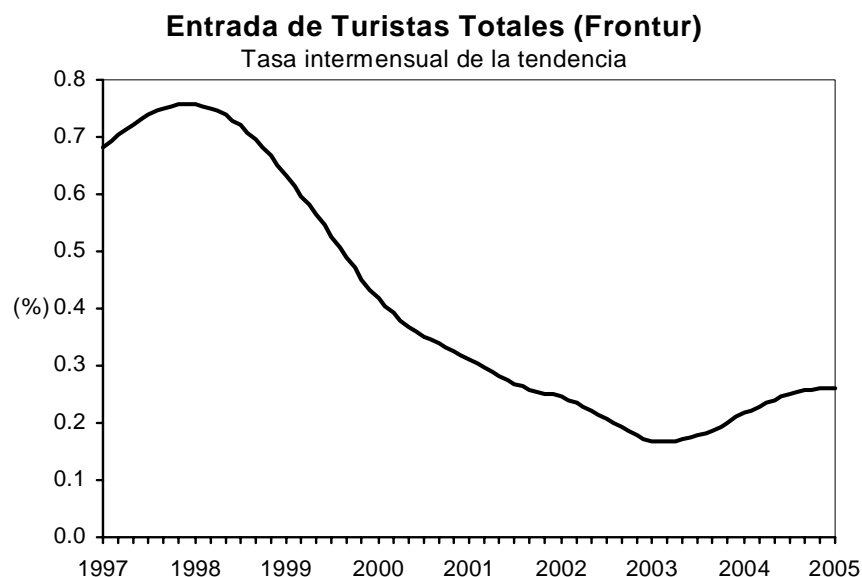
Exportaciones por Tipo de Bien

Tasa de variación interanual. Precios constantes 1995



Por su parte, la cartera de pedidos originados en el exterior, indicador adelantado de exportaciones, ha mejorado en la segunda parte del año. Sin embargo, los dos últimos datos

correspondientes a los meses de enero y febrero se han situado por debajo de lo esperado. A pesar de esto, creemos que la evolución del indicador en los próximos meses será positiva, en consonancia con un mayor dinamismo en la demanda interna de nuestros principales socios comerciales.



Finalmente, los ingresos por turismo, que forman el principal componente de las exportaciones de servicios, están mostrando un comportamiento bastante débil a lo largo de todo el ejercicio. Hasta el mes de noviembre han registrado un tenue crecimiento del 1,0% cuando en el conjunto del año pasado aumentaron un 3,7%. Como ya comentamos en el informe de octubre, el comportamiento alcista de los precios relevantes para el sector turístico y, en menor medida, el estado de inseguridad, no hacen prever una repentina recuperación del sector, aunque sí una lenta mejoría a lo largo de este año.

3.2. Actividad

La actividad española continúa la progresión iniciada en el año 2003. Aunque la mayoría de los sectores se han comportado mejor que en el año anterior, como es habitual, su evolución está siendo distinta. Un año más, el crecimiento más vigoroso lo ha aportado la construcción. Además, si bien el sector ha vuelto a registrar en 2004, un crecimiento inferior al del año anterior (por quinto año consecutivo) parece que se está produciendo un freno a esta larga desaceleración. El sector industrial, por su parte, continúa experimentando una moderada aceleración, mientras que el total de los servicios también han mostrado un ligero aumento de ritmo. De nuevo, el comportamiento más negativo ha sido el del sector agrícola que ha vuelto a deteriorarse por segundo año consecutivo.

La construcción ha vuelto a presentar un crecimiento vigoroso mientras que la industria y los servicios se han acelerado.

En los últimos meses, la recuperación que ha presentado la industria parece haber perdido algo de fuerza, principalmente provocada por la débil evolución de la producción de bienes de consumo.

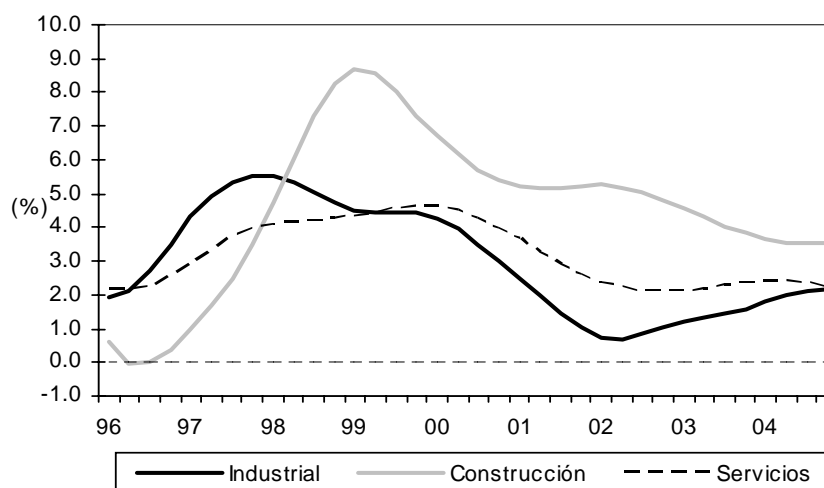
Cuadro Macroeconómico

(% de variación interanual)

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|--------------------------|------|------|------|-------------|
| PIB | 2,2 | 2,5 | 2,7 | 2,8 |
| - VAB Agricultura | 1,8 | -1,4 | -0,6 | -1,0 |
| - VAB Industria (Total) | 0,7 | 1,3 | 2,1 | 2,4 |
| Productos energéticos | 0,9 | 1,3 | 1,7 | 2,3 |
| Productos no energéticos | 0,6 | 1,3 | 2,2 | 2,4 |
| - VAB Construcción | 5,2 | 4,3 | 3,7 | 3,6 |
| - VAB Servicios | 2,3 | 2,4 | 2,8 | 2,8 |
| Servicios de mercado | 2,2 | 2,1 | 2,5 | 2,5 |
| Servicios de las AAPP | 2,7 | 3,3 | 3,5 | 3,4 |

Valor Añadido Bruto

Variación interanual de la Tendencia



El VAB de la industria creció en 2004 un 2,1%, el de la construcción un 3,7% y el de los servicios un 2,8%.

Según los datos de Contabilidad Nacional del cuarto trimestre del año 2004, corregidos de efectos estacionales y de calendario, que publica trimestralmente el INE, el Valor Añadido Bruto (VAB) para el total de la industria nacional aumentó un 2,3% (un 3,0% el sector energético y un 2,2% el no energético), firmando un crecimiento anual del 2,1%, ocho décimas por encima de 1,3% del año 2003.

Superior ha sido el incremento registrado por el VAB de la construcción que ha crecido un 3,7% en el conjunto del año (un 4,0% en el último trimestre). Aunque la desaceleración queda patente cuando comparamos el dato con la media de 2003, donde registró un incremento del 4,3%, lo cierto es que el sector se ha comportado bastante mejor en el segundo semestre, presentando tasas de crecimiento superiores a las de la primera mitad del ejercicio, con lo que se ha producido un freno a la progresiva pérdida de ritmo.

Por su parte, el VAB de los servicios ha crecido un 2,7% en el cuarto trimestre, cerrando el año 2004 con un 2,8%, frente al 2,4% que registró en el conjunto del año 2003.

Por último, el VAB del sector agropecuario ha caído un significativo 2,1% durante el cuarto trimestre. Con esto, el agregado se ha deteriorado un 0,6% en 2004, algo menos de lo que lo hizo el año anterior, cuando perdió un 1,4%.

Para el conjunto del año en curso y basándonos en la información más reciente de los indicadores mensuales de la

actividad nacional esperamos: (1) que la actividad industrial mantenga tasas de crecimiento similares a las de la segunda mitad de 2004, (2) que continúe la desaceleración del sector constructor aunque a un ritmo mucho menor al que lo venía haciendo en los dos últimos ejercicios, y (3) que el sector servicios mantenga un crecimiento relativamente constante que podría acelerarse suavemente a finales de año.

Para el año en curso, la industria aumentará un 2,4%, la construcción un 3,6% y los servicios un 2,8%.

El escenario de previsiones para el año 2005 presenta: un crecimiento medio del VAB industrial alrededor del 2,4% (dividido en un 2,3% en los productos energéticos y un 2,4% en los no energéticos), un aumento del VAB de la construcción en torno al 3,6% y, un incremento para el VAB del total de los servicios que rondará el 2,8%, distribuido en un 2,5% en los servicios destinados a la venta y un 3,4% en los suministrados por las administraciones públicas.

Indicadores de Actividad

(% de variación anual)

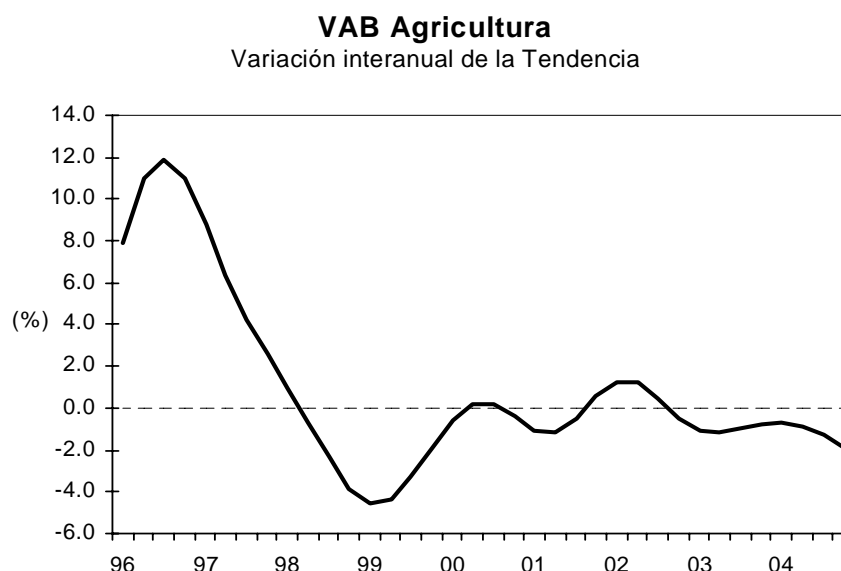
| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|--------------------------------------|------|------|------|------------|
| IPI General (Índice) | 0,2 | 1,6 | 1,7 | 2,1 |
| - IPI B. Consumo (29,7%) | 2,3 | 0,5 | 0,1 | 0,7 |
| - IPI B. Equipo (20,0%) | -4,9 | 0,8 | 2,1 | 2,0 |
| - IPI B. Intermedios (37,4%) | 1,4 | 2,1 | 1,9 | 2,4 |
| - IPI Energía (12,9%) | -0,1 | 3,9 | 4,9 | 4,4 |
| Consumo de Energía Eléctrica | 3,1 | 4,7 | 3,6 | 4,2 |
| Consumo de Cemento | 4,7 | 4,3 | 3,5 | 3,2 |
| Consumo Gasóleo Automoción | 6,2 | 7,8 | 6,9 | 6,1 |
| Afiliados Seguridad Social Servicios | 4,5 | 4,1 | 3,9 | 4,3 |
| Transporte Aéreo de Viajeros | -1,1 | 7,4 | 7,8 | 7,2 |

3.2.a. Agricultura

El sector primario ha finalizado el ejercicio 2004 con una caída media del 0,6%. Pese a que el agregado mostró un comportamiento muy positivo en el primer trimestre, en los tres

siguientes su VAB se ha deteriorado netamente. Además, el perfil temporal de su tendencia no augura buenas perspectivas para el sector, pues el dato del último trimestre ha sido claramente el más negativo del año.

El sector agropecuario no ha dado muestras de recuperación en 2004, ni esperamos que se recupere en 2005.

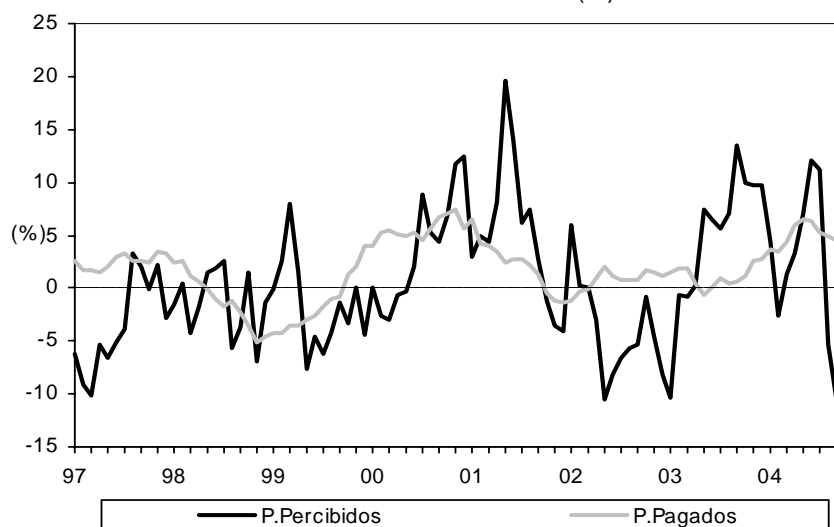


Por tanto, los datos más recientes ponen en duda la recuperación del sector primario. A los habituales problemas del sector pesquero y ganadero hay que unir los continuos aumentos que ha vivido, durante el 2004, el precio del petróleo y que operan netamente en contra del sector. Por ello, no esperamos una rápida recuperación de la agricultura a lo largo de 2005. De hecho, nuestras previsiones apuntan a un nuevo descenso de su VAB en torno al 1,0% para el conjunto del año en curso.

La evolución de los precios relativos de los agricultores ha variado en el transcurso del ejercicio, lo que viene ocurriendo en los últimos dos años. Durante los primeros meses del ejercicio los precios pagados por los agricultores crecieron por encima de los percibidos, en cambio, en los meses de mayo y junio la relación se ha invertido disparándose los precios percibidos por encima de los precios pagados. Como esperábamos en el informe anterior, en los últimos meses de 2004 los precios pagados por los agricultores han perdido algo de ritmo debido a la moderación de los costes de los combustibles. Sin embargo, los precios percibidos se han desplomado en el último trimestre lo que ha afectado muy negativamente a las rentas de los productores.

Esperamos una caída en el VAB de la agricultura del 1,0% para este ejercicio.

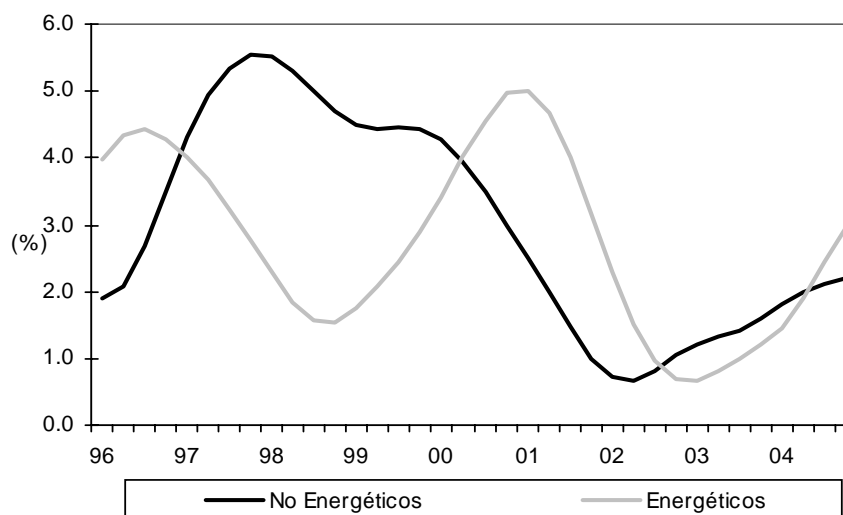
Precios Agricultores
Tasa de variación interanual (%)



3.2.b. Producción Industrial

La industria ha vivido una moderada aceleración durante el año 2004. Sin embargo, los últimos datos del agregado y la información más reciente de sus indicadores no evidencian la fortaleza del sector.

VAB Industrial
Variación interanual de la Tendencia



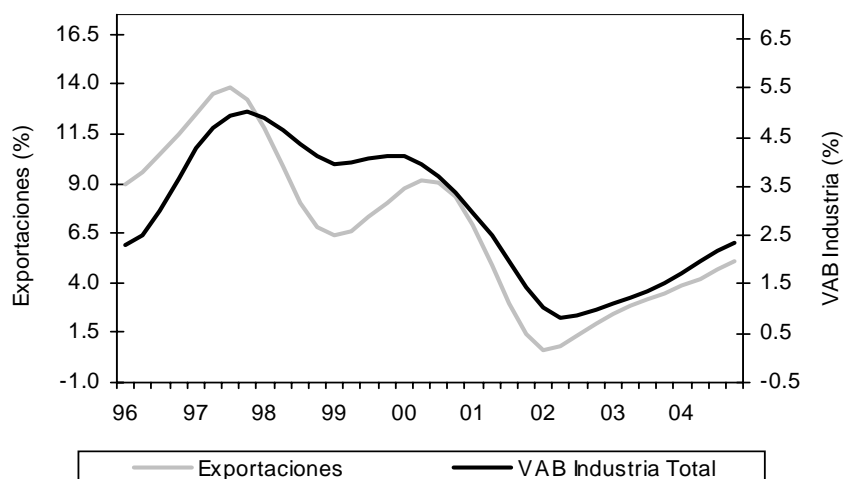
En efecto, durante el último trimestre del año pasado, el VAB industrial no energético, que forma la mayor parte del total, creció un 2,2%, por debajo de los dos trimestres anteriores

cuando registró un 2,3% y 2,5%. Actualmente, la imagen de sus indicadores muestra un suave crecimiento pero nada parece apuntar al inicio de una fuerte aceleración.

El VAB de la energía está experimentando una fuerte aceleración y esperamos que esta continúe.

VAB Industria y Exportaciones

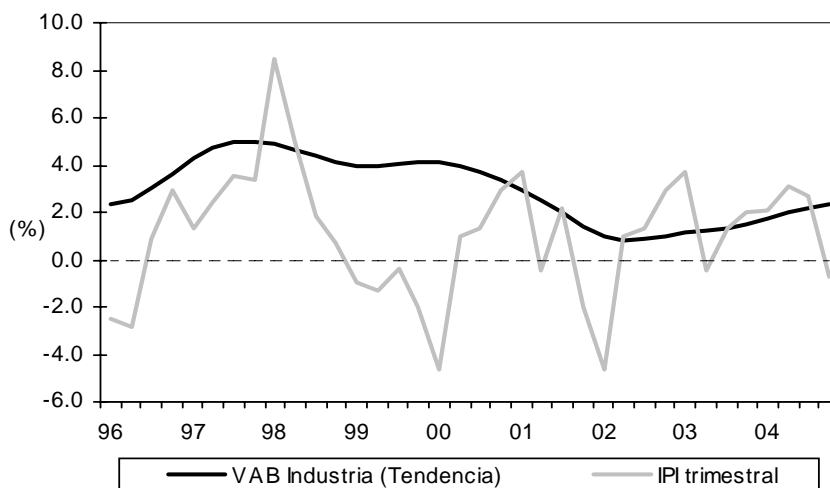
Variación interanual de la Tendencia



Durante este año el IPI general se acelerará muy suavemente creciendo un 2,1%.

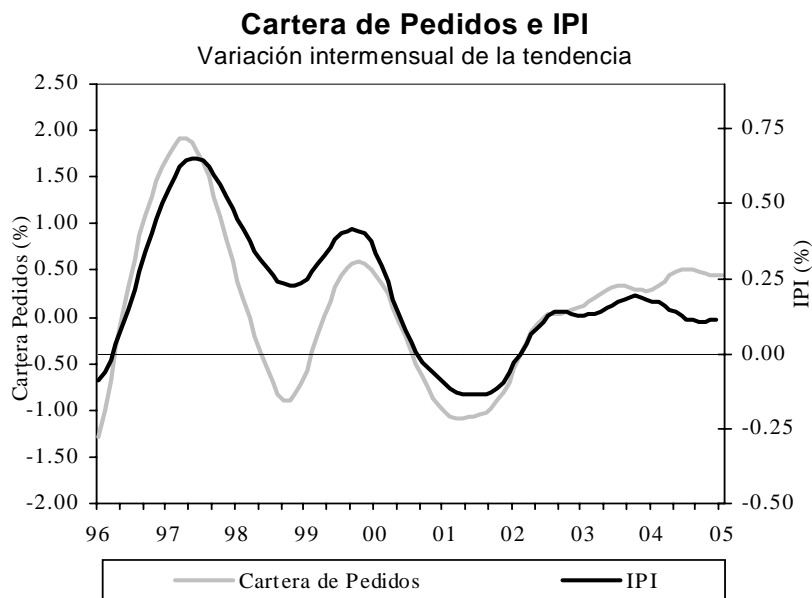
VAB Industria e Índice Producción Industrial

Variación interanual

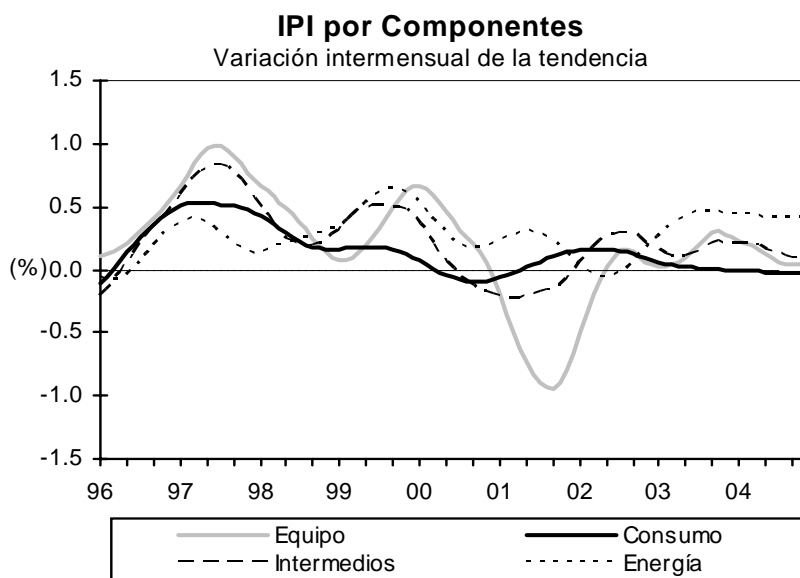


De este modo, el Índice de producción Industrial (IPI), principal indicador de la actividad del sector, aumentó en el mes de diciembre un 1,3% en tasa interanual, en línea con nuestra previsión. Con este dato, el indicador ha cerrado el ejercicio 2004 con un decepcionante crecimiento medio del 1,7%, sensiblemente inferior al 2,2% que esperábamos a mitad del ejercicio. Su

tendencia actual muestra un crecimiento sostenido relativamente débil. Para el año en curso, esperamos que el IPI se acelere ligeramente a partir del segundo trimestre y registre un aumento acumulado que se mueva en el entorno del 2,1%.



En 2005, El IPI de bienes de consumo crecerá un 0,7% y el de bienes intermedios un 2,4%. Los de bienes de equipo y energía, un 2,0% y 4,4% respectivamente.



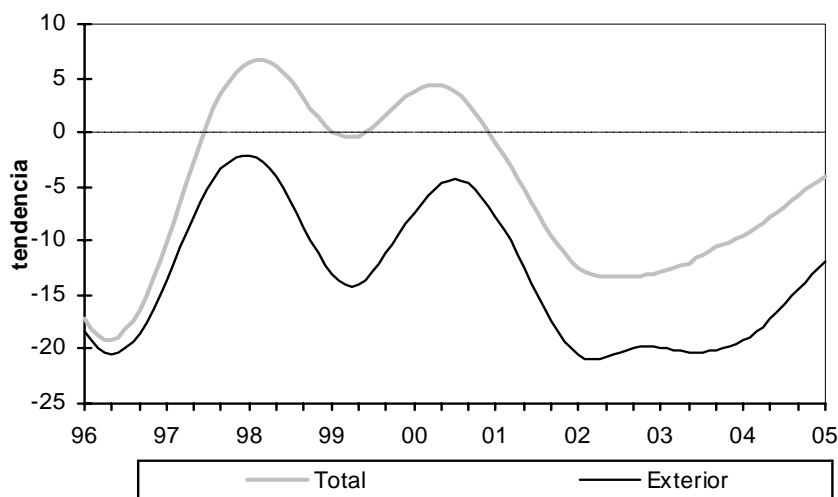
Aunque en el último mes del 2004 todos sus componentes se comportaron en línea con lo previsto, el perfil con el que han terminado el año ha sido dispar. La tendencia de la producción de bienes de equipo mantiene un crecimiento sostenido al igual que la de bienes de consumo. Por su parte, la producción de bienes

intermedios parece haber frenado la suave desaceleración exhibida durante todo el ejercicio. Por último, la producción de energía ha presentado un ritmo de crecimiento muy saludable a lo largo del año. Actualmente, su tendencia muestra un crecimiento constante que se mueve en torno al 4%.

La cartera de pedidos industriales totales mejora desde finales del año 2002.

Cartera de Pedidos Industria

Diferencia entre porcentajes de respuestas "elevado" y "débil"

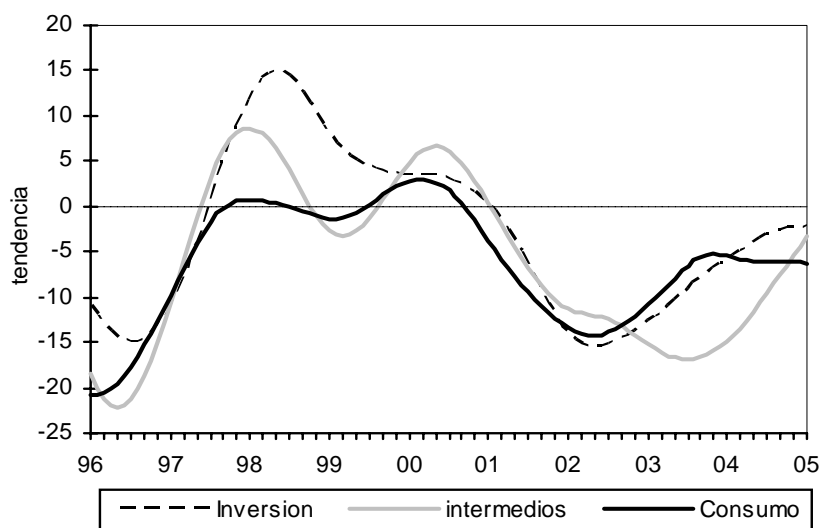


Para el año 2005, creemos que el IPI de bienes intermedios crecerá un 2,4%, mientras que el de bienes de equipo lo hará en un 2,0%. Por su parte, el IPI de la energía aumentará un 4,4% y el IPI de bienes de consumo crecerá en torno al 0,7%.

También está repuntando la cartera de pedidos originados en el exterior.

Cartera de Pedidos Industria

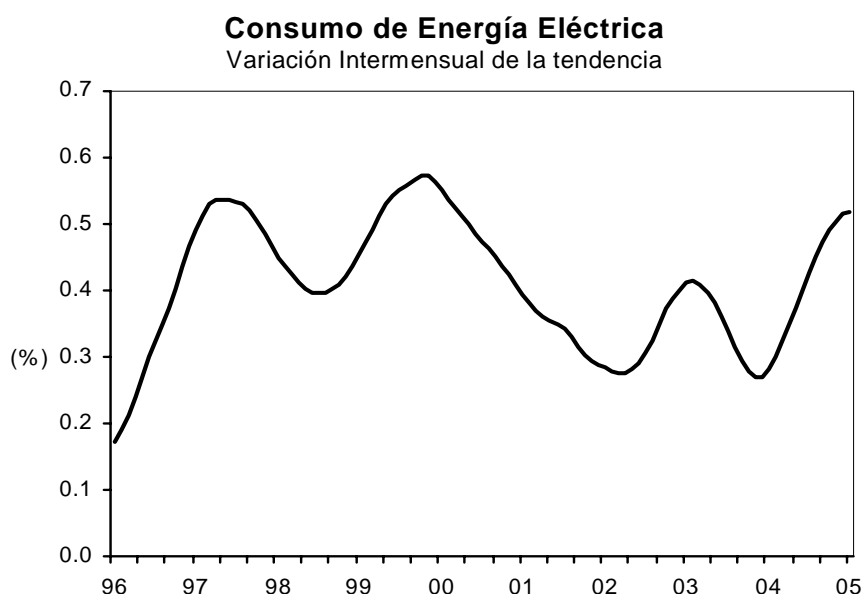
Diferencia entre porcentajes de respuestas "elevada" y "débil"



Asimismo, la cartera de pedidos, indicador adelantado de producción industrial publicado por el Ministerio de Ciencia y Tecnología, ha experimentado una ligera desaceleración en la recta final del año 2004 y comienzos de 2005. Así, los datos de cartera de pedidos totales y de pedidos originados en el exterior, correspondientes al mes de enero, han sido ligeramente peores de lo esperado. Aún con esto, sus tendencias se mantienen crecientes con un ritmo de incremento aproximadamente constante.

Por tipo de bienes, las tendencias de la carteras de pedidos de bienes de equipo e intermedios son crecientes, aunque la primera muestra una intensa desaceleración mientras que la segunda mantiene un crecimiento sostenido desde el inicio del segundo semestre de 2004. En cambio, la cartera de bienes de consumo está cayendo a un ritmo débil y relativamente constante.

Creemos que el consumo de energía eléctrica crecerá este año un 4,2%, cuando el año pasado lo hizo en un 3,6%.

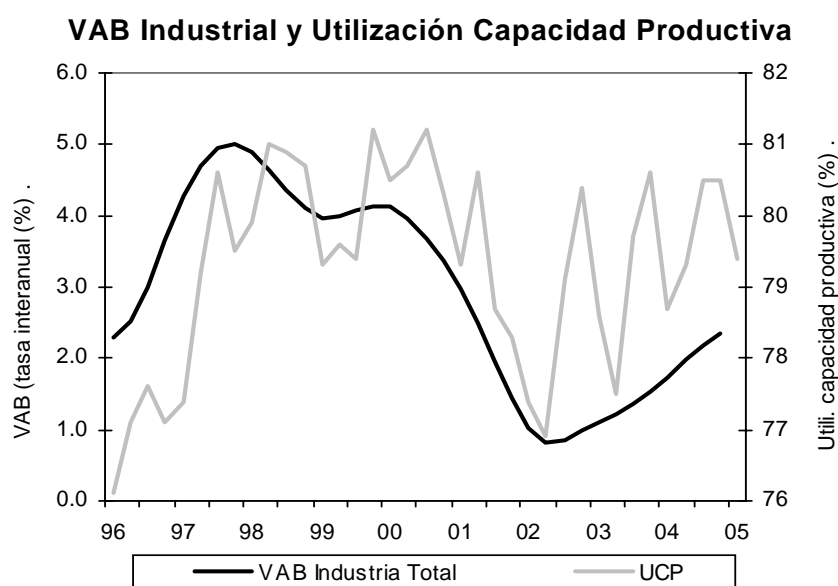


Otro buen indicador de la evolución de la industria nacional es el consumo de energía eléctrica. En el año pasado, la variable acumuló un aumento del 3,6% frente al 4,7% de 2003, lo que dejaba entrever la desaceleración sufrida a lo largo del ejercicio. Durante el mes de enero, su publicación más reciente, ha crecido un 9,1% a pesar de que el dato está corregido de efectos calendario y temperatura. Los últimos dos registros se han situado muy por encima de nuestra previsión, con lo que su tendencia experimenta ahora una intensa aceleración de su crecimiento. Por ello, creemos que se producirá una recuperación durante el presente ejercicio, aunque difícilmente se mantendrán

los actuales ritmos de crecimiento. Para el conjunto del año, nuestra previsión apunta a un incremento alrededor del 4,2%.

A su vez, la utilización de la capacidad productiva (UCP) se encuentra en niveles ligeramente inferiores al nivel medio registrado el año pasado. En el primer trimestre de 2005 ha llegado hasta el 79,4% mientras que en el conjunto de 2004 el porcentaje de utilización fue del 79,8.

La capacidad productiva se encuentra, actualmente, en niveles inferiores a los del año pasado.



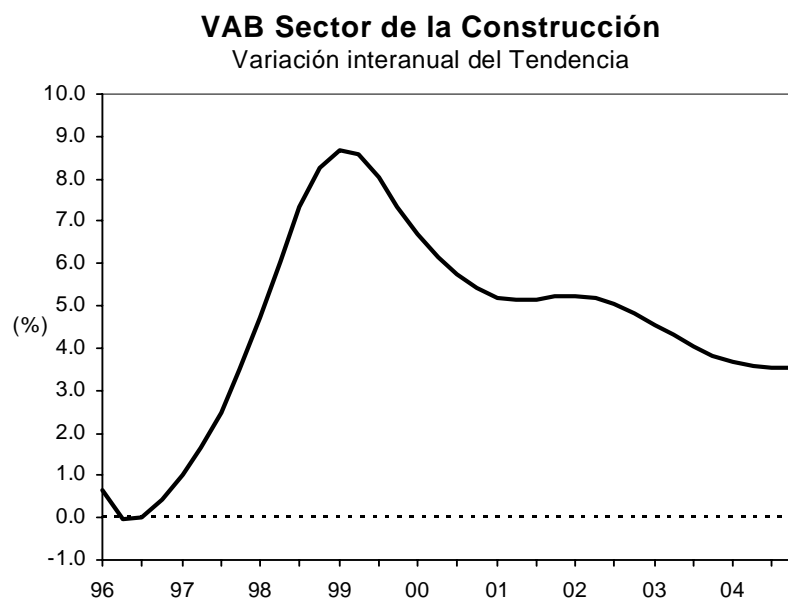
Por tipos de bienes, se ha resentido la UCP de bienes de consumo que presenta un moderado 73,1%, cuando el año pasado fue del 75%. En cambio, la UCP de bienes de equipo ha aumentado hasta el 84% en el primer trimestre (frente al 82,7% de 2004) mientras que la de bienes intermedios se mantiene prácticamente estable en niveles del 81,2%.

En resumen, la actividad industrial mantiene la recuperación iniciada a finales del año 2002. Durante el presente ejercicio la industria continuará repuntando, aunque de forma más pausada de lo que lo ha hecho hasta ahora. Pese a que la recuperación de nuestros principales socios comerciales tirará del sector, no esperamos que este efecto sea tan potente como para producir una fuerte aceleración, teniendo en cuenta, además, que la moderación del consumo privado nacional le restará fuerza. Con esto, el VAB de la industria aumentará este año un 2,4%, mostrando un crecimiento equilibrado entre productos energéticos (2,3%) y no energéticos (2,4%).

3.2.c. Actividad Constructora

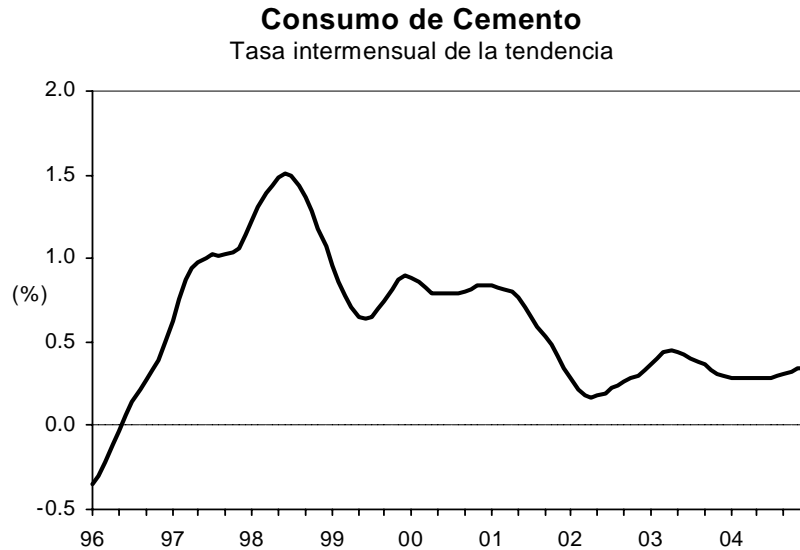
Una año más, el sector constructor se ha mantenido a la cabeza de la actividad nacional. Pese a proseguir con la larga desaceleración iniciada en el año 1999, la construcción continúa mostrando un crecimiento muy vigoroso. Además, los últimos datos muestran una pausa en su paulatina pérdida de ritmo. Actualmente, la información más reciente de los indicadores es un tanto contradictoria: unos señalan hacia un suave repunte del sector mientras que otros apuntan a la continuidad de la desaceleración.

Aunque la construcción proseguirá su desaceleración, el sector continúa demostrando mucha solidez.



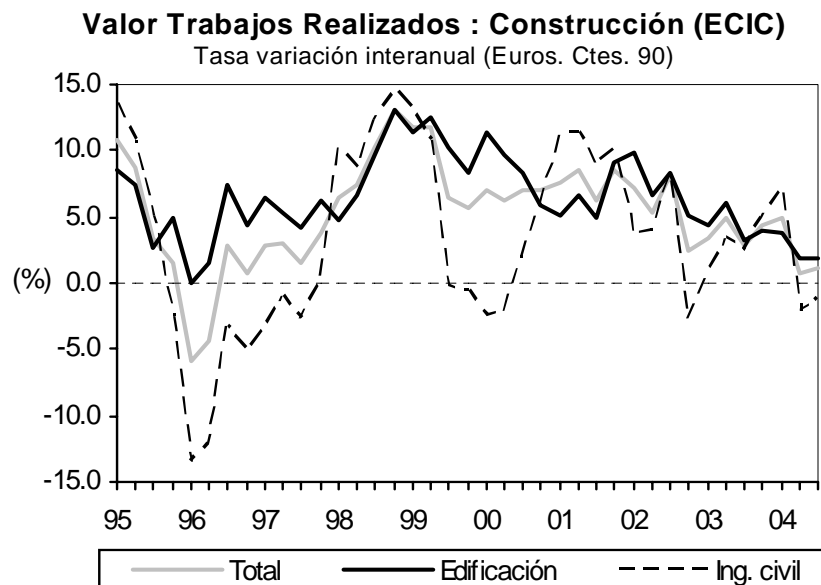
Efectivamente, el consumo aparente de cemento, principal indicador de la construcción, ha registrado durante el mes de diciembre una evolución inferior a la pronosticada, aumentando un flojo 1,0% en tasa interanual. El indicador ha cerrado su crecimiento de 2004 en un 3,5% medio anual que contrasta con el 4,5% presentado en 2002 y 2003. A pesar de esto, en este momento, su tendencia muestra un ligero repunte gracias a los buenos datos contabilizados a finales del ejercicio pasado. Pero no existen indicios de que el indicador vaya a exhibir una intensa recuperación en los próximos meses. Así, nuestra previsión para 2005 apunta a la prolongación de la desaceleración, con lo que esperamos un crecimiento cercano al 3,2%.

El consumo de cemento ha frenado recientemente su pérdida de ritmo, pero pensamos que ésta proseguirá a lo largo de 2005.



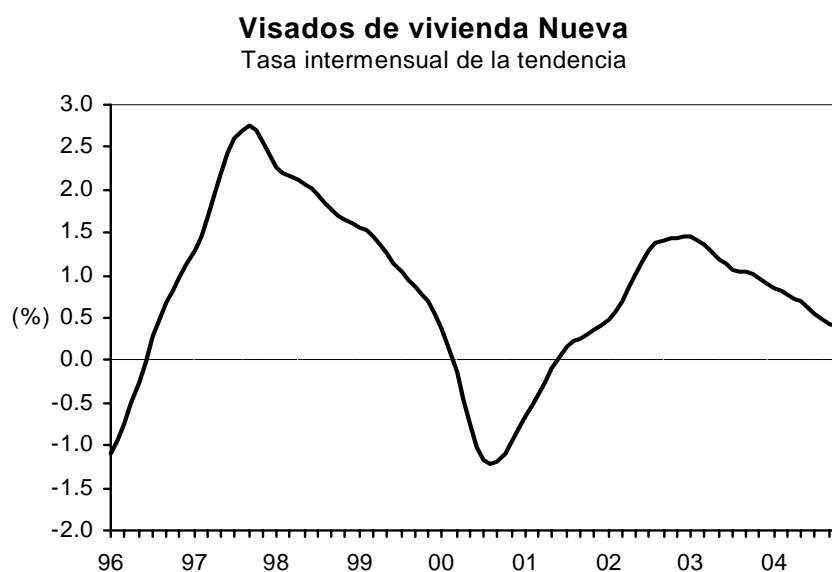
El ritmo de crecimiento del valor de los trabajos realizados por las empresas constructoras, según la Encuesta de Coyuntura Industrial de la Construcción (ECIC), continúa mostrando una intensa desaceleración. La variable creció en los tres primeros trimestres de 2003 un 3,7%, y un 3,9% en el conjunto del ejercicio. Sin embargo, el aumento acumulado en los nueve primeros meses de 2004 ha sido sensiblemente menor, en concreto del 2,1%. Como apuntábamos en el informe de octubre pasado, la evolución del indicador evidencia claramente la desaceleración. Actualmente, aunque el perfil del agregado ha cambiado ligeramente, la imagen que transmite el valor de los trabajos realizados por las empresas constructoras no ha variado.

La Encuesta de Coyuntura Industrial continúa mostrando una intensa desaceleración, acentuada con los últimos datos.



Asimismo, la tendencia que muestra en estos momentos el número de visados de nueva vivienda apunta en la misma dirección. El indicador sufre una aguda desaceleración desde inicios del año 2003 y no existe ninguna evidencia de que esto vaya a cambiar durante el 2005. Al contrario, podría ocurrir que durante el presente ejercicio tuviera lugar un cambio de tendencia y la variable comenzara a deteriorarse después de más de tres años de crecimiento.

En 2004 y 2005, los visados de nueva vivienda aumentarán en un 7,8% y un 6,2% respectivamente, muy por debajo del 21,4% de 2003.



Por su parte, la tendencia de la licitación oficial total, indicador adelantado de la construcción, continúa perdiendo ritmo como lo ha venido haciendo a lo largo de todo el 2004. Aunque la licitación oficial en edificación presenta una fuerte aceleración, ésta no es suficiente para compensar la aguda caída que sufre la licitación oficial civil.

3.2.d. Servicios

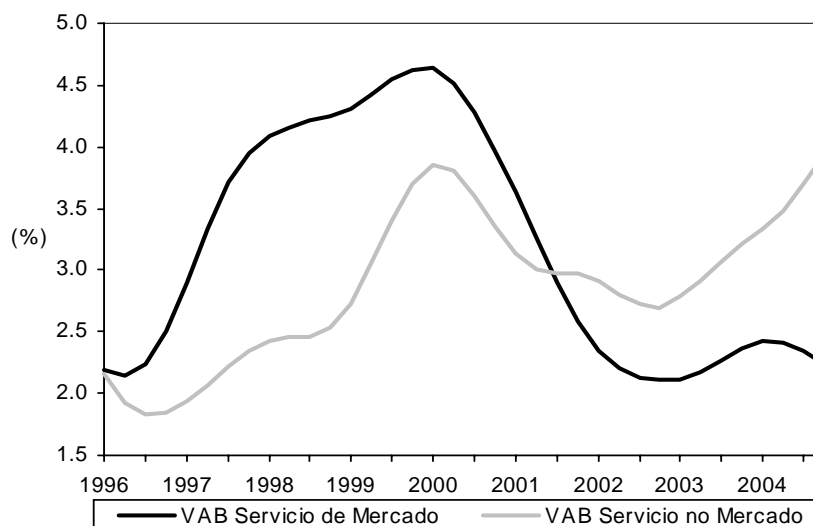
La actividad del sector servicios ha presentado un comportamiento bastante saludable a lo largo del ejercicio 2004. Su VAB ha aumentado un 2,8%, ligeramente por encima de lo que lo hizo el año anterior (2,4%). Sin embargo, al contrario de lo que ha venido ocurriendo otros años, parece que sus dos componentes se están comportando de manera muy distinta. Mientras que los servicios de no mercado están experimentando

una intensa aceleración los destinados a la venta presentan, en los últimos trimestres, una moderada pérdida de ritmo.

Los dos componentes de los servicios se están comportando de forma muy distinta.

VAB de Rama de Servicios

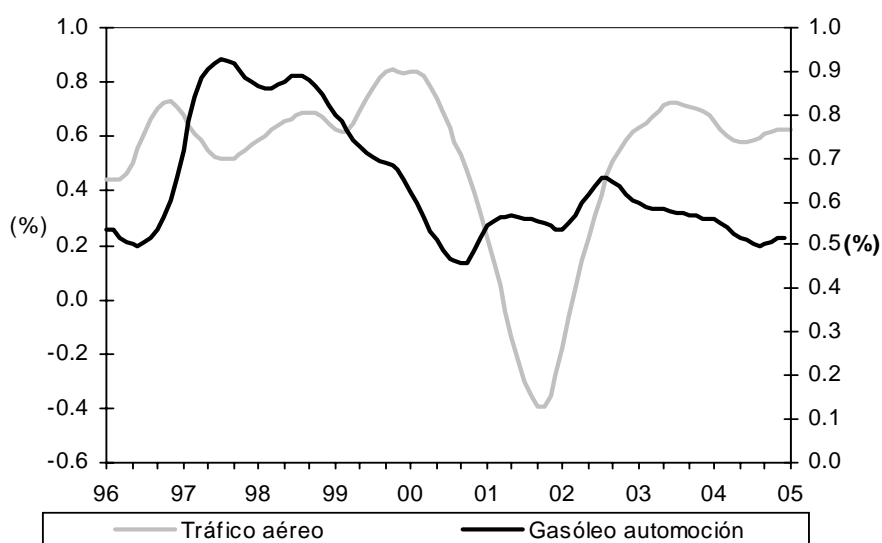
Variación interanual del Tendencia



No obstante, ésta no es la imagen que actualmente revelan los indicadores de los servicios de mercado. En efecto, después de finalizar el año 2004 con ciertas dudas acerca de la evolución de algunas variables, ahora parece existir un sentimiento coincidente de crecimiento relativamente sostenido.

Tráfico Aéreo y Consumo de Gasóleo

Variación intermensual de la tendencia



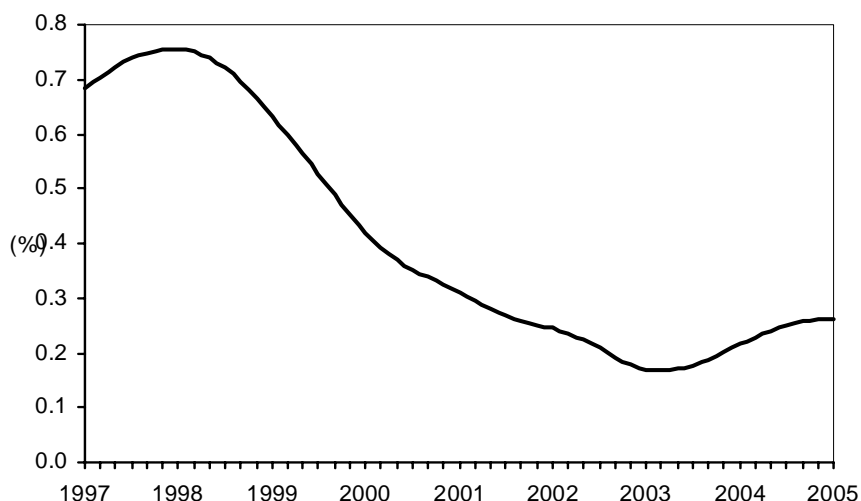
Así, el transporte aéreo de viajeros, ha acumulado en 2004 un crecimiento del 7,8%, por encima de lo esperado y ligeramente superior al 7,4% del año anterior. Su tendencia muestra una ligera aceleración en el ritmo de crecimiento, cambiando la evolución descendente del primer semestre. En enero del año 2005 ha presentado un crecimiento interanual del 9,8% por encima de lo esperado por lo que se espera un repunte de dicha variable durante el año 2005. Situamos la previsión de crecimiento para dicho año en torno al 7,2%, muy similar a la registrada el pasado ejercicio.

Por su parte, el consumo de gasóleo de automoción ha crecido un 6,9% durante el año 2004, algo por debajo de lo esperado. Su tendencia muestra actualmente una suave aceleración de su crecimiento que contrasta con la evolución del primer semestre del año, cuando dibujaba una nítida pérdida de ritmo. Para el presente ejercicio esperamos que se mantengan tasas de aumento similares a las de 2004 y el indicador concluya el año con un incremento medio en torno al 6,7%.

El transporte aéreo de viajeros y el consumo de gasóleo de automoción mantendrán en 2005 un crecimiento muy similar al de 2004.

Entrada de Turistas Totales (Frontur)

Tasa intermensual de la tendencia

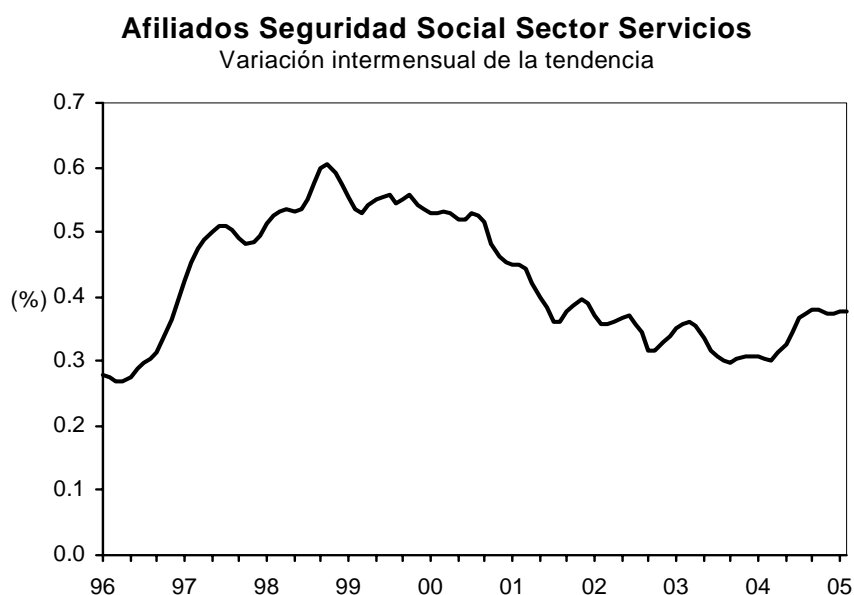


Otro buen indicador de la actividad del sector servicios es la entrada de turistas en nuestro país. En el año 2004, ésta ha crecido un 3,2%, un dato bastante positivo teniendo en cuenta la caída del 0,7% registrada durante 2003. La tendencia ha cambiado su perfil de larga pérdida de ritmo y muestra ahora una aceleración de su crecimiento. En enero de este año, el indicador ha crecido un 2,8% en tasa interanual, por debajo de lo previsto.

Para el conjunto del ejercicio, esperamos un crecimiento algo inferior al del año pasado que se sitúe en torno al 2,8%.

A su vez, los últimos datos del número de afiliados a la seguridad social muestran un crecimiento interanual en febrero y enero de un 4,2% y 4,4% respectivamente, en línea con lo esperado. El crecimiento acumulado en el año 2004 ha sido del 3,9%, ligeramente inferior al 4,1% registrado en 2003. La tendencia muestra un crecimiento positivo relativamente constante superior al acontecido en la primera mitad del ejercicio pasado. Para el 2005, creemos que se mantendrán ritmos de crecimiento similares a los actuales por lo que el indicador cerrará el año con un incremento medio alrededor del 4,3%.

Para el año en curso, el número de afiliados a la seguridad social en el sector servicios crecerá en un 4,3%, por encima del 3,9% registrado en 2004.



El empleo del sector servicios, publicado por la Encuesta de Población Activa, ha aumentado en los dos últimos trimestres del año un 3,7% y 3,3% respectivamente. Estos datos fueron sensiblemente inferiores al crecimiento medio del año 2003, que se situó en el 4,1%.

Por tipos de servicios, el componente que mejor se ha comportado ha sido el de los servicios sociales con un crecimiento interanual del 5,9%, seguido del de otros servicios ligados a la producción con un 5,7%. A continuación se han situado los servicios de distribución y los servicios prestados a las empresas, con crecimientos del 2,1% y 2% respectivamente. Por

último, se colocan los servicios de ocio que han presentado un incremento del 1,4% respecto del mismo periodo del año anterior.

En 2004, el empleo en el sector servicios aumentó un 3,7% mientras que lo hizo en un 4,1% durante el ejercicio pasado.

Empleo Sector Servicios

Tasa variación interanual

