

## 2. Principales Economías Internacionales: Situación y Perspectivas.

### 2.1. España

CUADRO RESUMEN

	2002	2003	2004	2005
PIB (variación %)	2,2	2,5	2,7	<b>2,8</b>
Demanda Interna (variación %)	2,8	3,2	4,2	<b>3,7</b>
Contribución del Sector Exterior al PIB (%)	-0,6	-0,7	-1,5	<b>-0,9</b>
Inflación media (IPC)	3,5	3,0	3,0	<b>2,7</b>
Incremento salarial en convenio (%)	3,1	3,5	3,0	-
Paro registrado total (variación % Dic.)	7,2	7,2	-2,4	<b>-2,5</b>
Tasa de Paro de la EPA (% Población Activa Dic.)	11,4	11,3	10,4	<b>10,0</b>
Balanza Comercial (% del PIB)	-5,0	-5,2	-6,7	<b>-5,8</b>
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	-2,6	-3,0	-5,1	<b>-4,0</b>
Déficit del Estado (% del PIB)	0,3	-0,3	0,3	-

El año 2004 finalizó con un aumento del PIB del 2,7% frente al 2,5% de 2003. La demanda interna tuvo un mejor comportamiento, aumentando un elevado 4,2%.

La demanda doméstica continúa siendo la principal fuente de crecimiento en España. Además, al contrario que en ejercicios anteriores, en 2004 la composición de su crecimiento ha sido más equilibrada.

Por un lado, el consumo privado ha mostrado un aspecto muy saludable, registrando un incremento medio del 3,5%, frente al 2,9% presentado el año anterior. Sus indicadores, aunque comienzan a emitir algunas señales de agotamiento, no apuntan a una temprana desaceleración. El consumo de las Administraciones Públicas, por su parte, también ha mostrado una fuerte aceleración, con un ritmo sensiblemente superior. Su incremento durante el año 2004 ha sido del 4,9%, un punto porcentual por encima del 3,9% registrado en 2003.

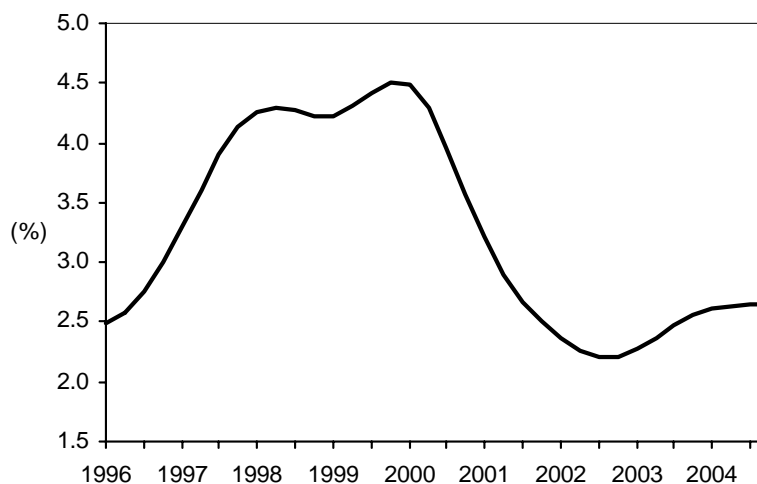
*El año 2004 ha finalizado con un incremento del PIB del 2,7% y de la demanda interna del 4,2%.*

Por otro lado, la formación bruta de capital fijo ha repuntado intensamente en los dos últimos trimestres del año, presentando un aumento anual del 4,6%, visiblemente superior al 3,2% del año anterior. Esta fuerte aceleración se debe a dos motivos. En primer lugar, al elevado ritmo de crecimiento que ha registrado la inversión en construcción, que parece haber superado (al menos de forma transitoria) la larga desaceleración iniciada en el año 1999. En segundo lugar, al enérgico repunte de la inversión en bienes de equipo, que ha finalizado el ejercicio con un crecimiento medio del 4,9% que contrasta nítidamente con el 1,7% de 2003.

*La formación bruta de capital fijo ha tenido un comportamiento muy positivo aumentando un 4,6% en 2004.*

### Producto Interior Bruto Real (p.m.)

Tasa de variación interanual de la Tendencia



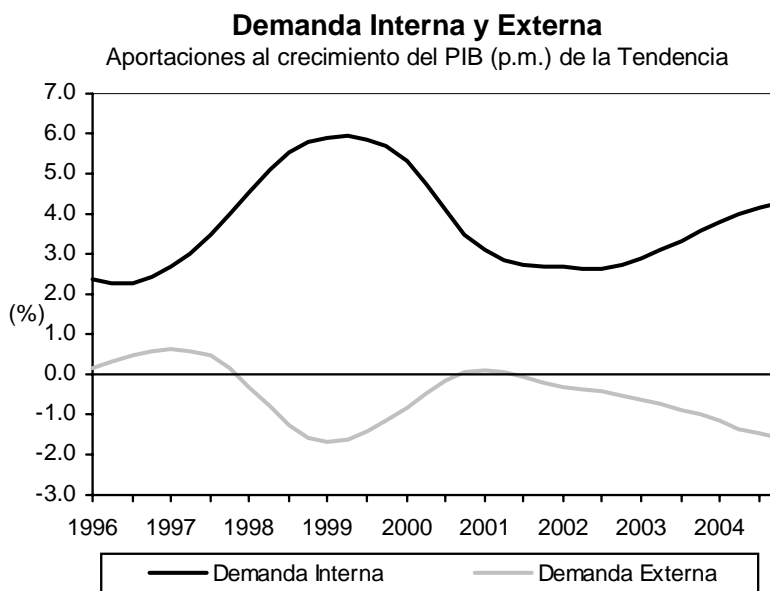
Las malas noticias, por tanto, provienen de nuestro sector exterior. Tanto, que éste ha restado en el conjunto del año pasado 1,5 puntos al crecimiento del PIB. La lenta recuperación de nuestros principales socios comerciales, los incrementos del precio del crudo y la pérdida de competitividad de nuestros productos están influyendo negativamente sobre nuestras exportaciones netas.

Como hemos comentado anteriormente, el gasto de los consumidores se aceleró durante el 2004. Sus indicadores reflejan el mejor tono mostrado por la demanda de consumo a lo largo del año, aunque muchos comienzan a mostrar ligeros indicios de agotamiento. Por ejemplo, las disponibilidades de bienes de consumo vienen presentando en los últimos periodos datos levemente inferiores a los previstos. El indicador, que ha estado registrando tasas interanuales muy elevadas durante todo el

*El sector exterior ha lastrado profundamente el crecimiento del PIB.*

primer semestre del año 2004, está disminuyendo paulatinamente su ritmo de crecimiento. Efectivamente, su tendencia muestra una suave desaceleración aunque su crecimiento continúa siendo aceptablemente alto.

*El consumo privado se desacelerará suavemente durante este año.*

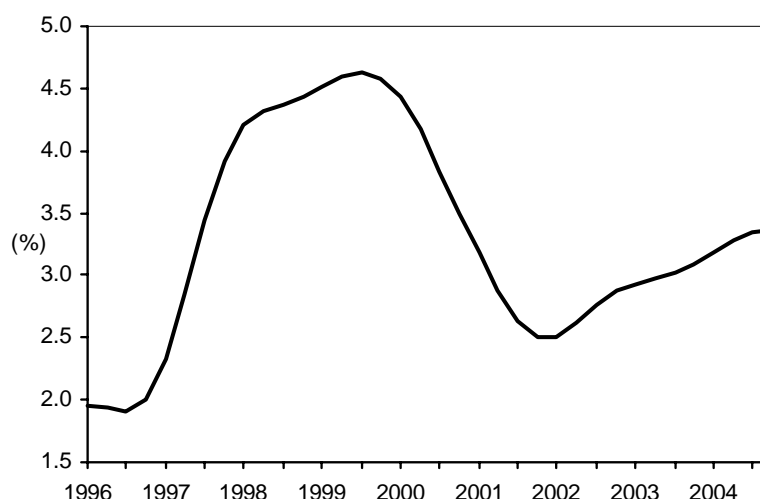


Con esto, esperamos que el consumo privado mantenga a lo largo del presente ejercicio un crecimiento bastante saludable. Sin embargo, pensamos que el fuerte nivel de endeudamiento adquirido por las familias en los últimos años provocará una tenue moderación en el primer semestre que podría agudizarse ligeramente en la segunda mitad del año. Por ello, en el conjunto de 2005, el agregado registrará un aumento del 3,3% ligeramente inferior al del año pasado.

En cuanto a la formación bruta de capital fijo, la inversión en bienes de equipo y otros elementos de capital se ha recuperado notablemente exhibiendo un intenso repunte en la segunda parte del ejercicio. A su vez, la construcción ha frenado claramente su pérdida de ritmo. Actualmente parece mantener un crecimiento sostenido e incluso una suave aceleración. No obstante, aunque alguno de sus indicadores señalan en esta dirección, el resto no parecen confirmar este hecho. Por tanto, para el presente ejercicio no esperamos un nuevo repunte del sector.

### Gasto en el Consumo final de los Hogares

Tasa de variación interanual de la Tendencia

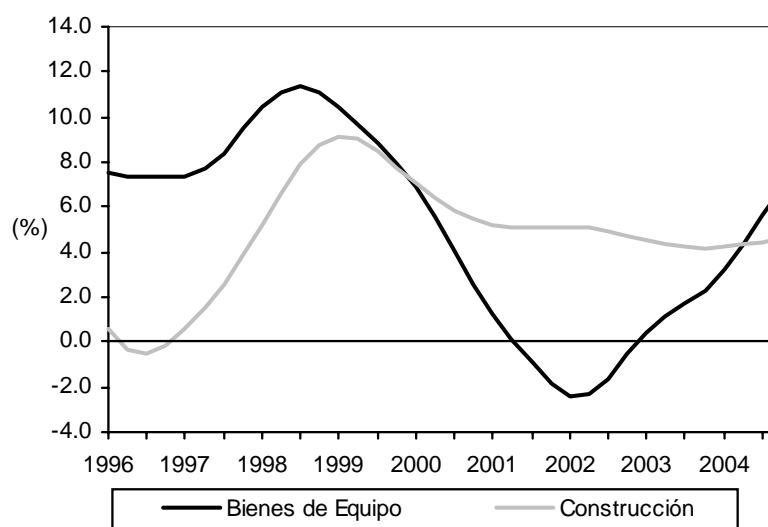


*La inversión en bienes de equipo va a continuar su recuperación aunque perderá algo de ritmo.*

Para el conjunto de 2005, creemos que se consolidará la recuperación de la inversión en bienes de equipo, aunque vemos poco probable que mantenga ritmos de crecimiento tan elevados como los registrados en los dos últimos trimestres. Esta registrará un crecimiento cercano al 5,8%, con un perfil de tenue desaceleración a lo largo del año.

### Inversión en B. de Equipo y Construcción

Tasa de variación interanual de la Tendencia



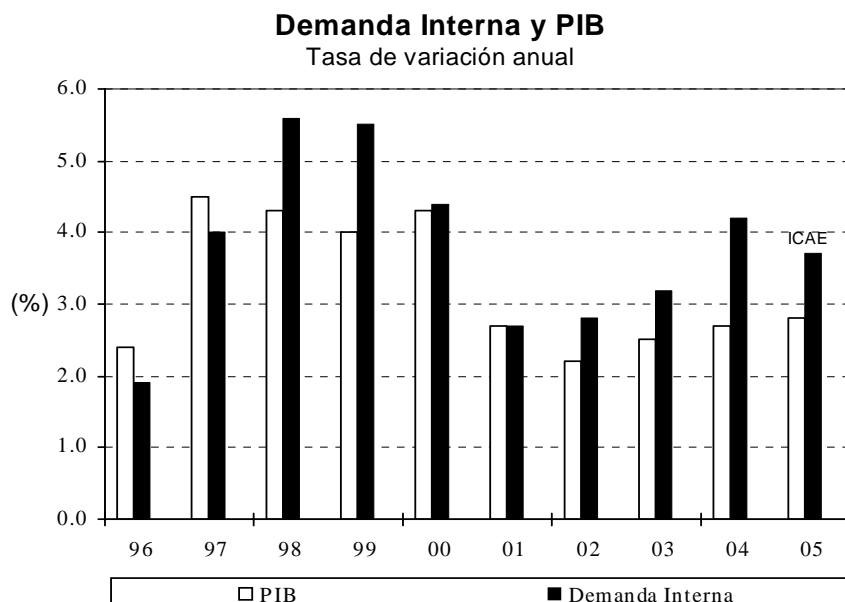
*Pese a que la construcción parece haber superado su desaceleración, creemos que ésta se prolongará en 2005.*

Por otro lado, con la información proporcionada por sus indicadores y pese al repunte que ofrece actualmente, no esperamos que la inversión en construcción vuelva a mostrar una fuerte aceleración en este ejercicio. En cambio, creemos que

prolongará su pérdida de ritmo aunque lo hará de forma menos intensa de lo que pronosticábamos hace unos meses. Todo ello conducirá, en 2005, a un crecimiento del agregado del 4,0%.

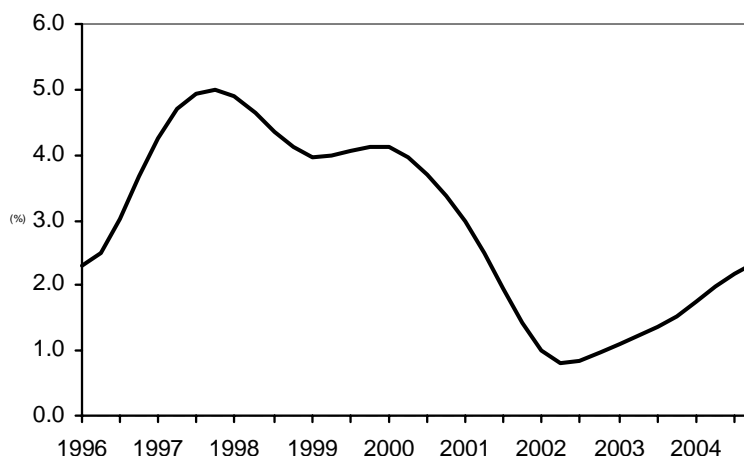
Por lo tanto, durante este año se presentarán ritmos algo más bajos en la demanda interna, debido principalmente a una leve moderación del consumo privado y público. Sin embargo, bajo un escenario de precios del petróleo entre 40-45\$ el barril, esto no producirá una desaceleración del PIB, al contrario, éste mostrará un ligero repunte impulsado por un mejor comportamiento del sector exterior. Así, en 2005 el PIB registrará un aumento del 2,8% con una demanda interna en torno al 3,7%. Las exportaciones netas, en consecuencia, pasarán a restar 9 décimas al PIB.

*En 2005, el PIB registrará un incremento del 2,8% con una demanda interna en torno al 3,7%.*



Por el lado de la oferta, como es lógico, el comportamiento de sus distintos sectores ha sido dispar. La industria ha presentado una aceleración a lo largo de todo el ejercicio, aunque su ritmo de crecimiento se ha estancado en los últimos periodos. A su vez, la construcción ha disminuido claramente su paulatina pérdida de ritmo y continúa siendo el sector que presenta el crecimiento más elevado. Por último, los servicios también han registrado un ligero aumento de ritmo.

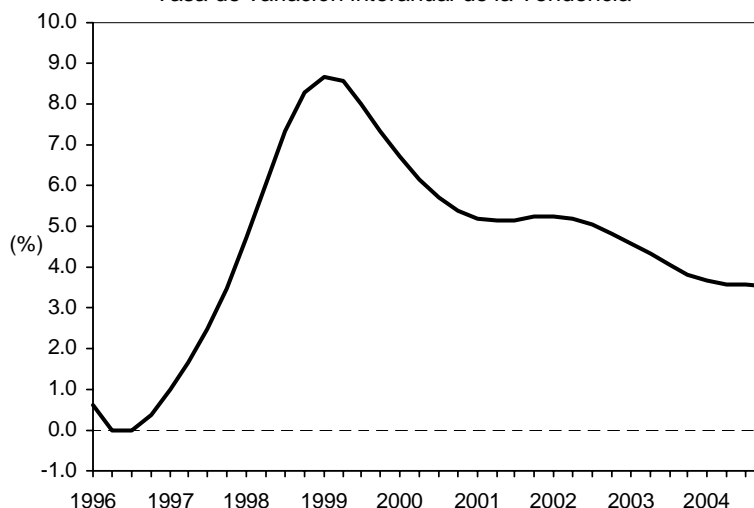
**VAB (p.m.) de Ramas Industriales**  
Tasa de variación interanual de la Tendencia



*La industria nacional ha presentado una aceleración a lo largo de todo el ejercicio pasado.*

De este modo, el Valor Añadido Bruto (VAB) de la industria nacional aumentó en 2004 un 2,1%, dividido en un 1,7% el sector energético y un 2,2% el no energético. Superior ha sido el incremento registrado por el VAB de la construcción, que ha crecido un 3,7% en el conjunto del año, con un 4,0% en el último trimestre.

**VAB (p.m.) de Rama de la Construcción**  
Tasa de variación interanual de la Tendencia



*La construcción ha disminuido claramente su pérdida de ritmo.*

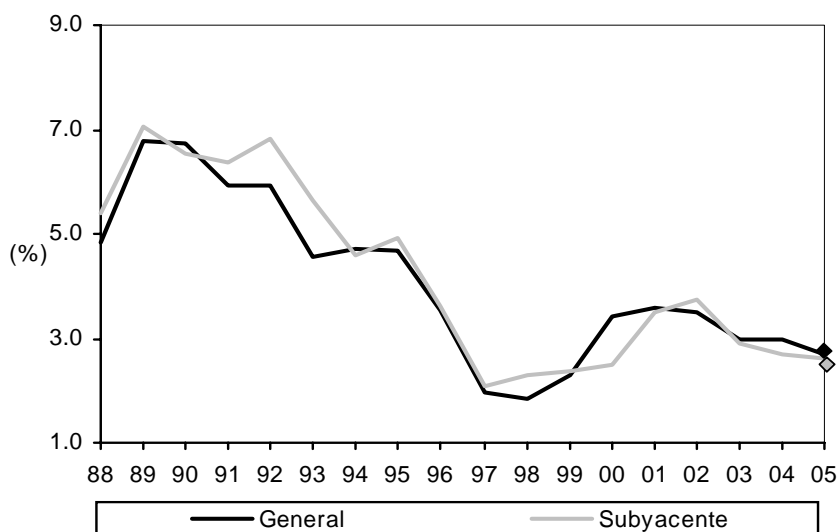
Por su parte, el VAB de los servicios ha cerrado el año 2004 con un 2,8%, frente al 2,4% que registró en el conjunto del año 2003. Para el presente ejercicio, basándonos en la información más reciente de los indicadores mensuales de actividad, apuntamos a que la industria mantenga tasas de

crecimiento similares a las de la segunda parte del año pasado, a que continúe la desaceleración del sector constructor, aunque a menor ritmo del hasta ahora previsto, y a que el sector servicios dibuje un crecimiento constante que podría acelerarse a finales de 2005.

*En 2005, la industria crecerá un 2,4%, la construcción un 3,6% y el total de servicios un 2,8%.*

Nuestro escenario de previsiones ofrece: un crecimiento del VAB industrial en torno al 2,4%, un aumento del VAB de la construcción cercano al 3,6% y, un incremento para el VAB del total de los servicios que rondará el 2,8%.

**Inflación Media General y Subyacente**



Durante el 2004 se ha producido un importante aumento de la inflación, que pasó del 2,2% en media del primer trimestre, al 3,4% en el cuarto trimestre. En términos medios los precios han crecido un 3,0%, una tasa similar a la del 2003. Por otra parte, la inflación en diciembre se ha colocado en el 3,2%.

*La inflación media de 2004 ha sido del 3,0%.*

La inflación subyacente también ha aumentado. Ha pasado de un 2,3% de media en el primer trimestre a un 2,9% en el cuarto trimestre. En el conjunto del año, el IPC subyacente se ha incrementado en un 2,7%, 2 décimas por debajo del registro de 2003. La inflación subyacente se ha colocado en el 2,9% en diciembre.

Si bien el repunte de la inflación se debe en gran medida al aumento de los precios del petróleo, lo que ha afectado a todos los países de la Eurozona, la subida de precios en España ha sido algo mayor. Esto ha contribuido a que aumente el diferencial con la Eurozona que es ahora de 1,2 puntos, dos décimas más que la

media del año anterior, manteniendo una brecha excesiva con el comportamiento de los precios de nuestros socios.

En los dos primeros meses de 2005 la inflación ha sido más baja de lo previsto. Esperamos que los precios cierren el tercer trimestre con un aumento medio del 3,2%, similar a la inflación alcanzada en los últimos meses de 2004.

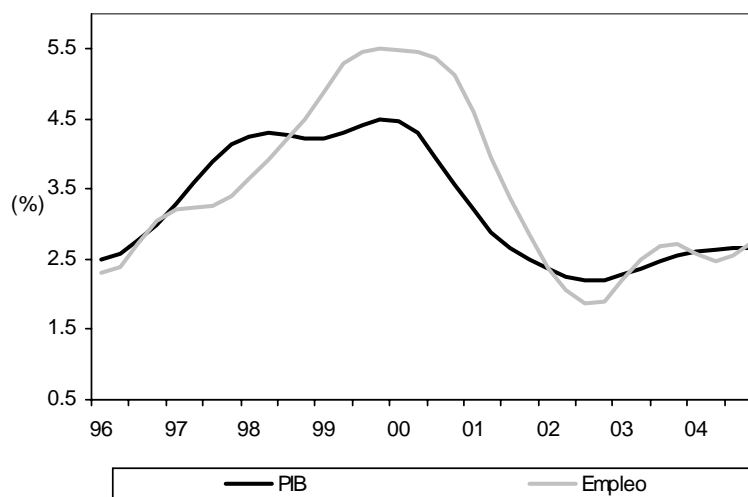
En los próximos meses se moderará progresivamente el crecimiento de precios. La previsión para el conjunto del año es actualmente del 2,9%, 2 décimas por debajo de la previsión realizada en el último informe. La tasa de inflación alcanzada en diciembre será del 2,8%.

*Esperamos que la tasa de inflación se sitúe en diciembre de este año cerca del 2,8%.*

En lo que se refiere a los precios industriales, cabe mencionar que se aceleraron en los últimos meses de 2004, creciendo a un ritmo bastante elevado. Para 2005 esperamos que continúe este aumento de ritmo. La previsión de crecimiento es del 6,6%, frente a un 3,4% de 2004.

### PIB y Empleo

Tasa de variación interanual de la Tendencia

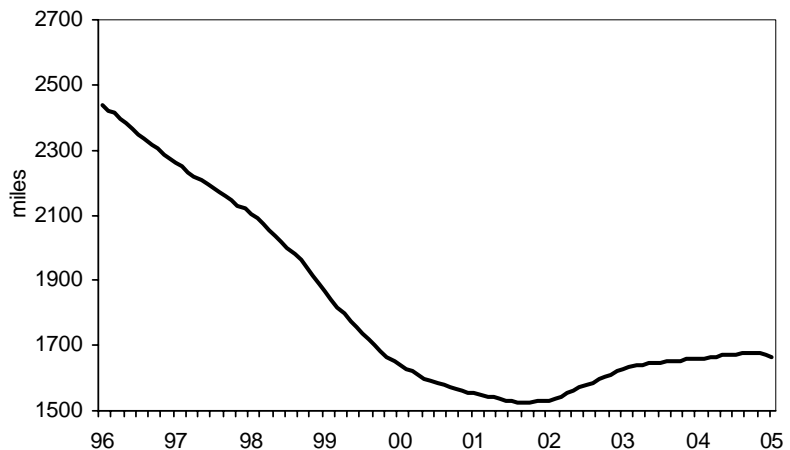


El mercado laboral ha mantenido la recuperación que se iniciara en la segunda parte de 2003. En el 2004, el empleo se ha mantenido creciendo a un ritmo aceptablemente sólido, en torno al 2,5%, la población activa ha reducido su ritmo de crecimiento y el número de desempleados ha estado cayendo la mayor parte del año. La tasa de paro medida por la Encuesta de Población Activa se colocó en el 10,4% a finales del año pasado, ocho décimas menos que la tasa registrada en el mismo periodo del año

anterior. La tasa de paro promedio en el conjunto del año fue del 10,8%, que mejora claramente la registrada en los dos años anteriores. Para el presente ejercicio, esperamos que la tasa de paro promedio se sitúe en el entorno del 10,3%, registrando al final del año un 10,0%.

*La tasa de paro de la EPA, que en el conjunto de 2004 fue del 10,8%, se reducirá en 2005 hasta el 10,3%.*

**Paro Registrado**  
Media móvil anual



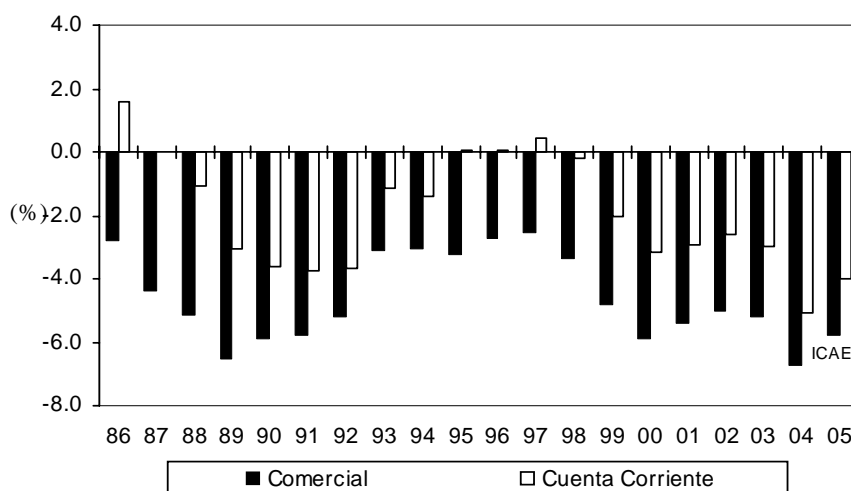
A su vez, el número de parados registrados en el INEM disminuyó a finales de 2004 en más de 12 mil personas más de lo esperado. Con ello, el número de parados es a final de año un 2,4%, inferior al que se produjo hace un año. Este ha sido el primer año desde 2000 que cierra con un número de parados inferior al de finales del año anterior. Tras la desaceleración que el Paro Registrado había mostrado en los meses anteriores, esta caída del nivel de paro por tres meses consecutivos puede ser el preludio de un proceso de reducción del número de parados registrados.

En cuanto al sector exterior, el 2004 ha cerrado con un fuerte déficit comercial del 6,7% del PIB del presente ejercicio, visiblemente por encima del 5,2% registrado en 2003. El diferencial que ha existido entre la recuperación de la demanda interna nacional y la de nuestros principales socios comerciales y, sobre todo, la escalada de los precios del petróleo han provocado una mayor aceleración en nuestras importaciones que en las exportaciones.

*En 2004, el déficit comercial se ha situado en el 6,7% del PIB, tan sólo comparable al del año 1989.*

### Balanza Comercial y por Cuenta Corriente

Como porcentaje del PIB

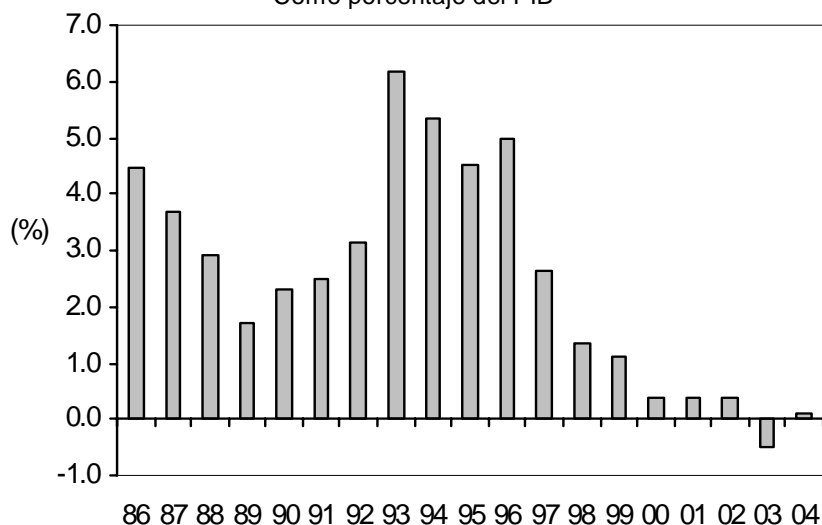


A su vez, el déficit por cuenta corriente se ha situado en torno al 5,1% del PIB, frente al 3,0% del año anterior. Para el conjunto del año en curso y bajo el escenario de un precio del barril de crudo entre los 40-45\$, esperamos una moderada disminución del déficit comercial impulsada por una suave desaceleración de nuestras importaciones y una crecimiento sostenido (o tenue aceleración) de nuestras exportaciones. El déficit de la balanza comercial se situará en un 5,8% del PIB previsto para 2005, mientras que el déficit por cuenta corriente lo hará en un 4,0%.

*Para 2005 esperamos un déficit de cuenta corriente en torno al 4,0%, inferior al 5,1% registrado el año pasado.*

### Déficit de Caja no Financiero del Estado

Como porcentaje del PIB



En 2004 las Administraciones Públicas han alcanzado un déficit presupuestario de 2.254 millones de euros frente al superávit final de 2.358 millones de 2003, lo que representa el 0,28% del PIB, mismo porcentaje que el en 2002. Este déficit viene motivado por el desigual aumento de los ingresos y gastos en términos de contabilidad nacional. Efectivamente, el aumento, en 2004, de los recursos no financieros en un 7,5% se ha situado ligeramente por encima del crecimiento del PIB nominal, que ha sido del 7,2%, mientras los empleos no financieros han crecido fuertemente (registrando un aumento del 9,1%) al asumir distintos gastos no recurrentes. Con este comportamiento de recursos y empleos no financieros se regularizan determinadas operaciones específicas. En ausencia de éstas, el saldo presupuestario hubiera sido positivo y superior casi en un 36% al de 2003, con un mantenimiento de la proporción de gasto público respecto a la economía española.

*En 2004, el déficit presupuestario de las AAPP ha ascendido al 0,3% del PIB.*

## 2.2. Estados Unidos

### *Visión general y perspectivas*

*Fuerte crecimiento del PIB en 2004, 4,4%, 1,4 puntos por encima del aumento registrado en 2003.*

La economía de Estados Unidos ha mostrado un sólido crecimiento en 2004. En este período el PIB ha crecido a un ritmo del 4,4% anual, superando netamente el balance de 2003 que fue de un 3,0%.

El aumento del PIB ha estado liderado por el consumo y la inversión, que han crecido a sendas tasas del 3,8% y 10,1% respectivamente. Respecto al año anterior, cabe decir que el consumo se ha acelerado ligeramente, superando en 5 décimas el registro de 2003. Por otra parte, la inversión ha registrado un fuerte repunte con un crecimiento del 10,1%, desde un 4,9% en 2003. La nota más negativa la volvió a poner el sector exterior, que ha restado 0,7 puntos al crecimiento del PIB. Las exportaciones, animadas por la debilidad del dólar, aumentaron de forma notoria, pero no lo suficiente para compensar el repunte de las importaciones, que crecieron a un ritmo mayor a las exportaciones. El ratio exportaciones netas/PIB ha sido del -5,4%, por debajo del -5,0% de 2003.

### EEUU: Cuadro Macroeconómico

(% de variación interanual)

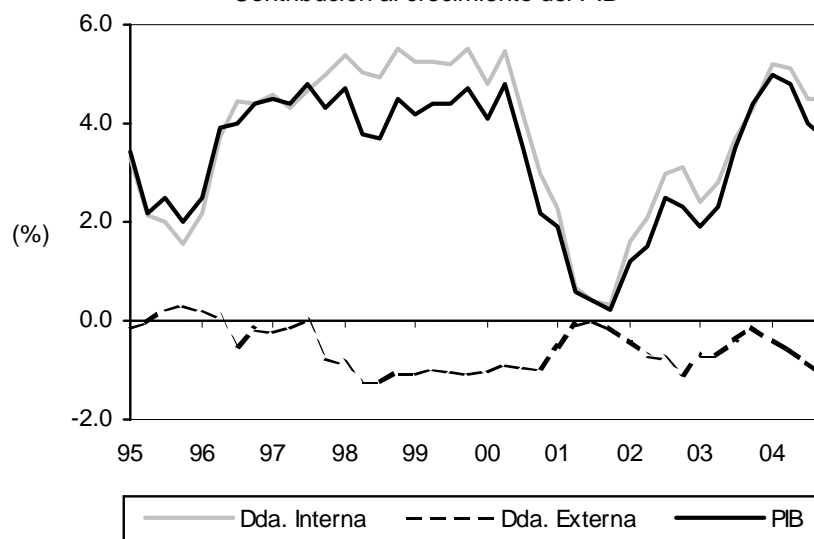
	Anual				Trimestres 2004				Trimestres 2005			
	2002	2003	2004	2005	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>Gasto en consumo final</b>	3.1	3.3	3.8	3.7	4.2	3.6	3.6	3.9	3.5	4.0	3.7	3.5
<b>Consumo Público</b>	4.4	2.8	2.0	1.5	2.8	1.6	1.8	1.6	1.5	1.3	1.5	1.7
<b>F. B. Capital Fijo</b>	-5.1	4.9	10.1	8.0	10.8	11.5	9.4	8.6	9.9	8.1	7.2	6.7
No Residencial	-8.9	3.3	10.3	8.7	10.6	10.8	10.1	9.9	10.7	9.5	8.0	6.9
Residencial	4.8	8.8	9.5	6.3	11.3	13.2	8.0	5.7	8.3	5.1	5.5	6.3
<b>Variación de Existencias(*)</b>	0.4	-0.1	0.4	0.2	0.3	0.8	0.4	0.4	0.4	0.1	0.3	0.1
<b>Demanda Interna</b>	2.4	3.3	4.8	4.1	5.2	5.1	4.5	4.5	4.2	4.3	4.2	3.8
<b>Exportaciones</b>	-2.3	1.9	8.1	5.2	8.4	10.8	9.4	4.1	5.4	4.7	4.3	5.4
<b>Importaciones</b>	3.4	4.4	9.8	8.8	8.1	10.7	11.1	9.2	9.2	8.3	9.0	8.8
<b>PIB</b>	1.9	3.0	4.4	3.5	5.0	4.8	4.0	3.7	3.5	3.7	3.4	3.3
<b>Tasa de Paro</b>	5,8	6,0	5,5	5,0	5,7	5,6	5,4	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9
<b>IPC</b>	1,6	2,3	2,7	3,0	1,8	2,8	2,7	3,4	2,9	2,9	3,1	3,0

(\*) Aportaciones al crecimiento del PIB

En el primer semestre de 2004 la economía mostró un crecimiento muy sólido, con un aumento del 2,0% en tasa

intersemestral. En este período el ritmo de producción empezó muy fuerte pero se fue moderando con el paso de los meses. En el primer trimestre el PIB creció un 1,1% (5,1% interanual) en tasa intertrimestral y un 0,8% (4,8% interanual) en el segundo. La ralentización del consumo privado explica la pérdida de ritmo observada en el segundo trimestre. Por otro lado, la inversión residencial y no residencial mantuvieron el buen tono del primer trimestre.

**EEUU: Demanda Interna, Externa y Crecimiento del PIB**  
Contribución al crecimiento del PIB



*Aumento de la producción acompañado de un aumento del empleo.*

El mayor dinamismo de la economía en el primer semestre se reflejó en el mercado de trabajo, produciéndose un aumento importante del empleo. En junio el empleo acumulaba un aumento de más de 1 millón 224 mil empleos, la mayor parte de los cuales se creó en el sector servicios. La tasa de paro, que a finales de 2003 se situaba en el 5,7% se redujo una décima situándose en el 5,6%.

Los datos publicados en el tercer y cuarto trimestre han superado netamente nuestras previsiones que anticipaban una moderación de la actividad en la segunda mitad del ejercicio. En este período el PIB creció a un ritmo similar al mostrado en el primer semestre, 1,8% en tasa intersemestral. En el tercer trimestre el PIB volvió a repuntar con un crecimiento del 1,0% intertrimestral (4,0% interanual) moderándose posteriormente a finales de año.

El consumo y la inversión empresarial han mantenido la fortaleza de los primeros meses. No así la inversión residencial que se ha desacelerado de forma importante en la segunda mitad

de año. La subida de tipos de interés por parte de la FED, lo que ha encarecido el crédito hipotecario, explica la pérdida de dinamismo de la inversión residencial. Por su parte, las exportaciones también se han desacelerado produciéndose un deterioro importante en las cuentas externas. En el cuarto trimestre las exportaciones netas en términos de PIB cayeron hasta el  $-5,7\%$ , un nivel históricamente bajo. Por último, cabe mencionar que el aumento en la producción volvió a estar acompañado de una mejora del empleo que aumentó en 948 mil personas entre julio y diciembre. En el conjunto de 2004 el empleo aumentó en más de dos millones de personas compensando las caídas producidas con la crisis de 2001.

*Consolidación de la recuperación económica por dos motivos: aumento espectacular del empleo y recuperación de la inversión.*

A la vista de los datos disponibles se puede afirmar que en 2004 se ha consolidado plenamente la recuperación económica. A diferencia de lo ocurrido en 2002 y 2003, cuando la economía creció a ritmos del  $1,9\%$  y  $3,0\%$  respectivamente, en 2004 el aumento de la producción ha estado acompañado de un aumento del empleo, lo que es fundamental para que la mejora de la actividad se haga sostenible a medio plazo. La recuperación de la inversión empresarial que ha crecido a un ritmo del  $10,3\%$ , es otro de los factores que diferencia el 2004 de lo acontecido los dos años anteriores.

En el contexto actual las previsiones para 2005 siguen siendo buenas. Por un lado se reducen las incertidumbres en materia internacional. El principio de acuerdo entre israelitas y palestinos para poner fin a más de cuatro años de entifada es sin duda una buena noticia. La elevada participación en los comicios celebrados en Irak, se interpreta también como una señal de mayor estabilidad. En materia económica, la mejora del mercado de trabajo, el aumento en el optimismo de las familias y la favorable evolución de los beneficios empresariales, que anticipa continuidad en la expansión de la inversión empresarial, invitan también a un cierto optimismo. La previsión de PIB para este período es del  $3,5\%$ . El consumo y la inversión empresarial volverán a liderar el crecimiento. Para la inversión residencial las previsiones son de desaceleración por la subida de tipos de interés.

Por último cabe mencionar que se mantienen los riesgos asociados al elevado déficit comercial americano. En el cuarto trimestre de 2004 las exportaciones netas en términos de PIB se han situado en mínimos históricos, llegando a ser del  $-5,7\%$ . Si el déficit persiste y se reduce el flujo de capitales hacia Estados

Unidos, la Reserva Federal se verá obligada a subir los tipos de interés, lo que podría dañar la inversión empresarial, la producción y el empleo. Preocupa también el comportamiento de la moneda, sobretodo tras el anuncio hecho por algunos bancos centrales asiáticos de diversificar sus reservas que hasta ahora se mantenían en su mayoría en dólares. De hacerlo, saldrán al mercado muchos millones de dólares que presionarán a la baja su precio lo que desalentará la inversión en activos americanos. Si esto ocurre, habrá un nuevo motivo para que la Reserva Federal se vea obligada a subir tipos y esto tendría igualmente efectos muy negativos sobre la actividad.

Por otro lado, persiste el elevado endeudamiento de las familias. A corto plazo esto no constituye un problema, y menos en un contexto de optimismo de las familias y de creación de empleo, pero a medio y largo plazo puede ser muy negativo.

Al margen de estos riesgos, los indicadores económicos publicados enero ponen de manifiesto que la economía se mantiene fuerte. Por el lado de la oferta continúa la expansión de la industria y el sector servicios. Sin embargo, el sector de la construcción, que mostró un gran dinamismo en 2004, ofrece señales de moderación. Por el lado de la demanda se mantiene la fortaleza del consumo, todo ello en un contexto de mejora de la confianza de las familias. El mercado de trabajo ha evolucionado de forma favorable aunque se ha aminorado el ritmo de creación de empleo en enero. En materia de precios la inflación continúa bajo control.

### *Demanda*

*Fortaleza del consumo y la inversión no residencial a lo largo de 2004.*

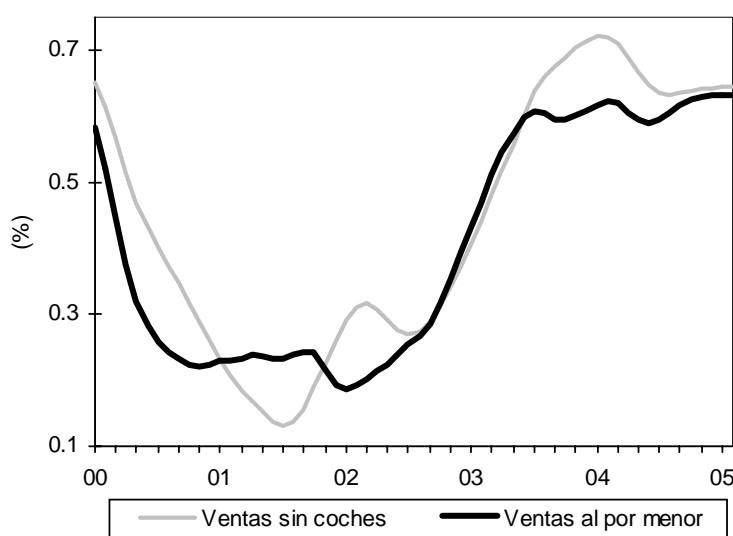
En 2004 el consumo privado ha crecido a un ritmo muy elevado, que ha sido del 3,8%, aportando 2,7 puntos porcentuales al crecimiento del PIB. En el primer trimestre el gasto en consumo empezó pisando muy fuerte con un aumento del 1,0% en tasa intertrimestral (4,2% interanual). A partir de marzo empezó a perder algo de gas. Los datos de contabilidad nacional del segundo trimestre muestran desaceleración de este componente de demanda con un crecimiento intertrimestral del 0,4% (3,6% interanual).

En los meses estivales los indicadores de consumo ofrecían señales confusas. Por un lado las ventas de coches y las ventas al por menor, ofrecían síntomas de desaceleración. La confianza de los consumidores también se deterioró, lo que

apoyaba expectativas de moderación. Por otro lado, la serie de consumo mensual, que se publica con mayor retraso que las ventas y la confianza familiar, evidenciaban un buen tono del consumo privado, en línea con los datos de contabilidad nacional del tercer y cuarto trimestre.

**EEUU: Ventas al por menor (con y sin coches)**

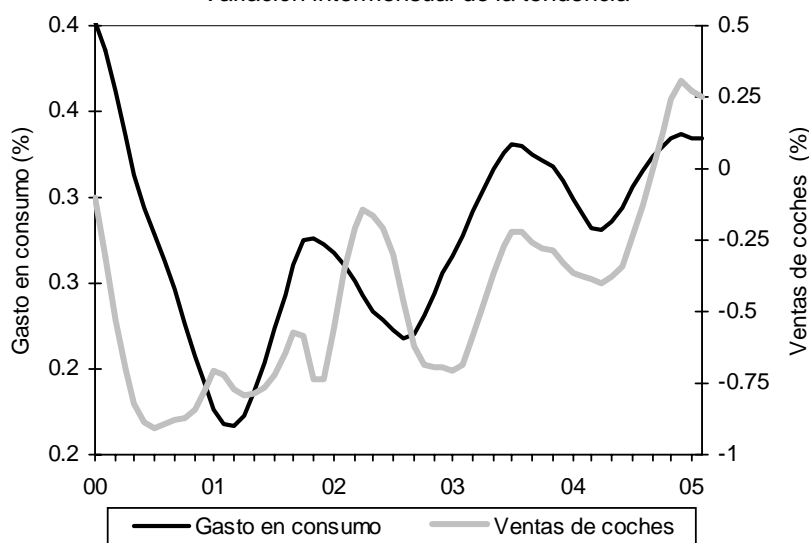
Variación intermensual de la tendencia



En esos meses el consumo privado volvió a repuntar, con tasas de crecimiento del 1,3% intertrimestral en el tercer trimestre y un 1,1% en el cuarto. Estos datos han sorprendido favorablemente ya que se esperaba moderación del consumo en la segunda mitad del año.

**EEUU: consumo y ventas de coches**

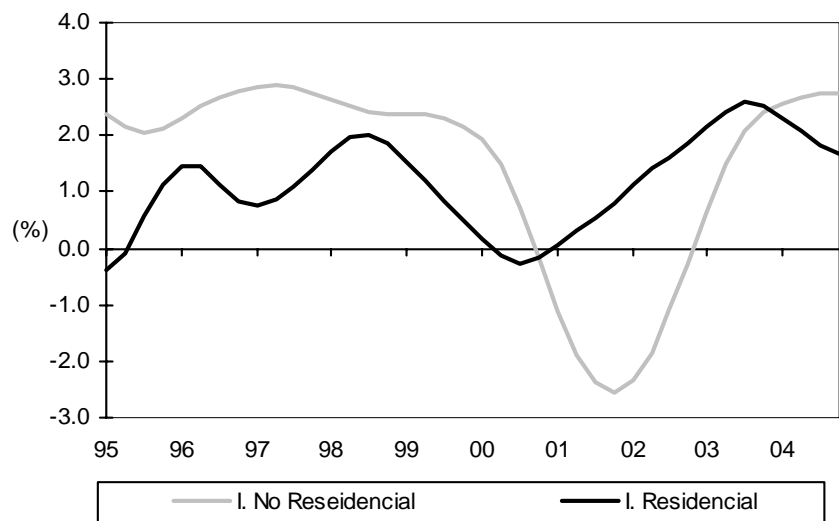
Variación intermensual de la tendencia



Los indicadores disponibles hasta la fecha muestran continuidad en la fortaleza de este componente. En enero, las ventas al por menor han sido mejores de lo previsto con un crecimiento anual del 7,2%. Excluyendo automóviles sin embargo los datos han defraudado ligeramente. El aumento ha sido del 7,6%. En el cuarto trimestre el aumento de estas variables fue del 8,2% y 8,7% respectivamente. Otro dato positivo es la confianza de los consumidores que ha aumentado notablemente en los últimos dos meses, diciembre de 2004 y enero de 2005. En este último mes la confianza ha alcanzado el nivel más alto desde enero de 2001. El dato más negativo ha sido el consumo de enero que ha sido peor de lo previsto, con un aumento del 3,4% interanual.

En este contexto, las previsiones de consumo de cara al 2005 son favorables. El aumento previsto para este componente de demanda es del 3,9%, una décima más que en 2004.

**EEUU: Inversión Residencial y No Residencial**  
Variación intermensual de la tendencia



*Excelente comportamiento de la inversión empresarial en 2004, con un crecimiento del 10,3%.*

La inversión no residencial, que se compone mayoritariamente de inversión empresarial, ha sido el componente de demanda que mejor se ha comportado en 2004. En este período la inversión no residencial ha crecido a un ritmo del 10,3% anual, 7 puntos por encima del registro de 2003. A diferencia del consumo privado, que moderó su crecimiento en el segundo trimestre, la inversión no residencial ha mantenido un ritmo de crecimiento alto y estable a lo largo de año.

De cara al 2005 las previsiones son buenas aunque esperamos una ligera pérdida de ritmo en este componente de demanda. La previsión de crecimiento para 2005 es del 8,7%, 1,6 puntos por debajo del ritmo mostrado en 2004. Por un lado, la favorable evolución de los beneficios empresariales auguran continuidad en la expansión de la inversión empresarial. La mejora del clima internacional, unido a otros factores de carácter económico, como son la mejora en el mercado de trabajo estadounidense y la fortaleza que sigue exhibiendo el consumo de las familias, anticipan también continuidad en el buen tono de la inversión empresarial.

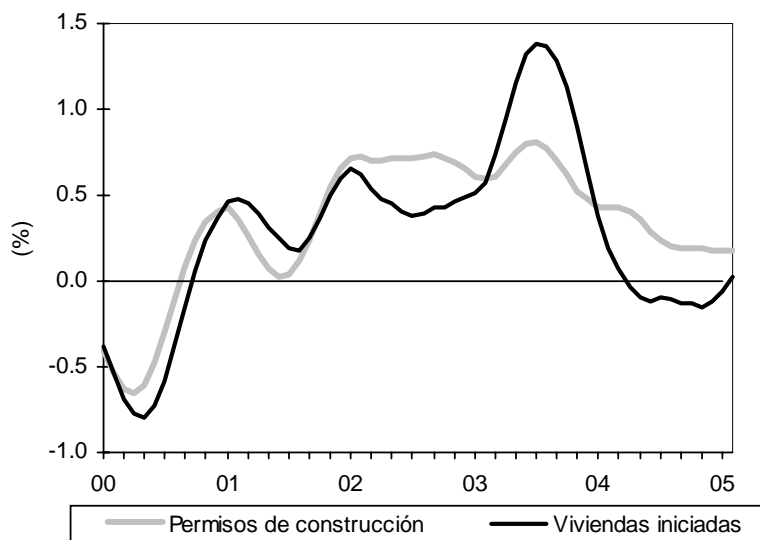
Por otro lado, la evolución del IPI de equipos que está perdiendo algo de fuerza en los últimos meses y otros factores, como la subida de tipos de interés, nos hace prever moderación en el crecimiento de este componente en 2005.

Ayudada por el bajo nivel de los tipos de interés y por un entorno económico más favorable, la inversión residencial exhibió una gran fortaleza en la primera mitad del ejercicio. En el primer trimestre creció un 1,2% en tasa intertrimestral (11,3% interanual) y un 3,4% (13,2% interanual) en el segundo trimestre. En la segunda mitad del año la inversión residencial se ha desacelerado de forma brusca, pasando a crecer un 0,4% en el tercer trimestre y un 0,1% en el cuarto. El frenazo que ha sufrido la inversión residencial se debe al encarecimiento del crédito hipotecario por la subida de los tipos de interés. Desde julio y hasta finales de año, la FED elevó el tipo de interés en 125 puntos básicos, situándolo en el 2,25%.

*Desaceleración de la inversión no residencial en la segunda mitad de 2004 por subida de tipos de interés.*

**EEUU: Permisos y Viviendas iniciadas**

Variación intermensual de la tendencia



El comportamiento de la inversión residencial no ha sido una sorpresa. Los permisos de construcción y las viviendas iniciadas, que venían desacelerándose desde mediados de año, adelantaban ya dicho comportamiento.

De cara al 2005 las previsiones para este componente de demanda son de continuidad en la desaceleración. El valor de la construcción residencial, se ha deteriorado de forma notoria en los últimos dos meses (diciembre de 2004 y enero de 2005) lo que anticipa continuidad en la pérdida de gas de este componente. Los permisos de construcción y las viviendas iniciadas crecen a un ritmo muy lento, lo que sugiere que a corto plazo la inversión residencial no se recuperará.

Las previsiones de subidas de tipos de interés, según los mercados el tipo de interés oficial se elevará hasta el 3,5% a finales de año, es otro de los factores que apoyan un crecimiento más pobre de este componente en 2005. La previsión para este período es del 6,3%, frente a un aumento del 9,5% en 2004.

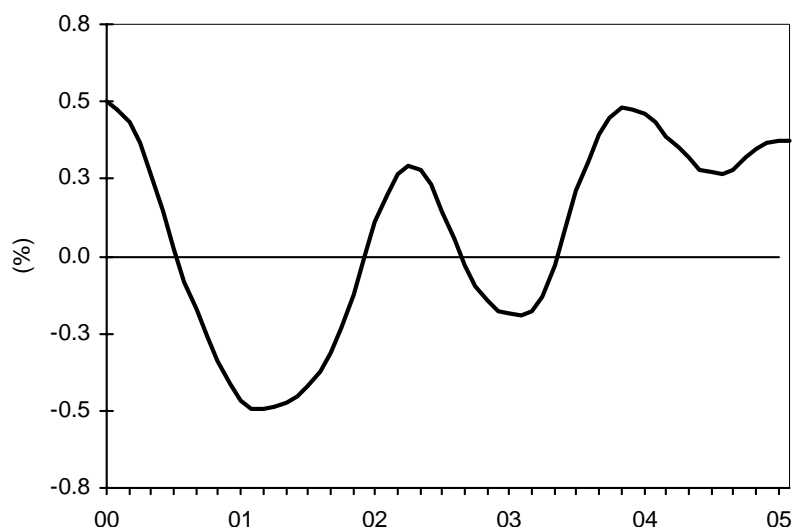
*Actividad*

*Recuperación de la industria en 2004. El IPI aumentó un 4,1%, frente a un descenso del 0,01% en 2003.*

En 2004 el sector industrial ha mostrado un comportamiento excelente. En este período el IPI general ha crecido a un ritmo del 4,1% anual, superando el pobre balance de 2003 que fue de un -0,01%. Los datos publicados confirman la recuperación de la industria que desde la recesión de 2001 había venido mostrando un comportamiento muy pobre.

*Excelente comportamiento del IPI de equipos en 2004 que ha crecido a una tasa del 9,4% anual, frente a una caída del 2,3% en 2003.*

**EEUU: IPI general**  
Variación intermensual de la tendencia

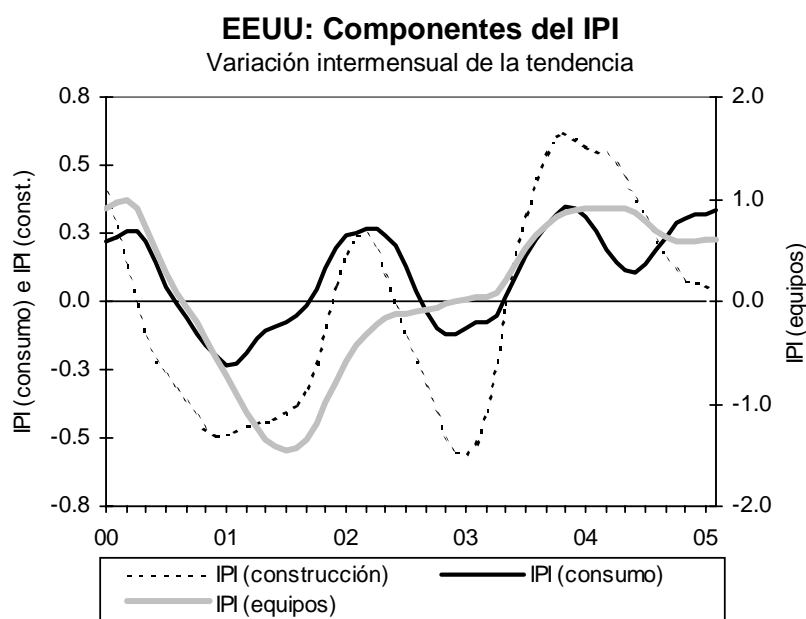


Aunque el balance en términos globales ha sido muy

bueno, la tendencia en los tres primeros trimestres del año ha sido de desaceleración, especialmente en el tercer trimestre. En estos meses el IPI creció a una tasa del 0,7% intertrimestral, frente a tasas del 1,3% e 1,1% en el segundo y primer trimestre. A finales de año, el IPI volvió a repuntar con un crecimiento del 1,0% intertrimestral.

Por componentes cabe mencionar el excelente comportamiento del IPI de equipos en 2004 que ha crecido a una tasa del 9,4% anual, frente a una caída del 2,3% en 2003. El IPI de consumo y el IPI de construcción también han mejorado pero no de forma tan llamativa como el IPI de equipos.

La evolución de estos componentes ha sido muy similar a la mostrada por el IPI general. El IPI de equipos y el IPI de construcción han ido perdiendo gas a lo largo del año, lo mismo que el IPI de consumo. Sin embargo, el IPI de consumo, a diferencia del IPI de equipos y el IPI de construcción, se ha recuperado en el cuarto trimestre liderando el repunte del IPI general observado a finales de año.



Los indicadores de pedidos, pedidos de bienes duraderos, manufacturas y pedidos de capital han crecido también a un ritmo elevado y muestran también una pérdida de fuerza a lo largo del año.

En este sector la nota negativa la ha puesto el empleo, que apenas ha aumentado. En 2004 se han creado 33 mil empleos netos en la industria, después de sendas caídas de 614 mil

empleos en 2003 y 799 mil empleos en 2002. En 2001 la caída del empleo en este sector fue de más de un millón y medio de empleos. Estos datos ponen de manifiesto que en términos de empleos la industria no ha superado la crisis de 2001.

De cara a 2005, las previsiones en la industria son bastante buenas aunque crecerá a un ritmo menor que en 2004. Para este período la previsión de IPI es del 3,5%.

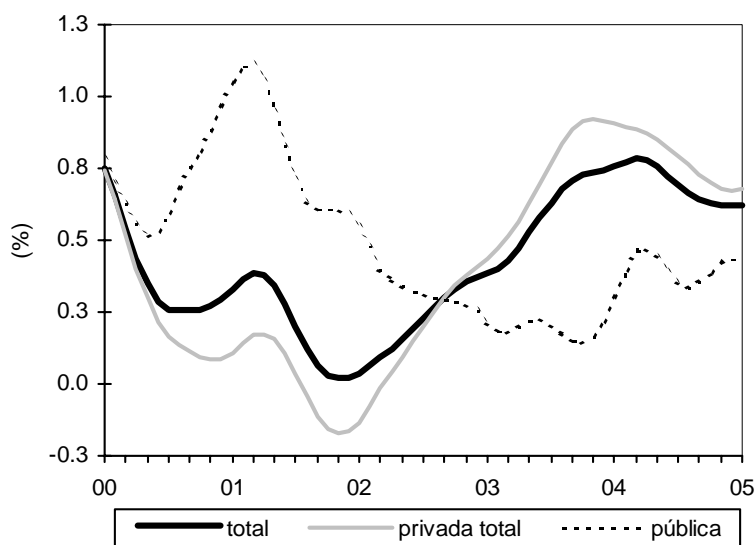
*En 2004 el sector de la construcción se ha mostrado muy fuerte. Gracias sobretodo al dinamismo de la obra privada.*

En 2004 el sector de la construcción se ha mostrado muy fuerte. Los indicadores de actividad en este sector muestran una aceleración del crecimiento respecto a 2003. El valor de la construcción total ha crecido a un ritmo del 8,8% anual, frente a un 5,1% en 2003. La mejora en el sector se explica sobretodo por la mejora de la obra privada que ha crecido a un ritmo del 10,4% (5,6% en 2003). La obra pública ha crecido a un ritmo del 3,6%, 1 punto por encima del registro de 2003.

Aunque el balance en 2004 ha sido muy bueno, la tendencia en los últimos meses ha sido de moderación. En el cuarto trimestre el valor de la construcción total ha crecido a un ritmo del 1,4%, por debajo del 1,7% del tercer trimestre y del 2,3% de media en el primer semestre. La moderación de la actividad en la construcción se explica por el debilitamiento de la obra residencial. El valor de la obra residencial creció un 1,1% en el cuarto trimestre, muy por debajo del 3,2% de crecimiento medio en el resto del año.

**EEUU: Construcción total: pública y privada**

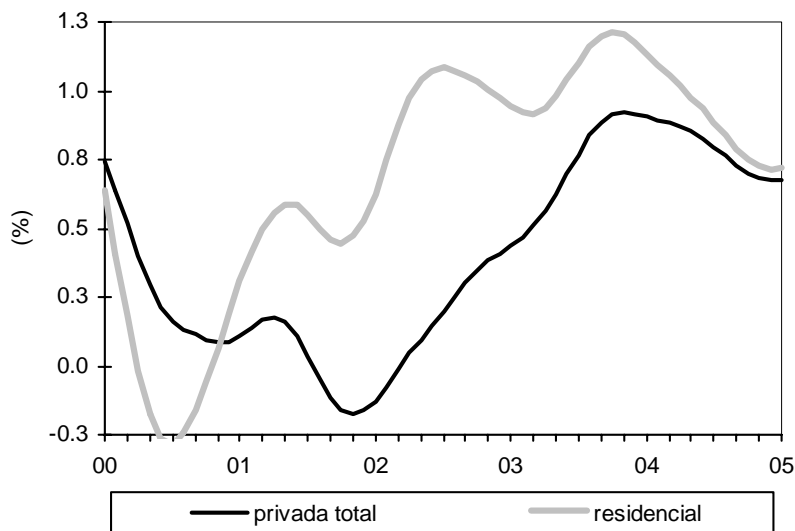
Variación intermensual de la tendencia



La obra pública mejoró a finales de año con un aumento del 2,0% intertrimestral. El deterioro de la obra residencial se debe a la subida de tipos de interés que está afectando a la demanda de viviendas.

**EEUU: Construcción privada : total y residencial**

Variación intermensual de la tendencia



Las previsiones de cara al 2005 apuntan a una suave moderación de la actividad en el sector provocada por la desaceleración de la obra en construcción residencial que esperamos continúe en los próximos meses.

*Empleo*

El 2004 ha sido un año muy bueno para el mercado de trabajo. En este período se han creado más de dos millones y medio de puestos debajo, lo que es un dato excelente sobretodo si lo comparamos con los cosechados en años anteriores.

*En 2004 se han creado más de dos millones y medio de puestos de trabajo, la mayoría en el sector servicios.*

Con la crisis de 2001 se perdieron más de un millón y medio de empleos, seguido de sendas caídas de 561 empleos en 2002 y 63 empleos en 2003. En relación a estos datos los resultados cosechados en 2004 en materia de empleo han sido plenamente satisfactorios. La tasa de paro se reducido 3 décimas cerrando el año en un 5,4%.

La mayor parte del empleo generado en 2004 se ha creado en el sector servicios, con un aumento de más de dos millones de personas. El balance más pobre se ha dado en la industria, con un aumento de 33 mil puestos de trabajo. En la construcción el

empleo ha aumentado en 265 mil personas, mejorando tímidamente los resultados de años anteriores.

El empleo ha aumentado a un ritmo bastante estable a lo largo del año, aunque en los meses estivales se mostró un poco más débil. En el primer semestre se crearon en media alrededor de 200 mil empleos mensuales, lo mismo que en el cuarto trimestre del año. Entre julio y septiembre, sin embargo, el empleo aumentó algo menos, alrededor de 150 mil empleos mensuales.

Por sectores cabe mencionar el deterioro del empleo en la industria a lo largo de 2004. Comenzó el año de forma favorable rompiendo una racha negativa de más de 30 meses consecutivos, pero en los meses estivales volvió a debilitarse produciéndose nuevas caídas del empleo en este sector. A finales de año volvió a recuperarse aunque se han creado muy pocos puestos de trabajo. La construcción ha mantenido un ritmo bastante estable lo mismo que es sector servicios, aunque este último perdió algo de fuerza en el tercer trimestre, volviendo a repuntar a finales de año.

En enero se han creado 146 empleos netos, una cifra algo menor a la media de 2004, que fue de alrededor de 200 mil empleos netos mensuales. La mayor parte del empleo se ha generado en el sector servicios ya que en manufacturas y construcción se han producido sendas caídas. Pese a todo la tasa de paro se ha reducido dos décimas situándose en el 5,2%.

Para este mercado las previsiones son favorables, con un aumento mensual del empleo de alrededor de 200 mil puestos de trabajo, similar al balance de 2004. El sector servicios volverá a liderar dicho aumento aunque también prevemos una mejora paulatina del empleo en la industria.

#### *Sector exterior*

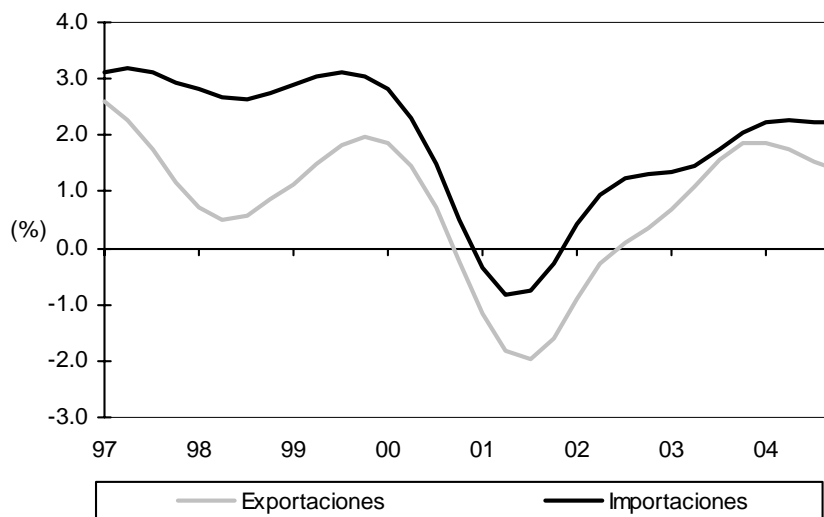
En 2004, los resultados del sector han vuelto a ser negativos, restando 0,7 puntos al crecimiento del PIB. El ratio exportaciones netas y PIB ha caído hasta un -5,4%, desde un -5,0% en 2003. En un contexto de debilidad del dólar, como el actual, el elevado déficit exterior americano cobra ahora mayor importancia. Una moneda débil, en un contexto de tipos de interés bajos, puede desalentar la entrada de capital extranjero necesaria para financiar ese déficit. Si esto ocurre la Reserva Federal se verá obligada a elevar los tipos de interés en una cuantía mayor a la prevista, lo que podría dañar la inversión y el

*El resultado del sector exterior volvió a ser negativo en 2004, restando 0,7 puntos al crecimiento del PIB.*

empleo. A este respecto, habrá que seguir atentos a la evolución de estas variables.

### EEUU: Exportaciones e Importaciones

Variación intermensual de la tendencia



*Las exportaciones se desaceleraron en el segundo semestre de 2004. Las importaciones sin embargo mantuvieron la fortaleza del primer semestre.*

En el primer semestre, las importaciones exhibieron una gran fortaleza al igual que las exportaciones que ayudadas por la debilidad del dólar y la mejora económica de los socios comerciales, crecieron a tasas muy elevadas. Pese a ello, el repunte de las exportaciones no fue suficiente para compensar la fortaleza de las importaciones, dando lugar, como ya hemos señalado, a un deterioro de las cuentas externas. En el segundo trimestre, las exportaciones netas en términos de PIB cayeron hasta un  $-5,5\%$ .

En contra de lo anticipado en el pasado informe, el déficit exterior se amplió en la segunda mitad del ejercicio. Las importaciones mantuvieron el buen tono del primer semestre, en línea con la fortaleza exhibida por el consumo y la inversión, no así las exportaciones que cayeron un  $1,0\%$  en el cuarto trimestre frente a ritmos del  $1,8\%$  y  $1,7\%$  en el primer y segundo trimestre del año. Como consecuencia, el saldo exterior cayó a mínimos históricos. A finales de año, el ratio exportaciones netas/PIB se situó en un mínimo histórico del  $-5,7\%$ .

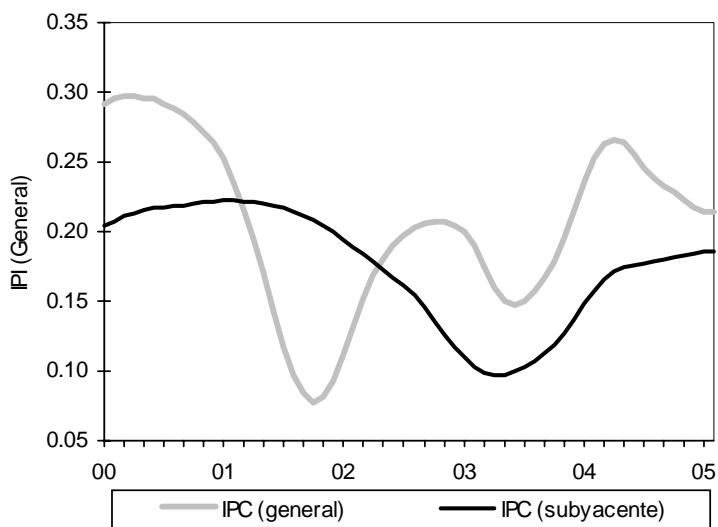
Para 2005 seguimos manteniendo expectativas de moderación del déficit comercial. Por un lado, las exportaciones ayudadas por un dólar bajo, deberían repuntar mientras que las importaciones crecerán a ritmos menores por la suave moderación de la demanda interna.

Precios

Los precios al consumo han crecido en 2004 un 2,7%, dos décimas por encima de la previsión presentada en el informe de marzo de 2004. En este último año la tendencia de la inflación ha sido claramente alcista, sobretodo en el primer semestre. La inflación interanual, que a principios de año era del 2,0% llegó a ser del 3,2% en junio. En los meses estivales se moderó un poco cayendo hasta el 2,7% en agosto pero a finales de año volvió a aumentar alcanzado una tasa del 3,4% en diciembre.

EEUU: IPC (General) e IPC (subyacente)

Variación intermensual de la tendencia



*Repunte inflacionista en 2004 por subida del precio del crudo. En diciembre la inflación fue de un 3,4%, 1,4 puntos por encima de la inflación de enero.*

El aumento de los precios se explica por el repunte de los precios energéticos debido a la subida del precio del petróleo, que ha llegado a situarse por encima de los 50 dólares por barril. El aumento de los precios energéticos se ha trasladado también a otros bienes reflejándose en un repunte de la inflación subyacente que ha aumentado hasta el 2,2% en diciembre, 1,1 puntos por encima de la inflación de enero. Otros indicadores de precios, como los precios de producción y los precios de importaciones han mostrado una tendencia alcista influidos también por el repunte energético.

La previsión para 2005 está sujeta a la evolución del precio del crudo. Si los precios del petróleo se mantuvieran a los niveles actuales, la inflación se movería alrededor del 3,0%. Bajo un escenario más optimista, de pronta corrección a la baja del precio del crudo, la inflación será de alrededor del 2,5%.

## 2.3. Unión Europea

### 2.3.a. Alemania

#### *Visión General y Perspectivas*

**ALEMANIA: Cuadro Macroeconómico**  
(% de variación interanual)

	Anual				Trimestres 2004				Trimestres 2005			
	2002	2003	2004	2005	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>Consumo Privado</b>	-0.7	0.0	-0.8	0.4	-0.9	-1.2	-0.8	0.0	0.0	0.5	0.6	0.6
<b>Consumo Público</b>	1.9	0.1	0.4	0.3	0.8	0.1	0.7	0.0	0.0	0.1	0.0	1.0
<b>F. B. Capital Fijo</b>	-6.3	-2.2	-2.2	0.1	-2.7	-2.3	-1.4	-2.4	0.1	0.0	-0.1	0.2
Equipo	-8.4	-1.5	-0.2	1.6	-4.4	-0.5	3.2	0.9	3.4	1.5	0.1	1.5
Otros Productos	1.4	1.7	1.4	1.9	0.4	1.4	1.9	1.9	3.3	2.1	1.2	1.0
Construcción	-5.6	-3.1	-4.1	-1.3	-1.9	-4.0	-5.1	-5.3	-2.6	-1.4	-0.5	-0.8
<b>Variación de Existencias(*)</b>	-0.4	0.9	0.8	0.0	0.3	0.2	2.2	0.4	0.4	0.2	-0.7	0.0
<b>Demanda Interna</b>	-1.9	0.5	0.0	0.3	-0.6	-0.9	1.7	-0.1	0.5	0.6	-0.4	0.6
<b>Exportaciones</b>	4.1	1.8	7.5	5.1	5.3	12.0	6.2	6.6	5.1	3.7	5.9	5.8
<b>Importaciones</b>	-1.5	4.0	5.4	3.4	1.6	6.3	8.4	5.4	4.7	2.6	2.1	4.3
<b>PIB</b>	0.1	-0.1	1.0	1.2	0.9	1.4	1.2	0.6	0.9	1.2	1.2	1.4
<b>Tasa de Paro</b>	9.8	10.5	10.6	10.8	10.3	10.5	10.6	10.8	11.2	10.8	10.7	10.5
<b>IPC</b>	1.4	1.0	1.7	1.7	1.0	1.8	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6	1.7

(\*) Aportación al crecimiento del PIB

(\*\*) Los datos de Tasa de Paro son promedios del periodo indicado

*La economía alemana creció un 1,0% en 2004, mostrando algún síntoma desacelerador a finales de año.*

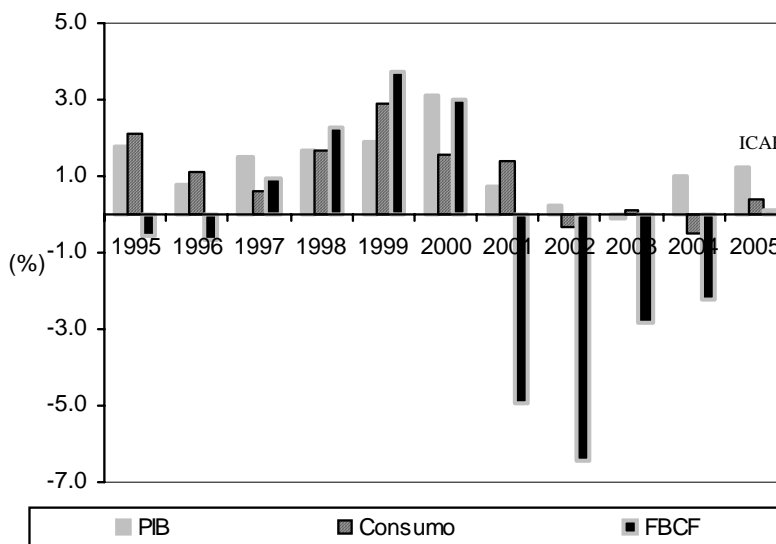
A lo largo de 2004 la economía alemana ha basado su mejor ritmo de crecimiento con respecto al año anterior en la demanda exterior y en una excesiva acumulación de existencia. Este hecho puede afectar de manera negativa a su crecimiento en 2005. Si bien no esperamos que, de momento, se produzca una nueva desaceleración mundial, los vaivenes en el precio del crudo y el continuo clima de inestabilidad socio-político está haciendo que la mayoría de Institutos de previsión rebajemos las previsiones de crecimiento para 2005 de la mayoría de las economías.

Los datos de Contabilidad Nacional trimestral publicados para el cuarto trimestre de 2004 muestran una pérdida de ritmo de crecimiento del PIB alemán. Su crecimiento interanual acumulaba hasta el tercer trimestre un incremento del 1,2%, mientras que el crecimiento en el último trimestre del año ha sido del 0,6%. Con

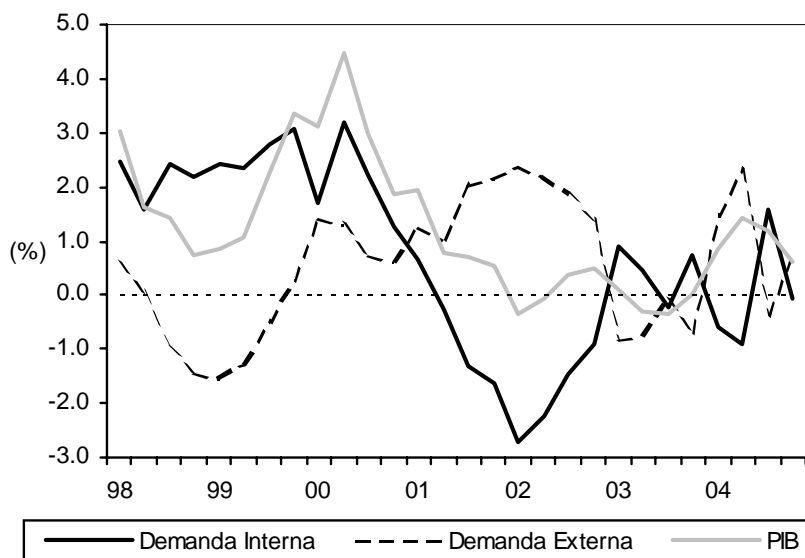
Nuestra previsión de crecimiento para 2005 es de un tímido 1,2%.

respecto al trimestre anterior, el PIB alemán (ajustado de estacionalidad y efecto calendario) cayó un 0,2%. La posibilidad de que vuelva a reducirse en el primer trimestre de 2005 no es despreciable, pero de momento nuestro escenario más probable es que no ocurra. Esperamos un crecimiento no superior al 0,1%, aunque disponemos de pocos datos de 2005 para efectuar una conjetura más fiable.

**Alemania: Crecimiento Anual del PIB**



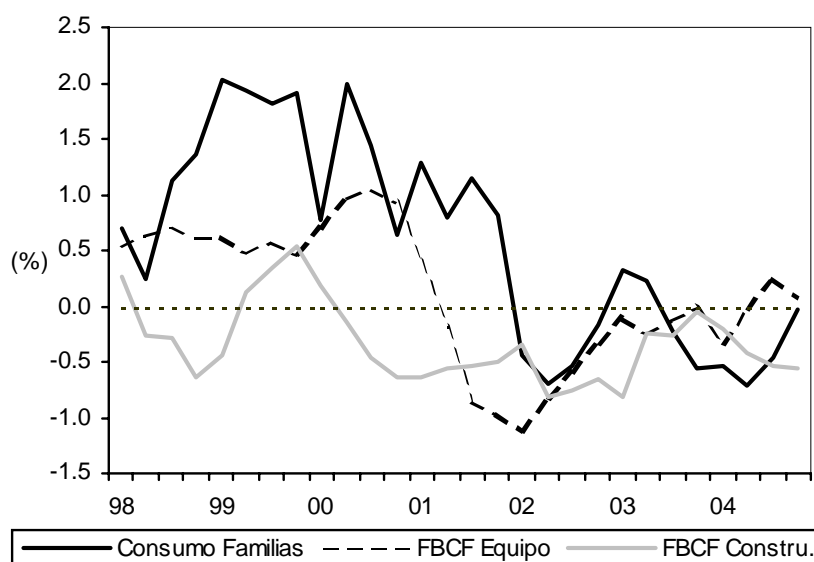
**Alemania: Contribución al Crecimiento del PIB**



Según la primera estimación de la Contabilidad Nacional, la economía alemana cerró 2004 con un crecimiento anual del 1%, ligeramente inferior al inicialmente previsto. En este crecimiento la demanda interna no ha aportado ni restado ninguna décima al crecimiento del PIB, por lo que ha sido el sector exterior el que ha mantenido en positivo el crecimiento alemán.

Si bien son ritmos de crecimiento de más de un punto por debajo del de la media comunitaria, suponen un aumento con respecto a 2003, cuando el PIB alemán terminó cayendo un 0,1%. No obstante, esta aceleración nos sigue pareciendo insuficiente, en la medida en que el consumo privado sigue sin recuperarse y la inversión se mantiene muy dubitativa.

**Alemania: Contribución al Crecimiento del PIB**



La pérdida de ritmo en el segundo tramo del año, no obstante, era esperable, ya que las partidas que más estaban aportando al crecimiento del PIB eran la variación de existencias y el sector exterior. La demanda externa se ha resentido del menor ritmo de crecimiento de las exportaciones en el segundo semestre del año, mientras que la variación de existencias aportaron en el cuarto trimestre menos crecimiento al PIB que en los trimestres anteriores, como era de esperar.

*La variación de existencias aportó muchas décimas al crecimiento del PIB en 2004, lo que puede tener un efecto negativo en la primera mitad de 2005.*

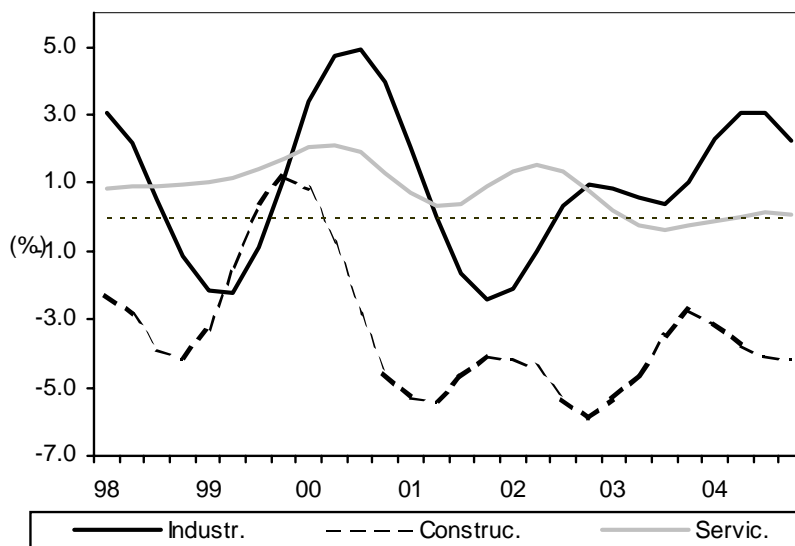
Con todo esto, el panorama para 2005 no es muy positivo, aunque sí preveemos que los ritmos de crecimiento sean algo superiores, pudiendo alcanzar un 1,2% en el conjunto del año. La demanda interna, merced a una ligera recuperación del consumo privado y al mantenimiento de la inversión en bienes de capital, acumulará un crecimiento levemente positivo del 0,5%. Por su parte, la demanda externa reducirá tímidamente su aportación positiva al crecimiento del PIB hasta 0,8 puntos porcentuales, aunque seguirá siendo el principal motor de crecimiento de la economía alemana.

*Actividad*

Por el lado de la oferta, de las principales partidas, tan sólo el Valor Añadido Bruto (VAB) de la construcción sigue cayendo, pero cada vez lo hace a menor ritmo. El VAB industria, tras la aceleración registrada en el primer semestre de 2004, empeoró en el segundo y vuelve a registrar ritmos de crecimiento cercanos al nulo. En VAB en servicios se estabiliza en niveles muy bajos y el VAB en el sector de comercio presenta un perfil desacelerador, aunque mantiene ritmos de crecimiento relativamente altos.

En el primer tramo de 2004, la industria alemana se vio muy favorecida por el fuerte aumento de las exportaciones, que estaban creciendo por encima del 10%, capitaneada principalmente por los bienes de inversión y de consumo duraderos. Sin embargo, el repentino freno de estas exportaciones en el segundo tramo del año frenó la aceleración industrial e hizo aumentar las existencias de este tipo de bienes.

**Alemania: VAB Sectores de Actividad**



La producción industrial (IPI) alemana mantuvo en los tres primeros trimestres de 2004 la senda ascendente que había comenzado a finales de 2003, aunque esta fue inferior a la inicialmente prevista. En el último tramo del año (a partir de septiembre, más concretamente) los registros del IPI no han sido favorables y ha tornado su senda aceleradora en desaceleradora.

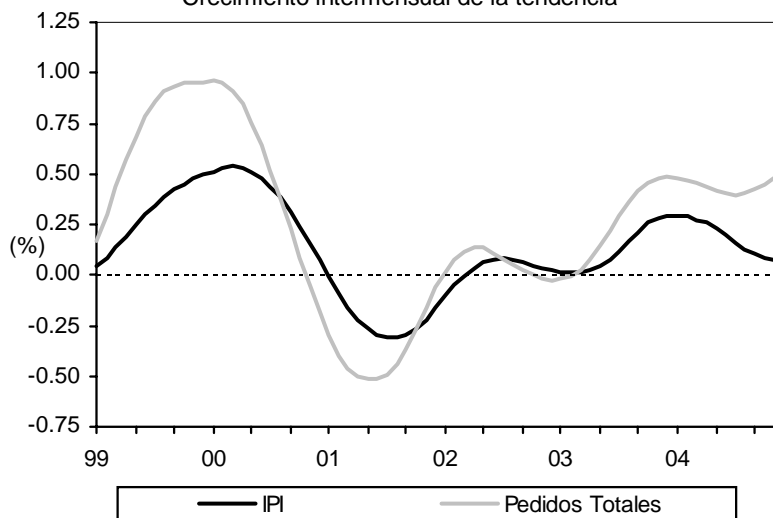
En el conjunto del año aumentó un 2,9%, frente al 0,4% del año anterior. En el último mes del año pasado, el IPI aumentó un 1,2%, inferior al previsto.

Para 2005 no prevemos que la industria alcance ritmos de crecimiento superiores a los actuales. Incluso es probable que en este primer tramo del año se mantenga la desaceleración de finales de 2004. Para el conjunto del año prevemos un aumento del IPI general del 2,5%.

*Prevemos una moderada aceleración de la industria alemana para 2005.*

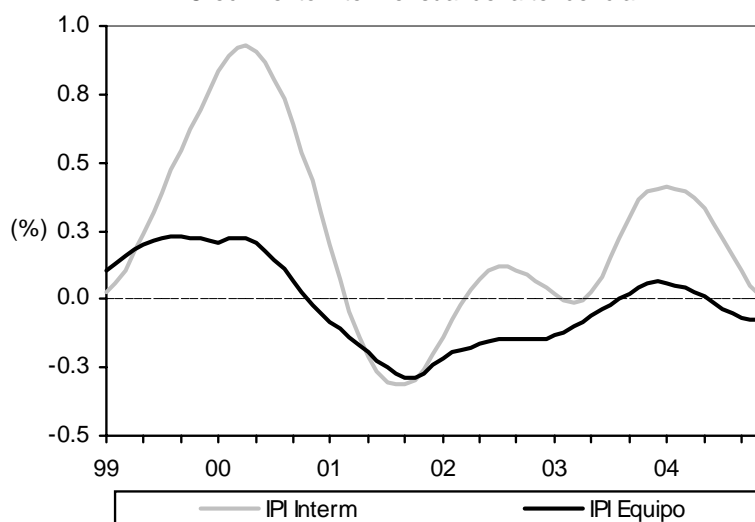
**Alemania: IPI y Pedidos Industriales Totales**

Crecimiento intermensual de la tendencia



**Alemania: IPI Intermedios y Equipo**

Crecimiento intermensual de la tendencia



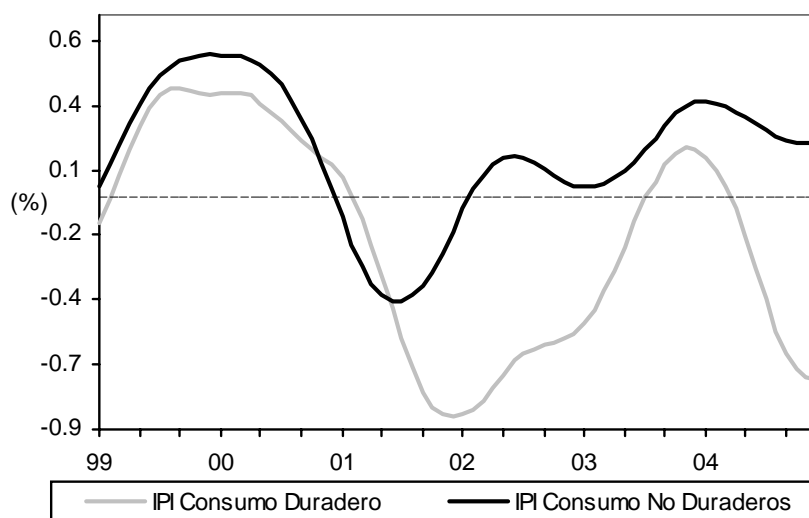
Por tipo de bienes, y para el conjunto del año pasado, la producción de bienes intermedios y de equipos fueron los que más crecieron, un 3,7% y un 3,9%, respectivamente. La producción de bienes de consumo duraderos mantuvo un ritmo de crecimiento destacable en el primer tramo del año, pero ha sufrido la desaceleración más significativa en el segundo. Terminó creciendo un tímido 0,3%.

Finalmente, el IPI de consumo no duraderos, debido principalmente a la debilidad del consumo interior y a la poca cuota exportadora que tienen estos bienes, se mantuvo un crecimiento bajo, en torno al 0,4% en el conjunto del ejercicio.

En diciembre, el IPI de bienes de equipo y de consumo de duraderos cayó muy por encima de lo previsto, un 1,1% y un 6%, respectivamente. Por su parte, la producción de bienes de consumo no duraderos y de bienes intermedio cayeron un 0,6% y aumentaron un 3,3%, respectivamente, y lo hicieron en línea con lo previsto.

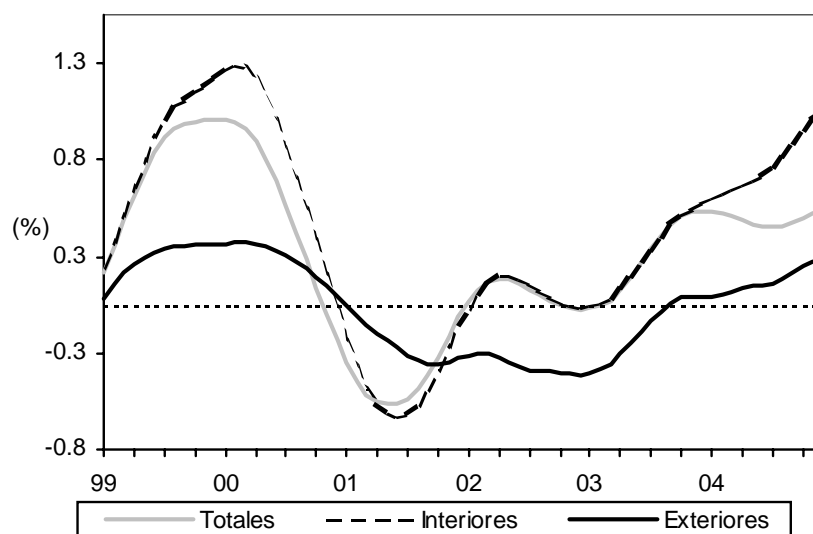
**Alemania: IPI Consumo duradero y no duradero**

Crecimiento intermensual de la tendencia



La cartera de pedidos industriales presenta un perfil de clara aceleración.

**Alemania: Cartera de Pedidos**  
Crecimiento intermensual de la tendencia



La cartera de pedidos ha mejorado en el conjunto del año pasado, aunque el último tramo ha frenado ligeramente su aceleración. La cartera de pedidos de bienes de equipo y de consumo son los que más han mejorado con respecto a comienzos de 2004, mientras que la de bienes intermedio ha frenado su mejoría en el último tramo de año.

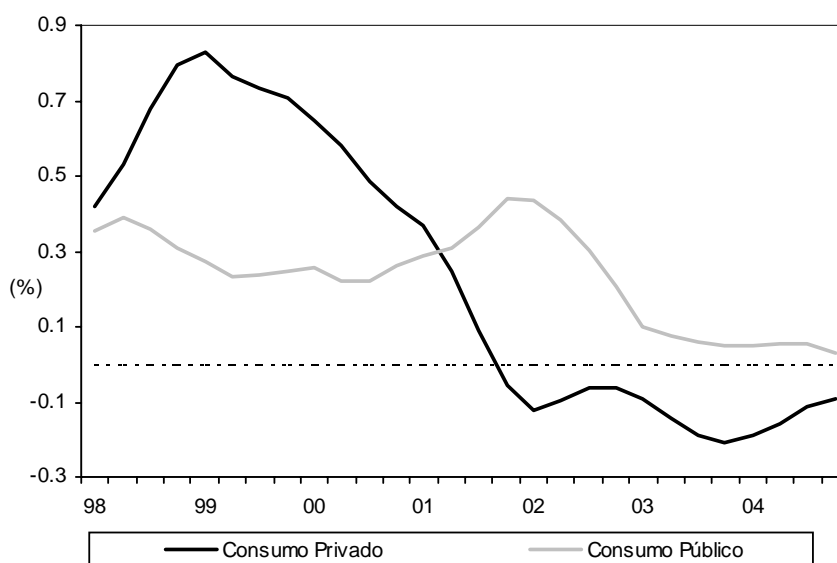
Por su parte, la cartera de pedidos interiores ha mejorado más que la exteriores en el año y los últimos datos han sido más favorables para los primeros que para los segundos. La mejor noticia es el incremento de la productividad del trabajo en la industria, que ha mejorado muy notablemente en la segunda mitad del año pasado.

### *Demanda*

La demanda interna no contribuyó ni restó ninguna décima al crecimiento del PIB en 2004, frente a los 0,5 puntos porcentuales que aportó en 2005. Además, las principales rúbricas de demanda restaron crecimiento al PIB: el consumo privado  $-0,4$ , la inversión en bienes de equipo casi cero y la inversión en construcción  $-0,4$ . Por su parte, el consumo público generó 0,1 puntos de crecimiento y la variación de existencias 0,8 puntos.

**Alemania: Consumo Privado y Público**

Crecimiento intermensual de la tendencia



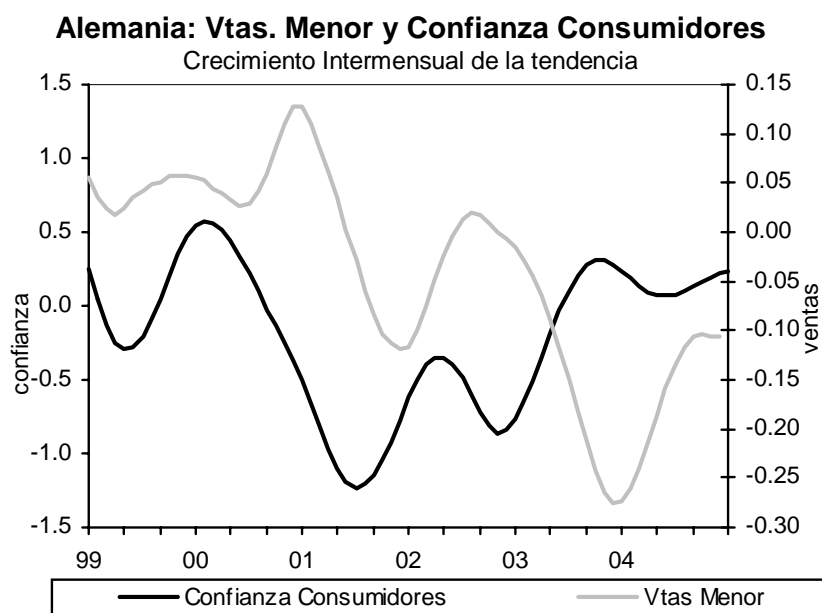
*El consumo privado sigue cayendo, aunque menos que en el primer tramo de 2004. Esperamos que mejore en 2005.*

Por tanto, ha sido el exceso de producción de finales de 2003 y de toda la primera mitad de 2004, y acumulado en forma de existencias, lo que ha mantenido la demanda interna. Por supuesto, esta situación no es la más deseable. Por tanto, la demanda interna (excluida la variación de existencias) sigue muy débil, aunque la única buena noticia es que sus ritmos de caída son algo menores que los de comienzos de 2004. Para 2005 prevemos una suave aceleración y que termine el año creciendo un 0,3%.

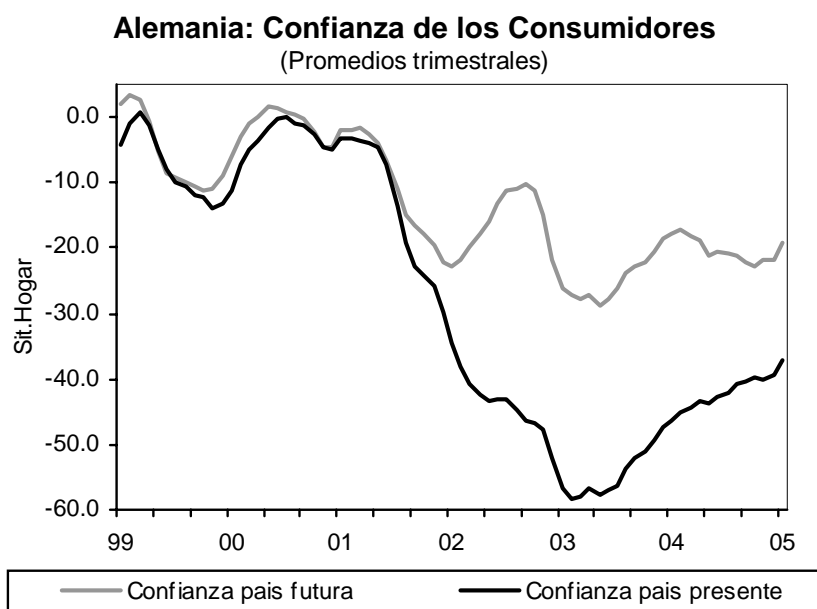
El consumo público, por su parte, ha mantenido en el segundo tramo de 2004 la senda de desaceleración que comenzó a mostrar en 2003. El consumo público creció un 0,5% en el primer semestre del año pasado y un 0,3% en el segundo. Además en el cuarto trimestre del año su crecimiento fue nulo. Para 2005 nuestra previsión es de un crecimiento muy pobre, del 0,3%.

*Las ventas al por menor siguen cayendo, pero llevan varios registros consecutivos haciéndolo por debajo de lo esperado.*

Las sanciones impuestas por el excesivo déficit y el poco aumento de la recaudación a través de impuestos directos e indirectos, debido a la mala marcha del mercado laboral y de la demanda interna, están obligando al Gobierno alemán a contraer su gasto. Esto también se está reflejando en la disminución de la obra civil, con el consiguiente efecto negativo sobre la construcción.



El consumo privado sigue cayendo, pero a medida que ha avanzado el año pasado lo iba haciendo un ritmo menor. Finalmente terminó 2004 con un descenso acumulado del 0,8%, superior al inicialmente previsto. Este mal dato se ha debido, principalmente, a los malos registros del primer semestre, en el que su reducción fue del 1,1%.



En el segundo semestre cayó un 0,5%, además la menor caída se dio en el cuarto trimestre, con un descenso del 0,1%, menor del previsto (por segundo trimestre consecutivo), lo que ha

provocado un tímido cambio de tendencia de esta importante rúbrica de demanda que representa en torno al 55% del PIB alemán.

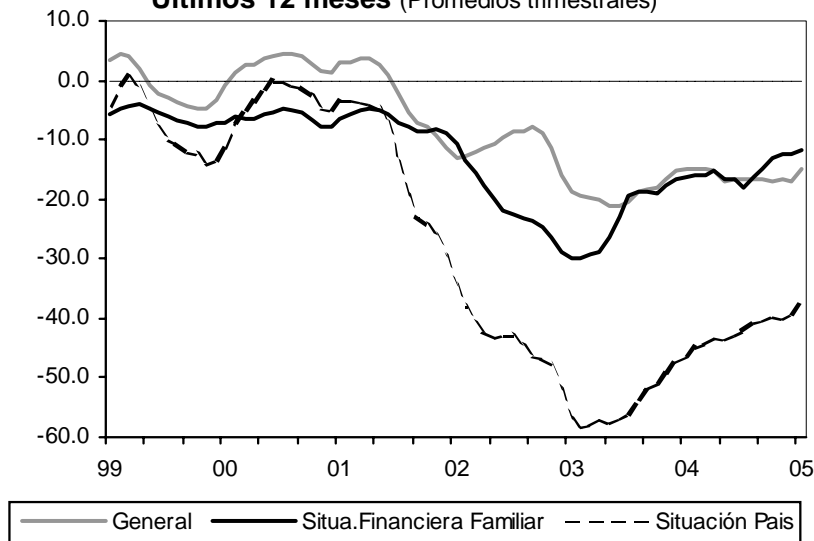
Esta evolución del consumo ha estado en línea con sus indicadores mensuales. Las ventas al por menor cayeron un 2,8% en el conjunto del año, ofreciendo un perfil de mejoría especialmente en el segundo semestre del año. No obstante, el último dato de ventas al por menor de diciembre fue negativo, con una reducción del 2,2%.

Nuestro pronóstico del consumo privado para 2005 es de suave mejoraría, aunque será muy lenta. La tasa de ahorro de las familias alemanas sigue estando a niveles muy altos y la economía sigue destruyendo empleo, lo que no nos permite augurar una aceleración importante del consumo. Nuestra previsión es que suba un tímido 0,3% en el conjunto del año. Una mayor aceleración del consumo tendría que venir de la mano de la recuperación del mercado laboral.

La confianza de los consumidores ha presentado una leve mejoría en 2004. En el trimestre noviembre-enero los datos han sido positivos y han acelerado la marcha del indicador. Ha sido la confianza en la evolución futura del país y, especialmente de la economía doméstica, la que ha ayudado a estos buenos datos. Por último, los pedidos interiores de bienes de consumo también han mejorado, especialmente en este último tramo del año.

*La confianza de los consumidores ha mejorado en los últimos meses, aunque sigue sin repuntar con fuerza.*

**Alemania: Confianza Consumidores General y Últimos 12 meses (Promedios trimestrales)**

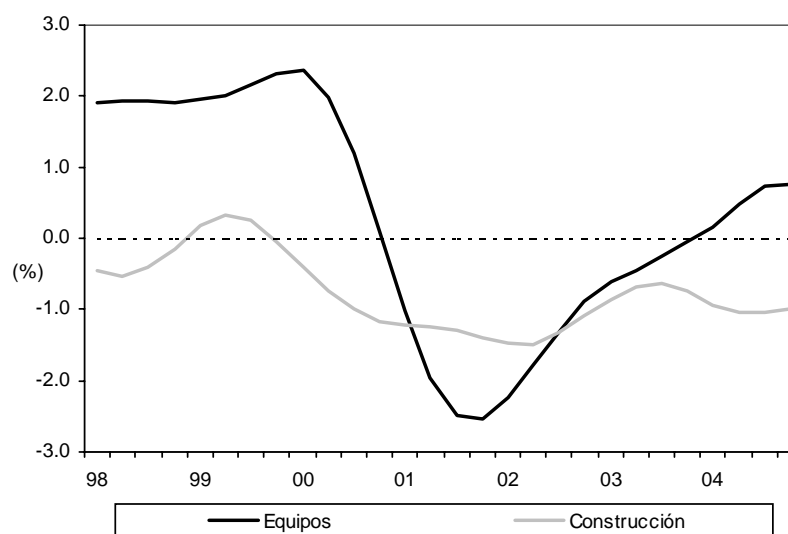


La Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) cayó un 2,5% en el primer semestre de 2004 y un 1,9% en el segundo, frente a una disminución del 2,2% en 2003. A pesar de que la inversión en bienes de capital ha mejorado, este mal registro se debe a que la construcción mantiene unos ritmos de caída superiores al 5%.

Tan sólo la inversión en otros bienes de equipo mantuvo un ritmo de crecimiento positivo y estable a lo largo de todo el año pasado, y terminó el 2004 con un aumento acumulado del 1,4%, frente al 1,7% de 2003.

### Alemania: FBCF Construcción y Equipos

Crecimiento intermensual de la tendencia



En 2004 la aportación de la variación de existencias al crecimiento del PIB ha sido muy importante, del 0,8%, lo que da muestra del exceso de producción que se ha producido a lo largo del. Ésta ha sido, además, superior en el segundo tramo del año, periodo de tiempo en el que se redujeron las expectativas de crecimiento de la economía alemana y de las principales economías mundiales. Esto frenó la demanda (interior y exterior) e hizo que lo producido en el primer tramo del año (cuando las previsiones eran más optimistas) se acumulase como inventariable para el siguiente trimestre.

*La inversión en construcción sigue muy deprimida, aunque prevemos que sus ritmos de caída se reduzcan en 2005.*

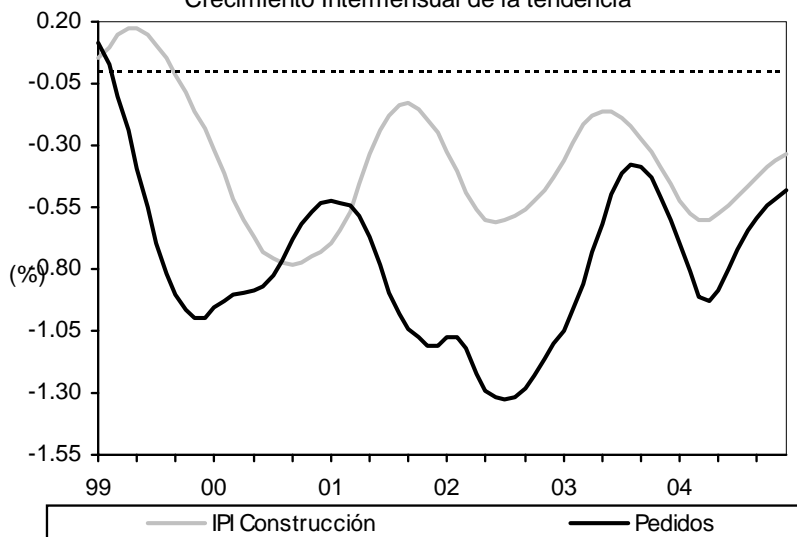
Esto podría tener un efecto negativo en la producción del primer semestre de 2005. Preveamos que a lo largo de este año la acumulación de existencias siga siendo positiva, y que llegue a ser prácticamente nula a finales del ejercicio.

La inversión en construcción sigue empeorando y ha vuelto a echar por tierra los síntomas de recuperación que había a finales de 2003 y principios de 2004. En el conjunto del año pasado cayó 4,1%, frente a una reducción del 3,1% el año anterior. Su evolución en el segundo semestre del año ha sido peor que la del primero, sufriendo sendas caídas del 3% y 5,2%.

La actividad y la inversión constructora llevan cayendo ininterrumpidamente desde 2000 y a ritmos muy elevados, en torno al 4%. Por el momento, los síntomas que tenemos para 2005 son de leve mejoría, pero en ningún caso apuntan a que alcance tasas de crecimiento positivas. Nuestra previsión para el conjunto del año es que se reduzca en torno a un 3%, con una evolución mejor en el segundo semestre que en el primero.

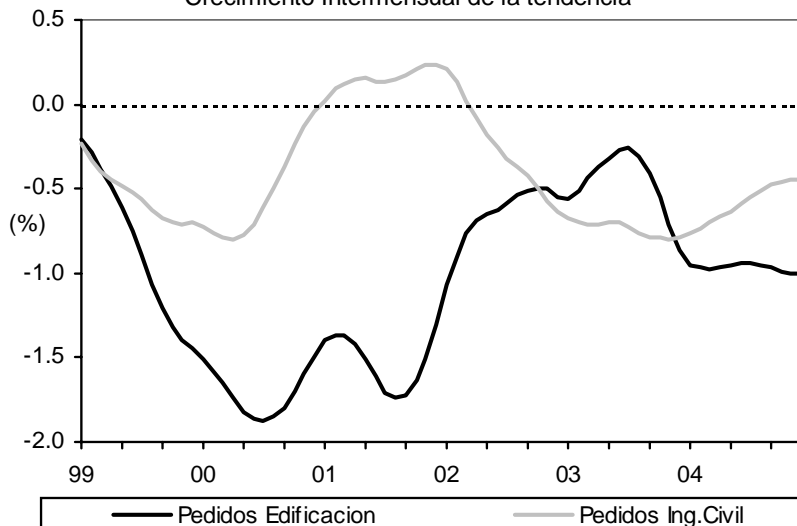
**Alemania: IPI y Pedidos Construcción**

Crecimiento Intermensual de la tendencia



**Alemania: Pedidos de Construcción**

Crecimiento Intermensual de la tendencia



Entre sus indicadores, el IPI de construcción sigue acumulando caídas muy importantes y en todo el año pasado registró un descenso del 5,5%. En el conjunto del último trimestre del año su comportamiento ha sido ligeramente mejor al previsto, lo que ha originado un tímido cambio de tendencia.

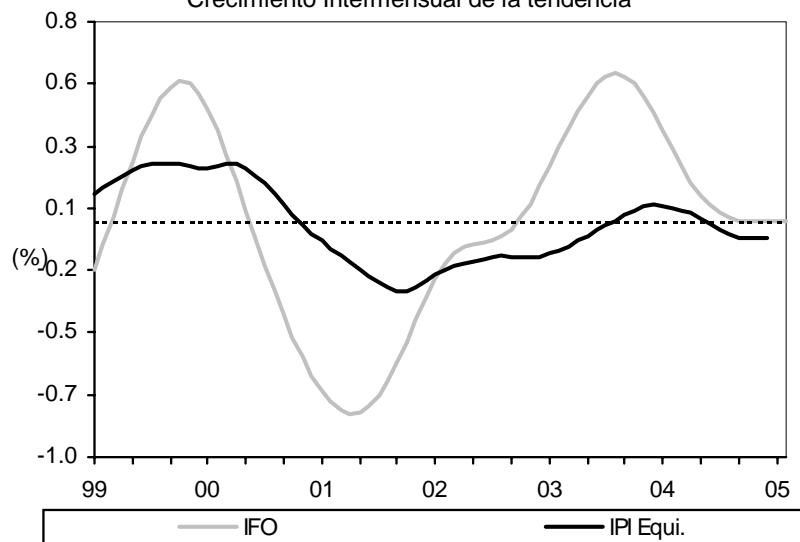
*La inversión sigue mal en general: en bienes de equipo se recupera, aunque más lentamente que lo inicialmente previsto.*

Por su parte, su cartera de pedidos, indicadores adelantados del sector, cayó un 6,4% en 2004, los últimos datos (especialmente el de diciembre) han sido superiores a los esperados. Esta mejora se ha dado especialmente en la obra civil más que en la edificación.

La inversión en bienes de equipo creció un 0,9% en el cuarto trimestre del año pasado, con lo que terminó el año con una tímida caída del 0,2%. Por semestres, el segundo semestre ha sido mucho mejor que el primero y ha quedado reflejado en el cambio de tendencia del agregado. No obstante, la fuerte aceleración apuntada por los datos en el tercer trimestre ha quedado mermada por el flojo registro del cuarto trimestre. En el primer semestre cayó un 2,4% y en el segundo lo compensó parcialmente con un aumento del 2,1%.

#### Alemania: IPI B.Equipo e IFO

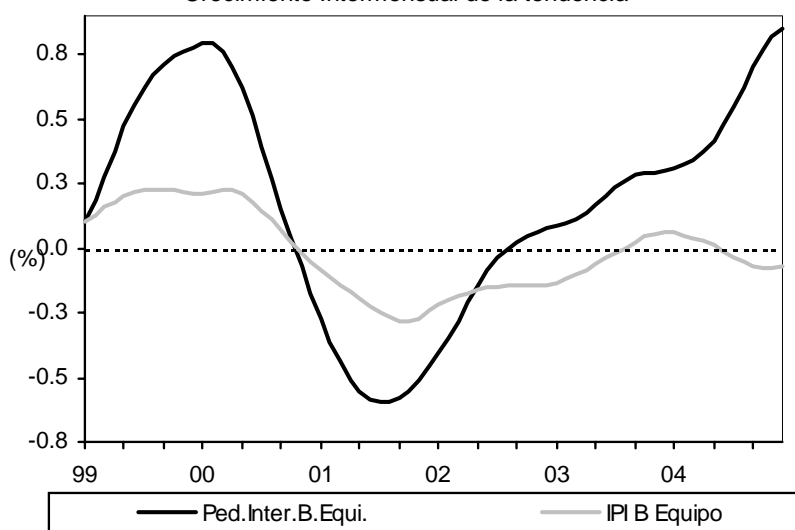
Crecimiento Intermensual de la tendencia



Para 2005 nuestra previsión de la inversión en bienes de equipo depende mucho de la evolución del sector exterior, que es bastante incierta. Por el momento, esperamos que la inversión en bienes de capital mantenga crecimientos positivos a lo largo de todo el año, aunque dado el alto volumen de acumulación de existencias de 2004 no esperamos que acelere sus ritmos de crecimiento de manera significativa. Nuestra previsión para el conjunto del año es del 1,6%.

**Alemania: IPI y Pedidos de B.Equipo**

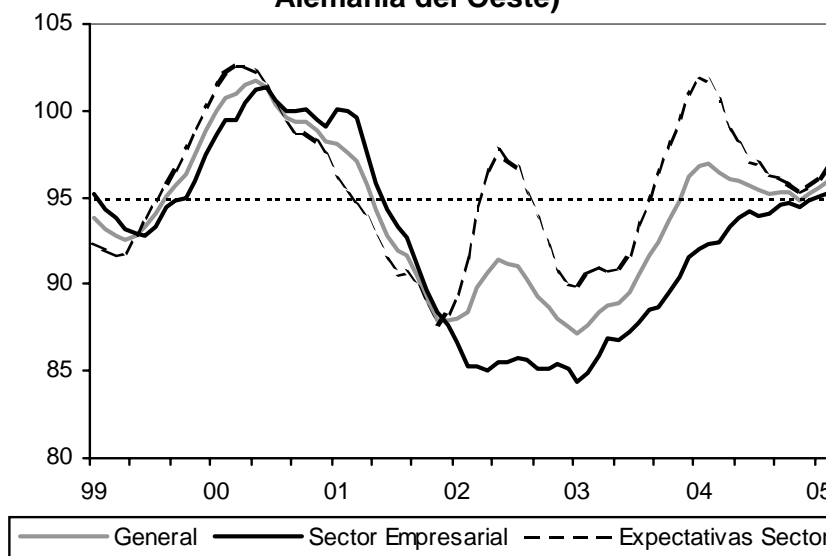
Crecimiento Intermensual de la tendencia



El índice de sentimiento empresarial IFO mejoró a comienzos del año pasado, pero a partir del segundo trimestre comenzó a desacelerarse. Los datos del tercer trimestre y parte del cuarto fueron bastante negativos. Por su parte, los registros de diciembre y enero de 2005 han hecho repuntar levemente al índice y apunta a algún optimismo para comienzos del año para la inversión en bienes de capital.

Por su parte, el perfil de los pedidos interiores de bienes de equipo es de aceleración, gracias especialmente a los datos del último trimestre de 2004 que fueron superiores a los esperados.

**Alemania: Índice de Confianza Empresarial (IFO, Alemania del Oeste)**



Por su parte, el indicador de expectativas empresariales empeoró en el último tramo del año pasado, aunque el primer registro de 2005 ha sido bastante superior al esperado. Así las señales sobre la evolución de la inversión en bienes de capital para este comienzo del año son algo confusas. Por el momento esperamos que se frene su aceleración en el primer semestre y la retome, de manera muy suave, en el segundo semestre.

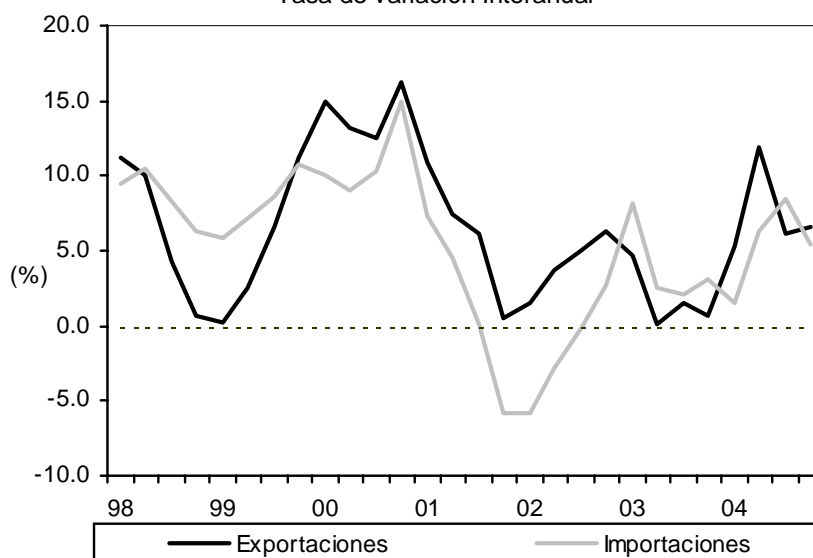
*Sector Exterior*

El sector exterior ha mantenido al PIB alemán creciendo a tasas positivas en 2004. Su aportación al crecimiento sido del 1%, aunque ésta ha sido inferior en el segundo semestre del año que en el primero.

*El sector exterior seguirá aportando décimas al crecimiento del PIB, pero menos que en el año pasado.*

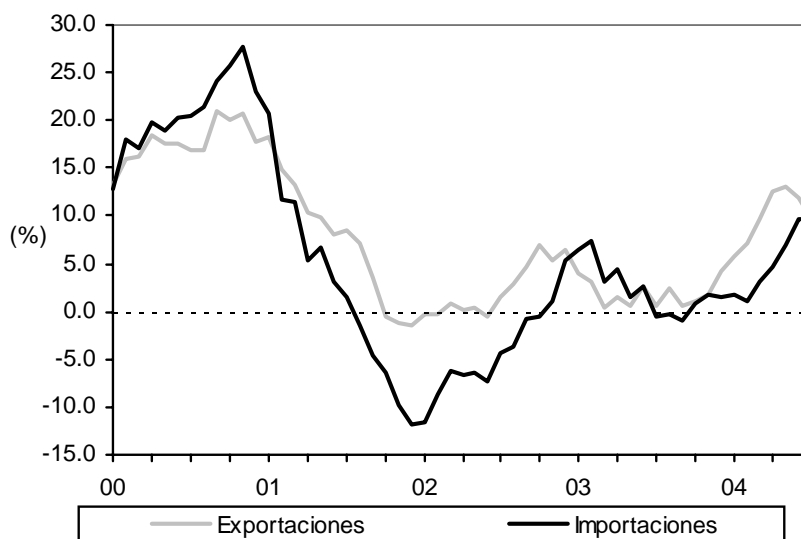
Las exportaciones están creciendo muy por encima de las importaciones. La mayor aceleración de la demanda interna de sus principales socios comerciales (Francia, Italia y Estados Unidos), pero sobre todo la recuperación industria de estas economías, que al demandar bienes de inversión y ser Alemania una de las principales economías productoras y exportadoras de este tipo de bienes, ha provocado una aceleración aún mayor en las exportaciones.

**Alemania: Exportaciones e Importaciones (CNTR)**  
Tasa de variación Interanual



**Alemania: Exportaciones e Importaciones**

Crecimiento interanual de la media móvil trimestral



Las exportaciones han aumentado un 12,2% en el segundo trimestre de 2004, muy por encima de lo esperado. En lo que va de año acumula un crecimiento del 8,9%, frente a un aumento del 1,8% en todo el año pasado. No esperamos que las exportaciones sigan con estos ritmos de aceleración y que se estabilicen en torno al 6-7%.

Por su parte las importaciones también han mejorado, pero menos que las exportaciones. Su crecimiento en el segundo trimestre ha sido superior al previsto, un 7,2%, y acumula en el primer semestre un aumento del 4,7%. No obstante, al igual que para las exportaciones, no prevemos que estos ritmos de crecimiento se mantengan para el próximo semestre. Además, el encarecimiento del petróleo y lo inelástico de su demanda puede ocasionar que para finales de año se genere un efecto renta negativo que afecte tanto al consumo como a las importaciones. No obstante, no prevemos que este impacto sea muy importante.

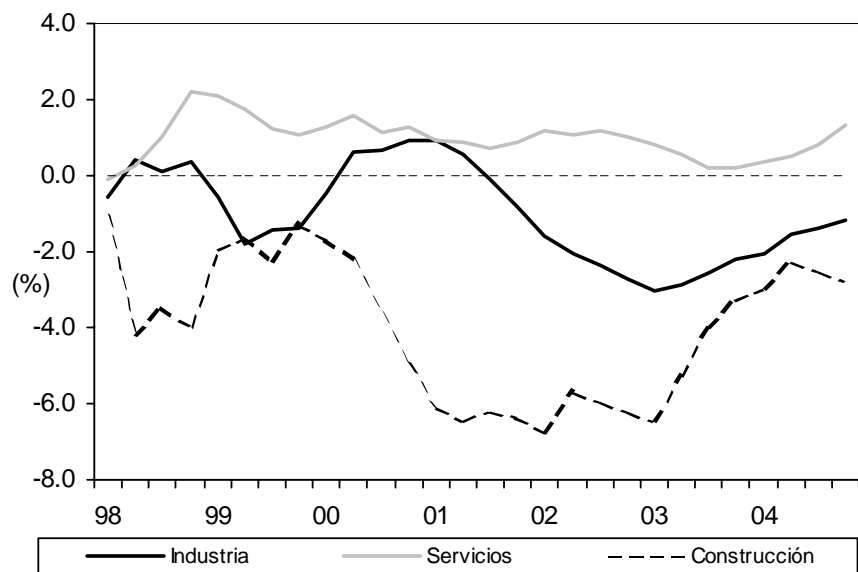
*Empleo*

La recuperación del mercado laboral es la clave para que el consumo privado mejore y con ello la demanda interna. Los síntomas actuales sobre el mercado de trabajo, no obstante, son malos. La tasa de paro está en máximos (ha superado a la española, por ejemplo) desde 1998, se sigue destruyendo empleo y las empresas están basando su crecimiento en mejoras de productividad pero siguen si crear empleo.

*La recuperación del mercado laboral es una de las claves para la mejoría del empleo, pero ésta aún no se está dando.*

**Alemania: Empleo Total por Sectores**

Crecimiento interanual

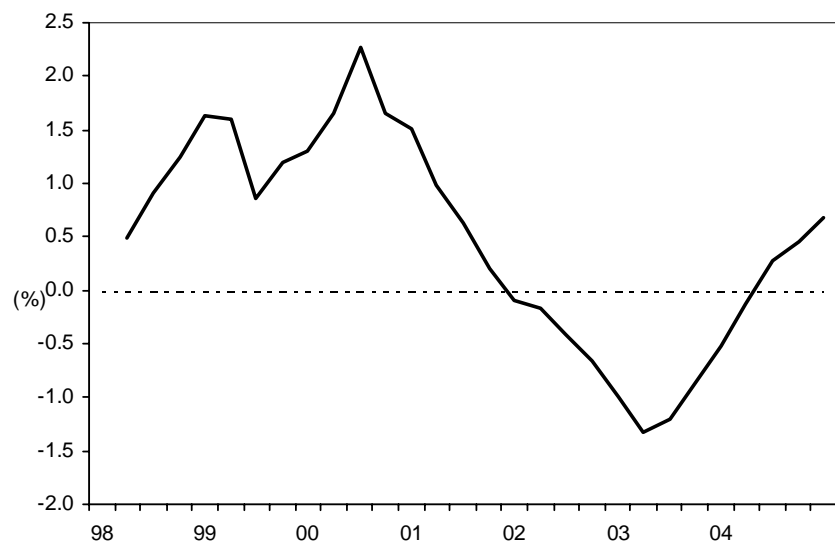


*Se sigue destruyendo empleo y la tasa de paro ha repuntado en los últimos meses.*

En el primer semestre la destrucción de empleo era cada vez menor y terminó aumentando un 0,1% en el conjunto de los seis meses. Esta aceleración en la creación de empleo se ha mantenido en el segundo tramo del año, aunque fue inferior a la inicialmente prevista. En el tercer trimestre aumentó un 0,5% y en el cuarto un 0,7%.

**Alemania: Empleo Total (datos trimestrales)**

Crecimiento interanual



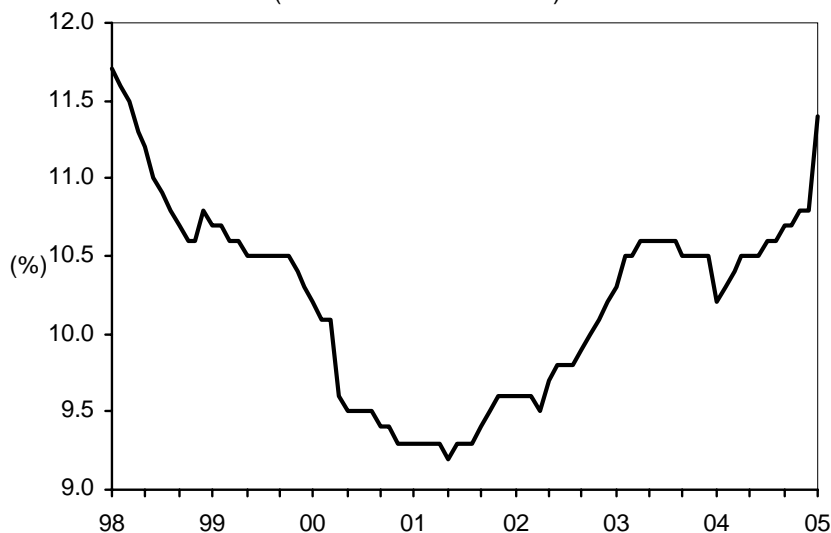
No obstante, el fuerte aumento de la población demandante de empleo en este segundo tramo del año hizo que la creación de empleo no se tradujera en una caída de la tasa de

paro. Ésta ha ido aumentando a medida que avanzaba el año y terminó con un 10,8%.

El primer registro de 2005 ha sido muy malo, colocándose la tasa de paro en el 11,4%. Para los próximos trimestres esperamos que la tasa de paro comience a reducirse y se coloque en el entorno del 10,7%.

**Alemania: Tasa de Paro**

(serie desestacionalizada)



Por sectores, los servicios y el comercio muestran los mayores (aunque pequeños) aumentos, mientras que en la industria las caídas son menores y en la construcción sigue disminuyendo cada vez más.

*Precios*

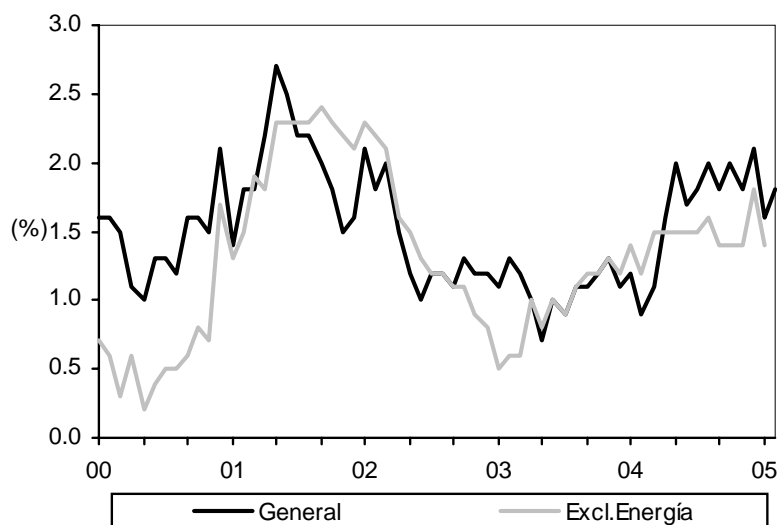
*Los precios se aceleraron en 2004 por la energía, principalmente.*

Los precios aumentaron un 1,7% en 2004, frente al 1% de 2003. La energía fue la principal causante de esta aceleración, aunque también las otras partidas presentan una inflación superior a la del año pasado.

Si excluimos los precios energéticos, el IPC creció un 1,5%, seis décimas más que el año pasado. Los precios subieron un 1,8% en febrero con respecto al mismo mes del año anterior y acumula un 1,7% en los dos primeros meses del año. Preveemos que los precios se mantengan creciendo en torno a este nivel del 1,7% en el conjunto del año.

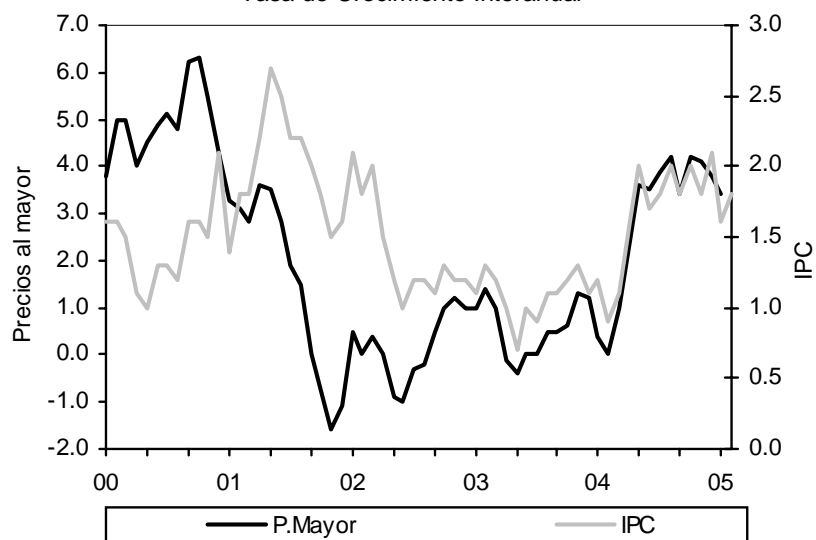
**Alemania: Índice de Precios de Consumo**

Tasa de crecimiento interanual



**Alemania: IPC y Precios al por Mayor**

Tasa de Crecimiento Interanual



*Para 2005 preveamos que la inflación se estabilice en torno al 1,7%.*

Los precios al por mayor se han acelerado notablemente y han pasado de crecer un 0,6% en 2003 a aumentar un 2,9% en 2004. Finalmente, los precios de importación siguen creciendo por encima del 2,5%, aunque sus ritmos de crecimiento se estabilizan en torno a este valor, mientras que los precios de exportación se están acelerando muy suavemente pero crecen a un ritmo inferior, en torno al 1,1%.

### 2.3.b. Francia

#### Visión general y perspectivas

*El crecimiento francés ha superado nuestras previsiones durante todo el año 2004.*

El comportamiento de la economía francesa ha sorprendido favorablemente en el segundo semestre de 2004, igual que ocurrió durante la primera mitad del ejercicio. El crecimiento del PIB en el segundo semestre ha sido del 2,2%, frente al 1,9% previsto. Tras estos datos, el crecimiento medio de 2004 fue del 2,4%, tres décimas superior a la previsión que ofrecíamos en nuestro informe de octubre. De esta manera, la economía gala ha mejorado sensiblemente respecto de su resultados en 2003 (cuando creció un 0,5%).

### FRANCIA: Cuadro Macroeconómico

(% de variación interanual)

	Anual				Trimestres 2004				Trimestres 2005			
	2002	2003	2004	2005	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>Consumo de las Familias</b>	1.8	1.6	2.3	2.2	2.1	2.8	1.6	2.6	2.0	2.0	2.7	2.2
<b>Consumo Público</b>	4.6	2.6	2.7	2.3	2.9	3.3	2.5	2.1	2.3	2.1	2.4	2.5
<b>FBK Fijo</b>	-1.8	0.3	3.5	5.0	3.5	4.7	3.0	2.8	4.6	4.4	5.6	5.6
Empresas	-3.8	-1.6	3.0	4.6	3.2	4.6	2.0	2.1	3.8	3.8	5.5	5.3
Hogares	0.7	0.8	3.7	7.3	1.7	3.9	4.3	4.8	7.5	6.7	7.5	7.5
Gobierno	2.0	6.6	4.9	3.4	7.0	6.2	4.1	2.3	3.3	2.9	3.6	3.9
<b>Variación de Existencias(*)</b>	-0.2	-0.2	0.9	0.1	-0.1	0.9	1.7	1.2	0.1	0.3	-0.1	0.2
<b>Demanda Interna</b>	1.5	1.4	3.6	2.9	2.5	4.2	3.8	3.7	2.7	2.8	3.1	3.1
<b>Exportaciones</b>	1.7	-2.5	3.3	5.3	1.6	4.2	3.9	3.6	4.8	5.1	5.6	5.6
<b>Importaciones</b>	3.3	0.2	7.5	7.0	3.3	7.8	10.5	8.6	8.4	7.1	6.2	6.4
<b>PIB</b>	1.1	0.5	2.4	2.4	2.0	3.2	2.0	2.3	1.7	2.2	2.9	2.8
<b>Tasa de Paro</b>	9.0	9.7	9.9	9.9	9.8	9.8	9.9	9.9	9.9	10.0	9.9	9.7
<b>IPC</b>	1.9	2.1	2.1	1.9	1.8	2.3	2.3	2.1	1.7	1.9	1.9	1.8

(\*) Aportación al crecimiento del PIB

La desviación respecto de lo previsto se ha debido a la demanda doméstica, que ha registrado en el conjunto del año una tasa del 3,6%, frente al 2,8% que anticipábamos. Esta cifra ha sido la mejor desde el año 2000, y los principales responsables de la desviación respecto de lo previsto han sido los componentes de inversión (tanto empresas, como hogares y gobierno), que han ofrecido un crecimiento medio del 3,5%, tras dos años de debilidad. También ha contribuido la mejora en el tono del consumo privado, que ha crecido a un ritmo del 2,3%, 7 décimas

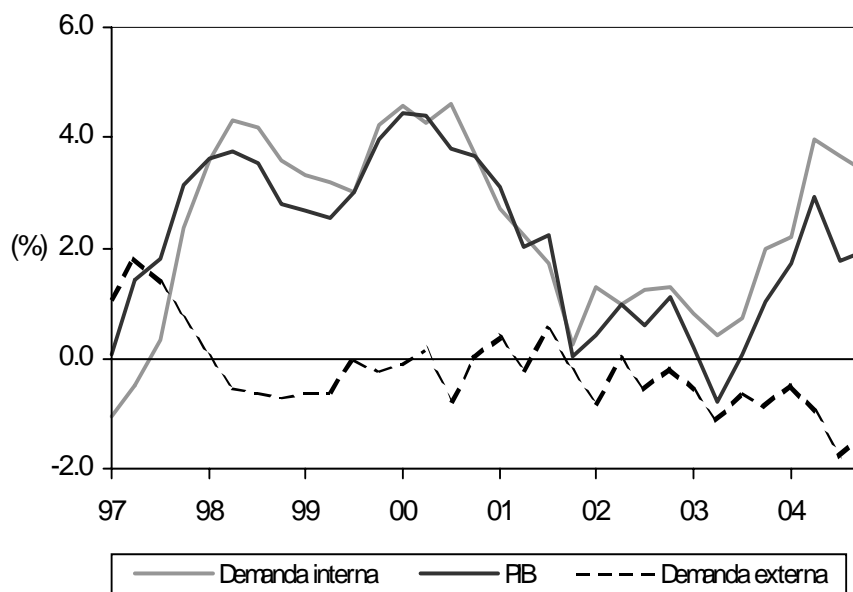
superior a la de 2003. Incluso si descontamos la variación de existencias (éstas han aportado 9 décimas al crecimiento agregado), el crecimiento medio de la demanda doméstica en 2004 ha sido del 2,6%, mucho mejor a las cifras de 2003 y 2002, en torno al 1,6%.

*La mejoría ha sido debida a la demanda doméstica de consumo e inversión.*

Por su parte, el sector exterior ha restado 1,1 puntos al crecimiento del PIB en 2004, algo peor a nuestra previsión que apuntaba a una contribución negativa de 7 décimas. De esta forma empeora el ya mal registro de 2003, cuando restó 8 décimas al crecimiento agregado. Es el tercer año en que el sector exterior presenta una contribución negativa al crecimiento, y la causa hay que buscarla en la mayor fortaleza que presenta la demanda doméstica francesa frente a la de sus principales socios comerciales, especialmente Alemania e Italia. Igualmente, a ello se ha añadido desde mediados de 2002 el lastre que sobre las exportaciones fuera de la Eurozona ha supuesto la fortaleza del euro, y más recientemente, también el encarecimiento de los bienes energéticos importados.

**Francia: Contribución al Crecimiento del PIB**

Tasa variación interanual



*La resistencia a mejorar del mercado laboral ha sido el principal 'punto negro'.*

El ritmo de crecimiento por sectores de actividad; se ha caracterizado por el mantenimiento de las tasas alcanzadas a mediados de ejercicio.

El mercado de trabajo ha supuesto el único punto negro en el desarrollo de la economía francesa durante 2004. La tasa de paro se ha mantenido estancada todo el año en el 10%, pese a la

mejora de la actividad, si bien hay que señalar que la creación de empleo sí ha mejorado durante el segundo semestre.

Los indicadores de actividad y demanda nos llevan a esperar que durante 2005 la cifra de crecimiento se situará alrededor del 2,4%, apoyado por el buen contexto internacional, junto con los reducidos tipos de interés y un mejor ritmo de crecimiento en sus principales socios comerciales. La contribución al crecimiento será, no obstante, distinta a la de 2003: la demanda interna será algo más suave, pero también el sector exterior restará menos puntos al crecimiento agregado.

*Esperamos un crecimiento medio del 2,4% en 2005.*

Los principales riesgos, de origen externo, a este escenario son las mismas que señalábamos en octubre: (i) la evolución del euro y sus efectos sobre la actividad industrial, a través del sector exportador; y (ii) el petróleo y sus efectos sobre el poder adquisitivo de las familias y empresas o sobre los costes de producción. Como riesgo doméstico volvemos a señalar la resistencia a mejorar del mercado de trabajo.

### *Demanda*

Durante el segundo semestre del año, la demanda doméstica francesa ha continuado siendo el principal motor del crecimiento. El crecimiento medio de la demanda interna en el segundo semestre fue del 3,7%, lo que supuso una aceleración frente al 3,3% del primer semestre, cifras de crecimiento no registradas desde el ejercicio 2000.

*El consumo privado ha seguido fuerte, a pesar de que la confianza no termina de mejorar.*

El consumo privado ha mostrado una suave reactivación en 2004 respecto de 2003. El crecimiento interanual a lo largo del ejercicio ha sido del 2,3%, coincidiendo con la previsión que ofrecíamos en octubre, frente al 1,6% de 2003. La mejoría sorprendió en el primer semestre ya que no vino acompañada de una recuperación en las expectativas familiares, cuya evolución ha sido oscilante todo el año. Con todo, hay que señalar que el ritmo de crecimiento del consumo privado se ha suavizado en el segundo semestre. La contribución al crecimiento del PIB de este componente de demanda interna ha sido de 1,2 puntos porcentuales, la mejor cifra desde 2001.

No obstante, los componentes de demanda interna que han experimentado una mejora más notable en 2004 son los de inversión.

La inversión de los hogares, de carácter residencial, ha mostrado una recuperación muy significativa: ha registrado una variación interanual del 3,7%, tras un crecimiento medio anual del 0,7% entre los años 2001 y 2003. Ha sido el componente de inversión que más ha sorprendido, con mucho, nuestras expectativas, ya que a la altura de octubre preveíamos un crecimiento del 2,2% para 2004.

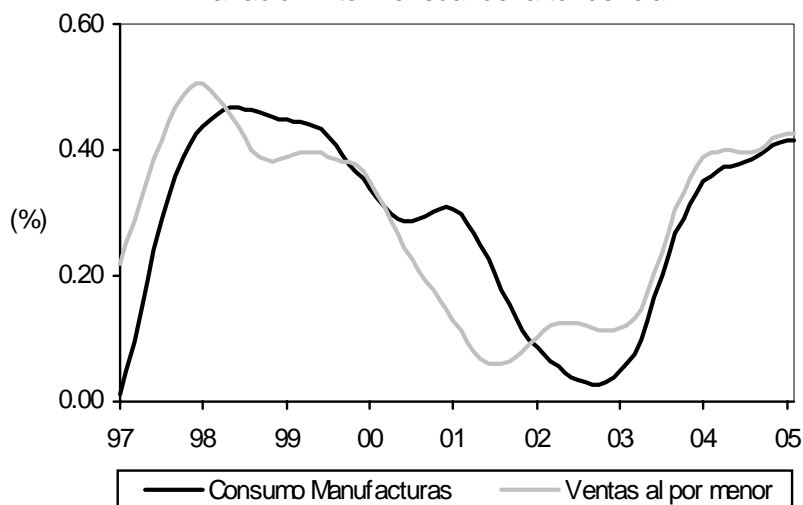
La demanda que tiene su origen en las decisiones empresariales también ha mostrado una recuperación destacable. Primero, la formación bruta de capital fijo de las empresas ha crecido a un ritmo medio del 3,0% en 2004, tras la crisis arrastrada en 2002 y 2003, con sendas caídas del 3,8% y 1,6% respectivamente. La cifra de 2004 ha supuesto 0,3 puntos porcentuales para el crecimiento del PIB. Por su parte, la inversión en inventarios ha contribuido con 0,9 puntos porcentuales, tras tres años consecutivos de contribuciones negativas.

Finalmente, la inversión pública ha crecido a una tasa del 4,9%, sólo algo más reducida que el 6,6% de 2003. Esta cifra nos ha sorprendido al alza, debido a las dificultades francesas para cumplir con el límite de déficit público fijado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

En conjunto, el componente de formación bruta de capital fijo ha aportado 0,7 puntos al crecimiento del PIB, lo que mejora sensiblemente la contribución nula de 2003.

### Francia: Consumo de Manufacturas y Ventas al por menor

Variación intermensual de la tendencia



*Los indicadores mensuales de consumo anticipan un buen comportamiento en el primer semestre de 2005.*

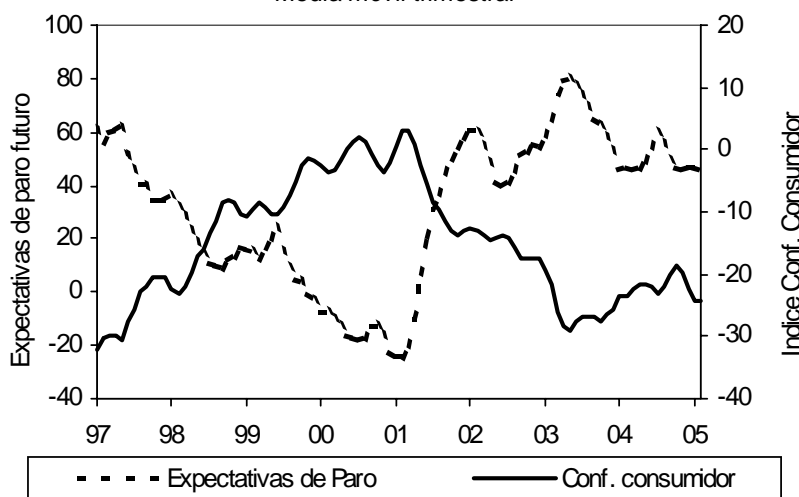
Comenzando con la evolución reciente de los indicadores mensuales, los indicadores de consumo privado continúan mostrando el comportamiento asimétrico que señalábamos también en nuestro anterior informe: los indicadores de consumo efectivo evolucionan favorablemente, mientras que los de confianza no terminan de despegar.

Los indicadores de consumo efectivo mantienen la fortaleza que señalábamos en el informe de octubre. El consumo familiar de manufacturas (principal indicador para el seguimiento del consumo privado de Contabilidad Nacional) ha continuado acelerando su ritmo de crecimiento durante el segundo semestre del año, lo que ha permitido que su crecimiento medio durante 2004 haya sido del 4,4%, superando en cuatro décimas la previsión que ofrecimos hace seis meses.

Las ventas minoristas han registrado en el conjunto de 2004 un crecimiento medio del 4,9% (coincidente con nuestras previsiones) y en el último cuatrimestre de datos disponibles (noviembre a febrero) han crecido por encima de lo esperado. La tasa de variación interanual media en dicho periodo ha sido del 4,9%, coincidente con la media registrada de 2004. En particular, la adquisición de bienes de consumo duraderos ha crecido a una tasa media del 8,4% en 2004, y los datos de enero y febrero de 2005 mantienen este dinamismo.

**Francia: Confianza de los Consumidores y Expectativas de Paro Futuro**

Media móvil trimestral



En cambio, la evolución de la confianza familiar ha sido vacilante y, aunque en el tercer trimestre de 2004 las expectativas de los hogares parecían recuperarse, alcanzando máximos desde

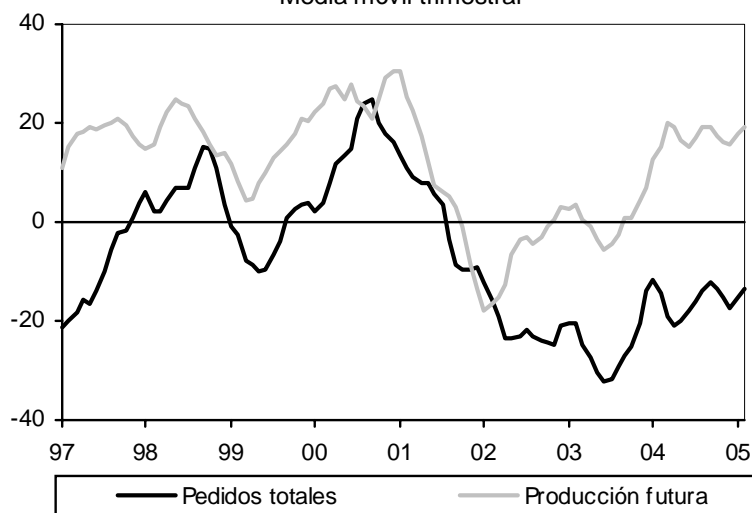
2001, lo cierto es que en el último trimestre volvía a perderse buena parte del avance logrado. El último dato disponible, correspondiente a febrero, ha sido algo más positivo, pero queda por confirmar en qué medida es sostenible.

En este sentido, el contexto actual con la nueva escalada del petróleo y las sombras que ello plantea sobre el crecimiento de la Eurozona, que se une a la persistentemente elevada tasa de paro galo, nos lleva a rebajar alguna décima nuestra previsión de crecimiento del consumo privado de Contabilidad Nacional para 2005 hasta el entorno del 2,1%-2,2%. Ello se traduciría en una contribución al crecimiento del PIB de 1,2 puntos porcentuales.

La inversión empresarial también ha cumplido con las buenas expectativas que mostrábamos en el informe de octubre. Por ejemplo, el índice de producción industrial en bienes de equipo ha mantenido durante el segundo semestre el buen tono de crecimiento de la primera mitad del año. Ello ha permitido que el crecimiento medio de este indicador haya sido del 2,0%, superando en dos décimas nuestras expectativas de hace seis meses. El último trimestre de datos para este indicador ha estado en línea con la previsión, y su tendencia subyacente muestra un crecimiento estable no visto desde mediados de 2000.

### Francia: Encuesta industrial del sector de bienes de inversión: producción futura y cartera de pedidos.

Media móvil trimestral



En línea con ello, los indicadores de confianza en el sector de producción de bienes de inversión (carteras de pedidos y expectativas de producción futura) han evolucionado durante todo el ejercicio 2004 al mejor nivel desde mediados de 2001. Los últimos datos, para enero y febrero del presente año, suponen una

continuidad en esta línea. En esta situación, la previsión actual para el índice de producción industrial de bienes de equipo apunta a un crecimiento medio del 2,5%.

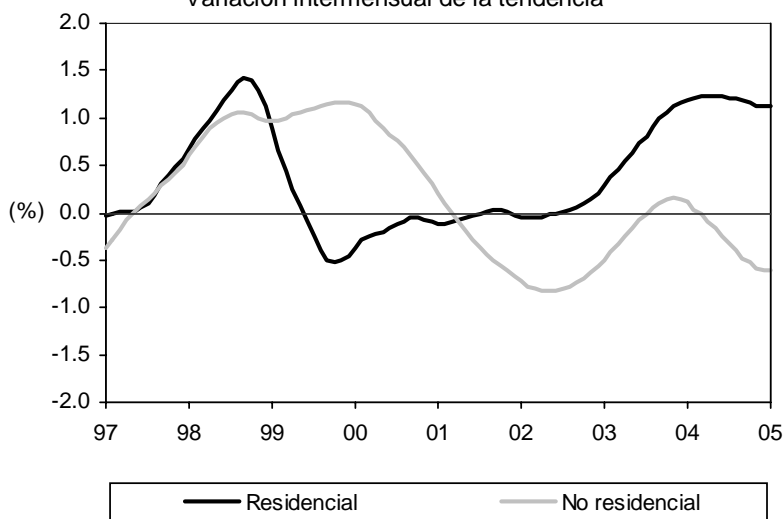
La inversión de las familias, como ya hemos comentado, ha mostrado una recuperación muy significativa, apoyada en las buenas condiciones de financiación existentes. Los indicadores recientes de construcción residencial, tales como permisos de construcción y edificaciones iniciadas han sido favorables.

Durante todo 2004 su tendencia subyacente ha ofrecido un crecimiento sostenido a muy buen ritmo: la tasa de variación media de los permisos de construcción residencial fue del 21% y el de viviendas iniciadas del 15% (sus tasas respectivas en 2003 fueron del 8,4% y 3,9%). Los últimos datos mantienen por el momento una considerable fortaleza, apuntando a una previsión de crecimiento durante 2005 del 16% para los permisos y del 14% para las viviendas iniciadas. De hecho, el ritmo de adquisición de viviendas por los particulares está siendo tan fuerte que incluso se ha abierto el debate sobre la existencia de una posible burbuja inmobiliaria en el país.

*Los indicadores adelantados de construcción residencial siguen expandiéndose, pero la no residencial empeora.*

**Francia: Construcción Residencial y No Residencial. Edificios iniciados**

Variación intermensual de la tendencia



En cambio, la inversión pública apunta a una desaceleración durante 2005. El indicador de edificios no residenciales iniciados, una parte muy importante de los cuales proceden de la inversión pública, ha mostrado una considerable ralentización a lo largo del ejercicio 2004: a mitad de año el crecimiento medio que registraba era del 6,8%, mientras que en el segundo semestre, su crecimiento medio ha sido del -1,3%. Por

su parte, los permisos de construcción no residencial se han deteriorado durante todo el ejercicio, cayendo a un ritmo medio del 1,2% interanual.

Por el momento, los indicadores del sector constructor parecen apuntar a que el efecto de la construcción de origen residencial es la que más peso ejerce, ya que las carteras de pedidos y la confianza en el sector muestran en los últimos datos un tono excelente, de continuidad respecto de la tendencia seguida en 2004. En línea con ello, mantenemos buenas expectativas para la demanda total de inversión en construcción.

Una vez analizada la evolución reciente de los indicadores de inversión, esperamos que este componente de Contabilidad Nacional ofrezca durante 2005 un crecimiento medio del 5%, gracias al dinamismo de la inversión de las familias (7,3% interanual) y los buenos resultados también para la inversión empresarial (4,6%). La inversión pública, por su parte, seguirá desacelerándose hasta el 3,4%.

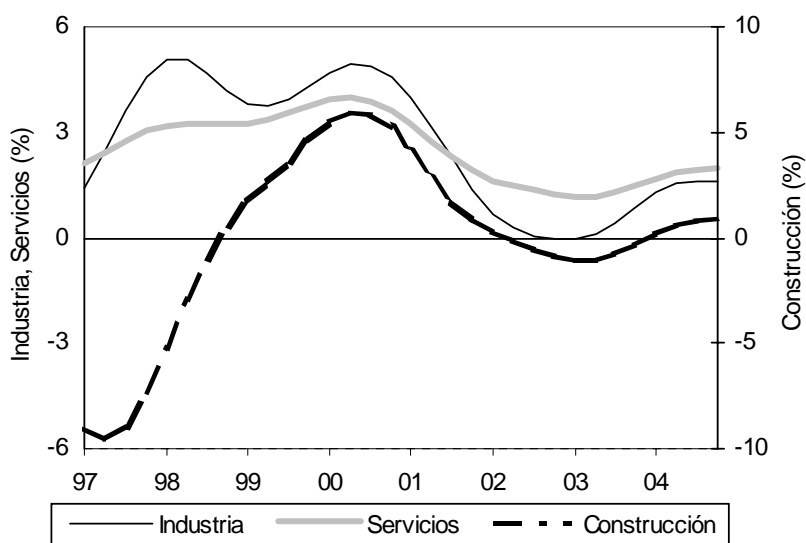
### *Actividad*

*En el segundo semestre se ha mantenido el crecimiento alcanzado en el primero.*

El ejercicio 2004 se ha confirmado como un año de importante mejoría en las tasas de crecimiento de los distintos sectores de actividad. Así como el primer semestre se caracterizó por una destacable aceleración en el crecimiento respecto de los niveles de 2003, el segundo semestre se ha caracterizado por la estabilización del crecimiento, es decir, por el mantenimiento de las tasas alcanzadas a finales del primer semestre.

El sector servicios ha seguido siendo durante la segunda mitad del año el sector que ha ofrecido mejores cifras, cerrando 2004 con un crecimiento medio del 2,2%, que coincide con la previsión que ofrecíamos en el anterior informe y que supera ampliamente el registro de 2003 (1,0%). El sector industrial ha confirmado nuestra expectativa de que la recuperación del primer semestre se consolidaría a lo largo de la segunda mitad del año. Así, el crecimiento medio del Valor Añadido Bruto (VAB) en la industria ha sido del 2,1%, lo que supone una mejoría destacable frente a la caída del 0,1% de 2003. Finalmente, el sector constructor ha cerrado 2004 con un crecimiento medio de su VAB del 0,6%, una cifra no muy brillante, pero bastante mejor a la caída del 1,0% en 2003.

**Francia: VAB por Sectores de Actividad**  
Variación interanual de la tendencia



La evolución reciente de la actividad en el sector industrial ha sido buena, pero los indicadores de confianza apuntan a una posible leve desaceleración durante los primeros meses de 2005.

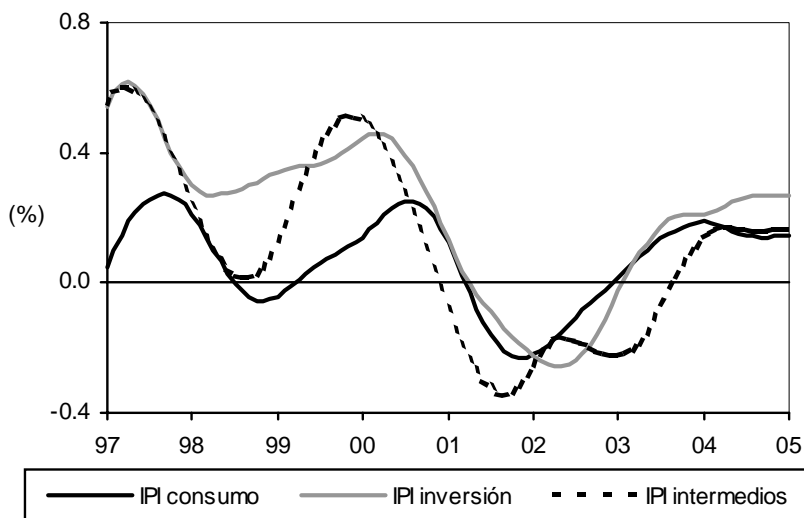
Tras el dato de diciembre, el Índice de Producción Industrial (IPI) ha crecido en 2004 a una tasa del 1,7%, en línea con nuestra previsión de octubre.

El ritmo de crecimiento del IPI se ha mantenido bastante estable a lo largo del año, gracias al buen tono de la producción de bienes intermedios, de capital y de consumo. Por su parte, la producción del sector automovilístico ha sido sorprendente al registrar un crecimiento del 4,5%, el más alto desde 2001. Estos buenos datos de actividad son únicamente el reflejo del panorama favorable que hemos señalado anteriormente para el ritmo de demanda de consumo e inversión.

La evolución más reciente del IPI y sus componentes supone una continuidad en esta línea: el crecimiento medio del último trimestre de datos, noviembre a enero, ha sido del 2,3%, el mejor desde agosto pasado.

Sin embargo, y en contraste con el buen tono de la actividad, la confianza del sector ha empeorado sensiblemente a partir de octubre, volviéndose además muy volátil.

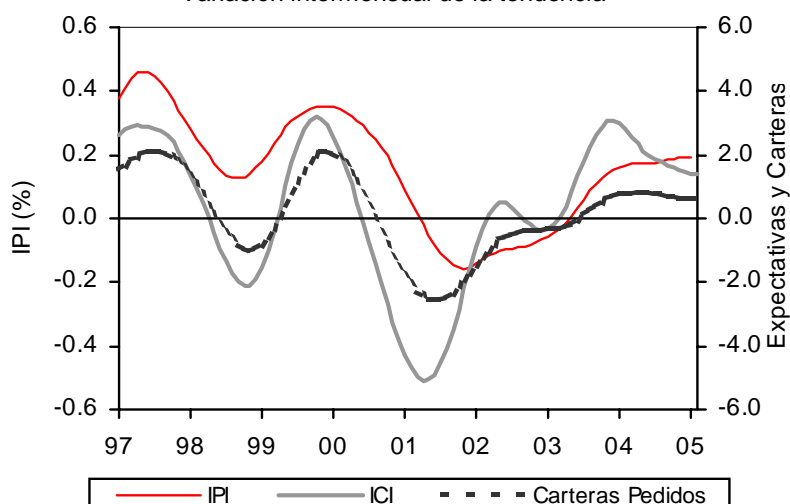
**Francia: Producción industrial**  
**Bienes de consumo, inversión e intermedios**  
 Variación intermensual de la tendencia



*Los indicadores recientes de industria apuntan a una leve desaceleración en el primer semestre.*

Hasta febrero, el empeoramiento del índice sintético de confianza se ha debido al componente de expectativas respecto del futuro, probablemente afectadas por las incertumbres generadas por la volatilidad del precio del euro y por la futura evolución de la cotización del euro frente al dólar. No obstante, el último dato disponible, correspondiente a marzo, muestra por primera vez, un deterioro también de las carteras de pedidos totales.

**Francia: Producción industrial, Expectativas empresariales y Carteras de Pedidos**  
 Variación intermensual de la tendencia



Probablemente, este último dato esté reflejando una reducción de la demanda de bienes intermedios por parte del propio sector industrial, ya que la demanda doméstica de bienes finales se mantiene firme. Por ello, pensamos que esta volatilidad

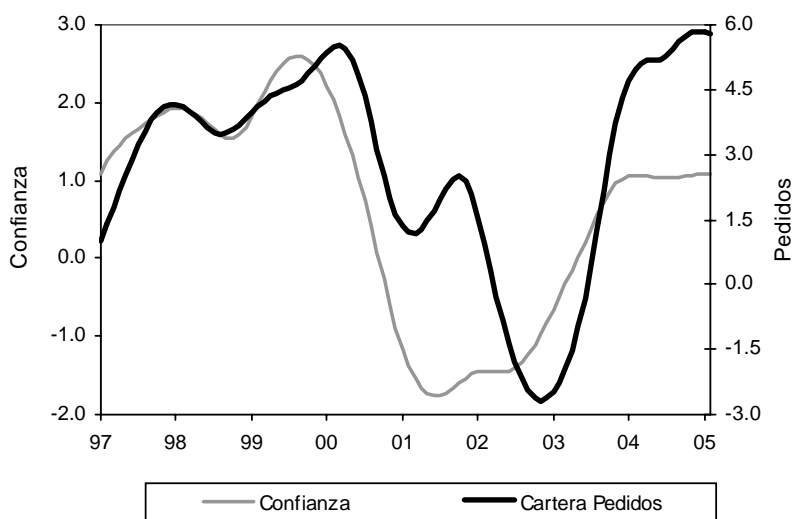
de los indicadores de confianza disminuirá conforme se despejen en los próximos meses algunas incertidumbres respecto del petróleo y el tipo de cambio.

En cualquier caso, sí parece claro que el ritmo de actividad industrial se ralentizará durante el primer semestre del año. Por el momento, el mejor contexto que cabe esperar entre los principales socios comerciales franceses, junto con la robustez de la demanda doméstica gala, nos llevan a esperar que el crecimiento medio del IPI en 2005 se situará en el intervalo 1,7%-1,9%. Para el VAB en el sector, barajamos una cifra de crecimiento media del 1,9%.

*Los indicadores del sector constructor anticipan un buen comportamiento en los próximos meses.*

Los indicadores del sector constructor parecen apuntar a una continuidad en la suave recuperación iniciada en 2004. Por un lado, los indicadores de confianza y carteras de pedidos en el sector se encuentran estabilizados los últimos doce meses en los mejores niveles desde el año 1999.

**Francia: Cartera de pedidos y confianza del sector constructor**



Por otro, los indicadores adelantados de inversión residencial también ofrecen un panorama muy favorable, como ya hemos indicado en el apartado de demanda. El contexto de bajos tipos de interés que, con casi total seguridad, seguirá manteniéndose durante el año actual también apoya las perspectivas de buen ritmo en la construcción. El único factor que pesa en contra es el empeoramiento sufrido por los indicadores adelantados de inversión en construcción no residencial. Sobre la base de este análisis de los indicadores esperamos un crecimiento medio del VAB en construcción del 0,9%-1,1% en 2005.

Tras el buen registro mostrado en 2004 por el VAB en el sector servicios, los indicadores recientes permiten anticipar que el ritmo de actividad seguirá siendo bueno en los próximos meses. Los indicadores de confianza de los empresarios del sector, al contrario que en la industria, están evolucionando muy favorablemente desde finales de 2004. Por ejemplo, el índice de gerentes de compras (PMI) en servicios muestra para el último dato disponible (correspondiente a febrero) un nivel de 57,25, reflejando que el sector está expandiéndose al ritmo más elevado desde junio de 2004 (cualquier valor superior a 50 refleja expansión, y por debajo de 50 contracción). En línea con ello, esperamos un crecimiento del VAB en servicios del 2,0% durante 2005. Ello supondrá una contribución al crecimiento del VAB total de 1,4 puntos porcentuales.

### *Empleo*

La nota más negativa del desempeño económico en 2004 la ha puesto el mercado de trabajo. A pesar del buen ritmo de la actividad económica, los indicadores de mercado de trabajo – sobre todo la tasa de paro- han mostrado una gran resistencia a mejorar.

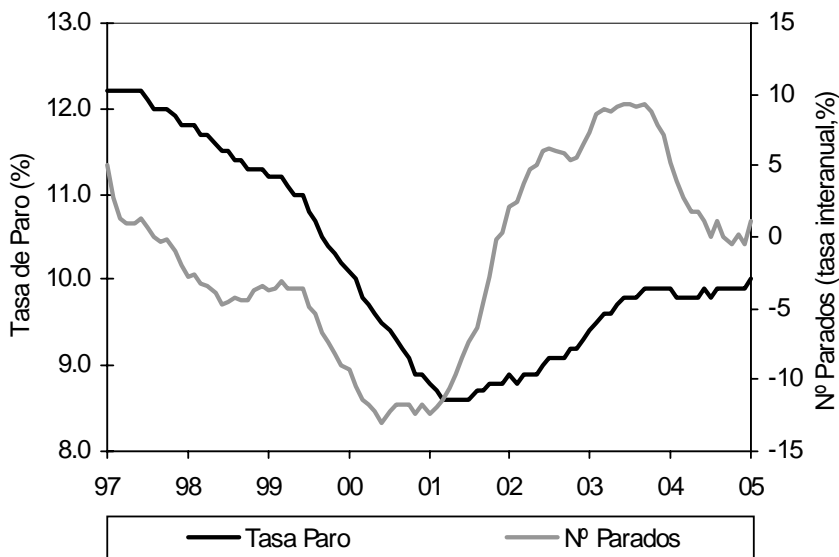
Con todo, la creación de empleo ha mejorado en el segundo semestre del año. Mientras en la primera mitad del ejercicio hubo una pequeña destrucción neta de empleo en el conjunto de la economía (si lo comparamos con los niveles del mismo periodo de 2003), en el segundo semestre ha habido una creación neta de empleo: las tasas interanuales correspondientes al primero y segundo semestres son, respectivamente, del -0,1% y del 0,2%.

Esta mejora en la creación de empleo ha sido generalizada en todos los sectores de actividad. La industria es el único sector productivo que sigue destruyendo empleos en términos interanuales, aunque lo hace cada vez a menor ritmo: en el último trimestre de 2004 la caída interanual registrada ha sido la más pequeña en tres años.

Por otro lado, el número de parados también mostró un comportamiento bastante positivo a lo largo de todo el año 2004: su ritmo de variación interanual se desaceleró progresivamente de manera continuada, y en los últimos meses del año incluso empezó a mostrar tasas negativas de variación de forma repetida;

así, la variación media del cuarto trimestre de 2004 fue de  $-0,2\%$ , mientras que en el primer trimestre del año mostraba un crecimiento del  $5,4\%$ .

**Francia: Tasa de Paro y Número de Parados**



*Aunque el crecimiento del número de parados se ha desacelerado fuertemente, la tasa de paro se ha mantenido inalterada.*

No obstante, este indicador ha empezado el ejercicio 2005 con noticias menos favorables: en enero, la tasa interanual se ha elevado hasta el  $1,7\%$ . De momento, es pronto para evaluar si esto supone un cambio de tendencia o es un dato atípico, aunque también podría estar reflejando un ‘efecto animación’ de la población en edad de trabajar por la mejora en las perspectivas de lograr un empleo.

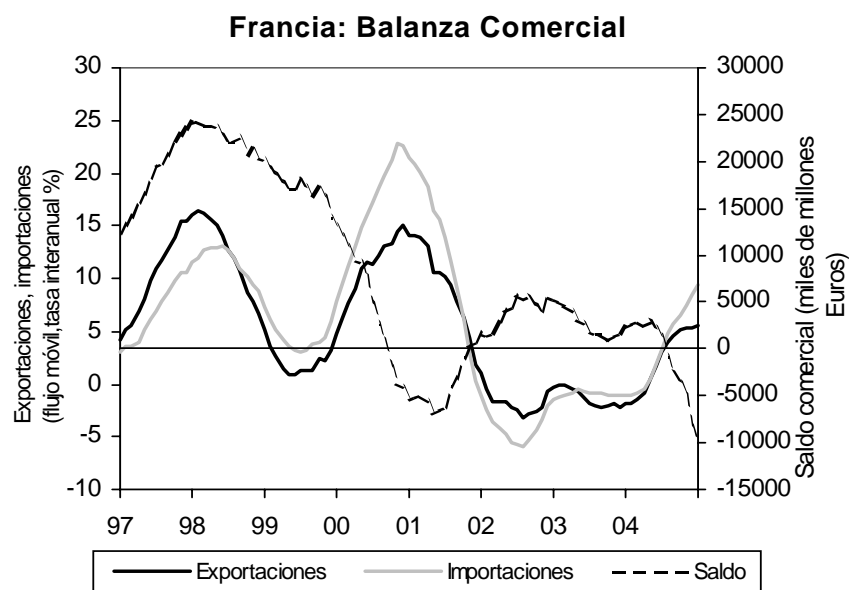
Por su parte, la tasa de paro se ha resistido a caer durante todo el ejercicio 2004, como está ocurriendo en el conjunto de la Eurozona. Desde octubre de 2003 hasta diciembre de 2004 se ha mantenido estancada en el  $10\%$ , y en enero de 2005 ha subido una décima. En línea con ello, no esperamos que se produzca una caída en la tasa de paro (y que, de producirse, sería de magnitud reducida) hasta el segundo semestre del año actual. Por ello, elevamos nuestra previsión de tasa de paro para 2005 hasta el  $9,8\%-9,9\%$ .

*Sector Exterior*

El sector exterior se ha caracterizado durante 2004 por ofrecer un resultado históricamente negativo: ha restado  $1,1$

puntos porcentuales al crecimiento agregado; desde 1986 no se registraba un resultado semejante. Esta cifra ha sido considerablemente peor a nuestras previsiones que, en octubre, apuntaban a una contribución negativa de 0,7 puntos porcentuales.

La causa de este comportamiento ha sido la fuerte aceleración experimentada por las importaciones francesas, que ha superado progresivamente al ritmo de crecimiento de las exportaciones. Esto se ha debido a varios factores: (i) una demanda doméstica francesa mucho más fuerte que la de sus principales socios comerciales europeos; (ii) la fortaleza del euro, que ha generado por un lado un efecto negativo sobre las exportaciones con destino fuera de la Eurozona y, por otro lado, un efecto de sustitución de los bienes domésticos por bienes extranjeros, abaratados en términos relativos; (iii) el encarecimiento del petróleo, que aumenta las unidades de producción doméstica que hay que entregar a cambio de los bienes energéticos importados.



*La contribución del sector exterior al crecimiento del PIB ha sido negativa en 2004 y lo será en 2005.*

El resultado ha sido que el déficit comercial acumulado a lo largo de 2004 ha alcanzado, en términos nominales, el nivel más elevado desde 1991, tras haber registrado saldos superavitarios durante los tres años previos.

Para el ejercicio actual esperamos que se produzca una estabilización en los factores que han causado este resultado. A saber: (i) las expectativas son algo más favorables para la demanda doméstica de sus principales socios comerciales

Europeos; (ii) también cabe esperar una estabilización en el precio del petróleo y la cotización del euro (de hecho, ya en el primer trimestre del año, el dólar ha recuperado algo del terreno perdido).

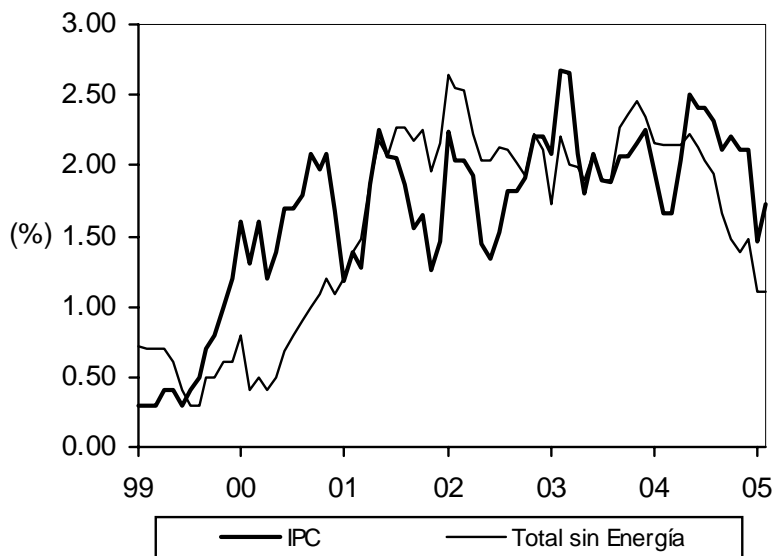
En línea con ello, esperamos que la contribución del sector externo al crecimiento siga siendo negativa, pero algo inferior: en torno a los -0,5 puntos porcentuales.

*Precios y Sector Público*

El comportamiento de los precios durante 2004 ha sido muy bueno, teniendo en cuenta el contexto de encarecimiento energético en el que se ha producido. La tasa de variación interanual media del índice general de precios al consumo ha sido del 2,1%, una décima inferior a la previsión que manteníamos en nuestro anterior informe.

El comportamiento de la inflación a lo largo del ejercicio se ha caracterizado por un mayor repunte en la parte central del año (entre abril y agosto), hasta el 2,3%-2,5%, para volver al entorno del 2,1% a partir de septiembre. Paralelamente, la inflación del componente energético no ha dejado de aumentar a lo largo del año: la variación interanual media para la energía, desde el primero al cuarto trimestres, ha sido de -2,7%, 5,3%, 6,9% y 10,7%.

**Francia: Índice de Precios al Consumo**  
Variación Interanual



*La inflación general ha disminuido en el segundo semestre, gracias a la inflación subyacente.*

Estos dos comportamientos sólo han sido compatibles gracias a que la inflación sin energía ha disminuido a lo largo de 2004 (por trimestres): 2,2%, 2,2%, 1,9% y 1,4%. En particular, es destacable el control que demuestra la inflación subyacente (descontando, además de la energía, los alimentos sin elaborar y otros componentes volátiles). Tras mantenerse estable en el 1,7% durante los tres primeros trimestres de 2004, en el cuarto trimestre cayó hasta el 1,3%. La estabilidad, casi estructural, de la inflación subyacente francesa queda palpable señalando que en 2001, 2003 y 2004 ha sido del 1,6%. Sólo en 2002 experimentó un pequeño repunte hasta el 2,1%.

El año actual ha comenzado con una favorable evolución de los precios: tras registrar en enero una excepcionalmente buena tasa de inflación interanual del 1,5%, en febrero ha sido del 1,7%. La inflación subyacente está situada actualmente en el 1,0%, el nivel más reducido desde mayo de 2000. Ello supone una ayuda muy importante, dado el contexto actual de energía cara. Con estos datos, prevemos una inflación media del 1,9% en 2005.

En cuanto al comportamiento del sector público francés, sigue ofreciendo datos preocupantes. Tras haber superado en 2004 por tercer año consecutivo el límite del 3,0% sobre el PIB (las últimas previsiones del gobierno apuntan a que alcanzará este año un 3,6%), las expectativas para 2005 no son mucho más positivas. El presupuesto elaborado aspira a reducir el déficit sólo hasta el 2,9% del PIB, lo cual deja un margen de maniobra excesivamente pequeño ante cualquier desviación de la evolución macroeconómica respecto de las previsiones contenidas en los presupuestos. Además, se corre el riesgo de que se produzca una cierta relajación en el control presupuestario tras la reciente flexibilización acordada en relación a la aplicación del procedimiento por 'déficit excesivo' en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y que ha beneficiado especialmente a Francia y Alemania.

### 2.3.c. Reino Unido

*Visión general y perspectivas*

**REINO UNIDO: Cuadro Macroeconómico**  
(% de variación interanual)

					Trimestres 2004				Trimestres 2005			
	2002	2003	2004	2005	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>Consumo Privado</b>	3.3	2.3	3.1	2.4	3.5	3.3	3.0	2.8	2.3	2.3	2.4	2.5
<b>Consumo Público</b>	3.8	3.5	4.6	3.0	5.2	5.2	4.7	3.5	3.3	3.2	2.8	2.7
<b>F. B. Capital Fijo</b>	2.7	2.2	5.9	3.4	5.4	5.9	6.4	6.0	4.2	3.2	3.3	3.0
Equipo	0.5	-3.0	4.3	3.3	1.9	7.2	4.4	3.8	2.8	2.3	3.7	4.3
Construcción	4.7	7.0	6.9	3.9	8.3	5.0	8.0	6.5	5.4	4.0	2.9	3.2
<b>Variación de Existencias(*)</b>	-0.4	0.0	-0.2	0.2	-0.7	0.2	-0.2	-0.1	0.3	0.2	0.1	0.0
<b>Demanda Interna</b>	2.9	2.5	3.7	2.8	3.5	4.3	3.6	3.3	3.1	2.8	2.7	2.6
<b>Exportaciones</b>	0.1	1.0	2.6	5.8	-1.1	3.3	4.6	3.6	6.4	5.4	5.8	5.8
<b>Importaciones</b>	4.1	1.9	5.1	5.7	1.9	6.3	6.7	5.6	6.6	6.0	5.3	4.8
<b>PIB</b>	1.8	2.2	3.1	2.6	2.8	3.5	3.1	2.9	2.8	2.4	2.6	2.7
<b>IPC</b>	1.6	2.9	3.0	2.7	2.6	2.8	3.1	3.4	3.1	2.8	2.7	2.5
<b>Tasa de Paro</b>	5.2	5.0	4.7	4.6	4.8	4.8	4.7	4.7	4.6	4.6	4.7	4.7

(\*) Aportación al crecimiento del PIB

*El PIB británico creció un 2,8% en el último trimestre de 2004, y se desacelera ligeramente.*

La economía británica sigue creciendo por encima de la media comunitaria, aunque el diferencial se está reduciendo. Según la publicación del PIB preliminar del cuarto trimestre de 2004, éste aumentó un 2,8% con respecto al mismo periodo del año anterior. Este dato supone una pérdida de ritmo con respecto a los registros de los dos trimestres anteriores (superiores al 3%), pero es de menor magnitud que la prevista inicialmente.

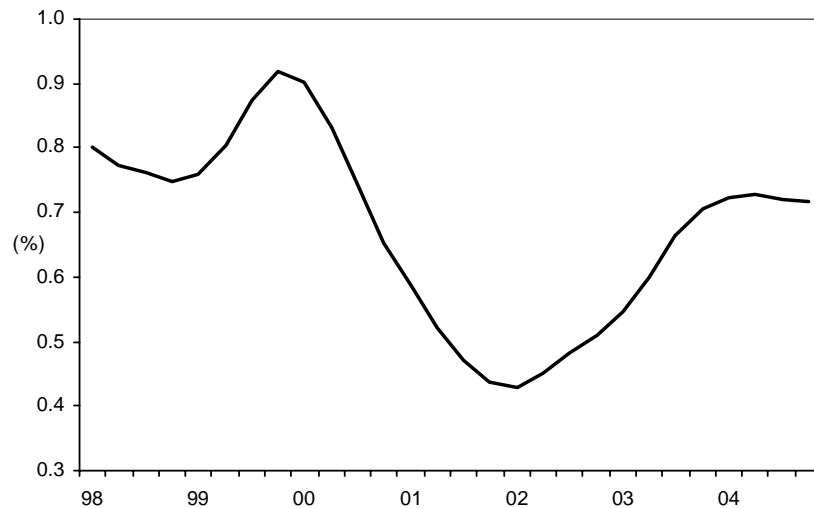
Esperamos que la desaceleración de la economía británica se mantenga al menos a lo largo del primer semestre de 2005, con la demanda interna perdiendo ritmo, especialmente las partidas de consumo privado y de inversión en construcción, mientras que la inversión en bienes de equipo experimentará una aceleración progresiva. Con todo, esperamos que el PIB británico crezca en 2005 en torno al 2,6%.

A pesar de todo se mantiene creciendo por encima de la media comunitaria, gracias a una demanda interna muy dinámica y con un sistema de crecimiento basado, principalmente, en el consumo privado y la construcción. Dado que la producción

nacional no está haciendo frente a la demanda interna y a que la libra está fuerte, esto está repercutiendo en un excesivo déficit comercial que puede tener un efecto negativo sobre los tipos de interés y la moneda británica en el futuro.

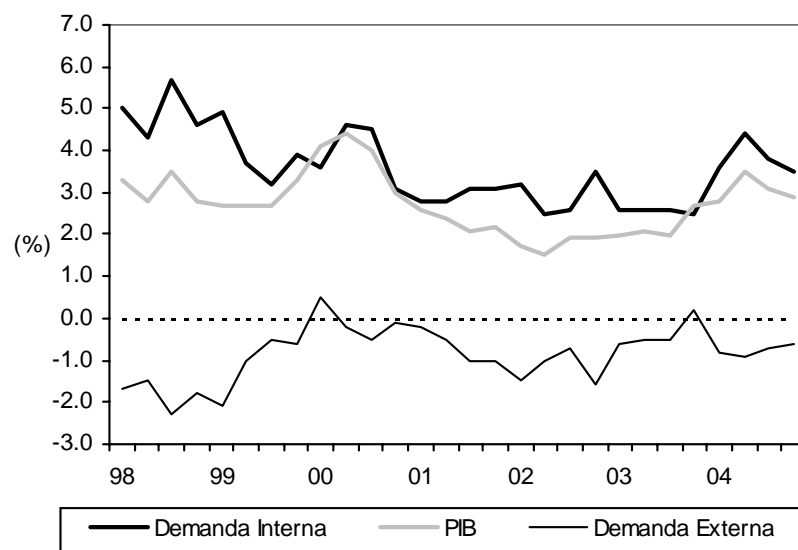
**Reino Unido: Producto Interior Bruto**

Crecimiento intermensual de la tendencia



*La demanda interna sigue fuerte, aunque muestra algún síntoma de pérdida de ritmo para 2005.*

**Reino Unido: Contribución al Crecimiento del PIB**

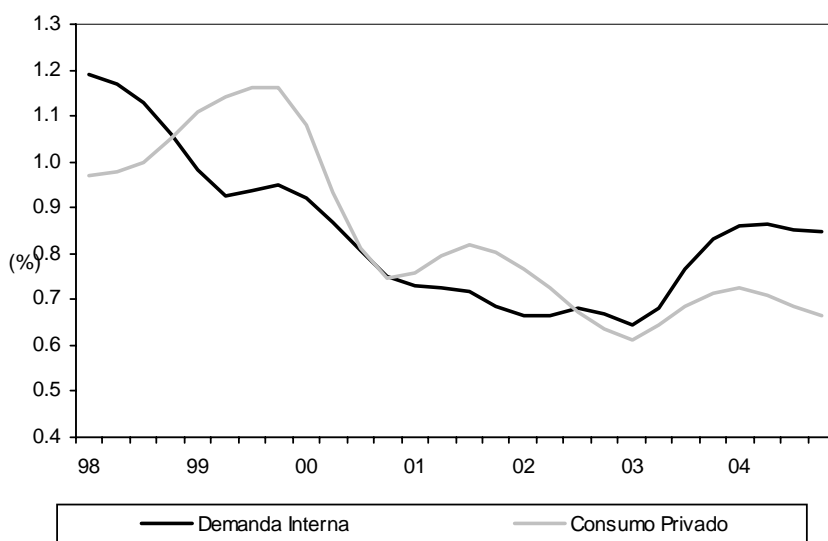


Además, las familias y las empresas siguen sosteniendo un nivel de endeudamiento muy alto, gracias a los bajos tipos de interés reales y a un sistema financiero muy desarrollado. Este alto endeudamiento es, sin duda alguna, el mayor desequilibrio de la economía británica.

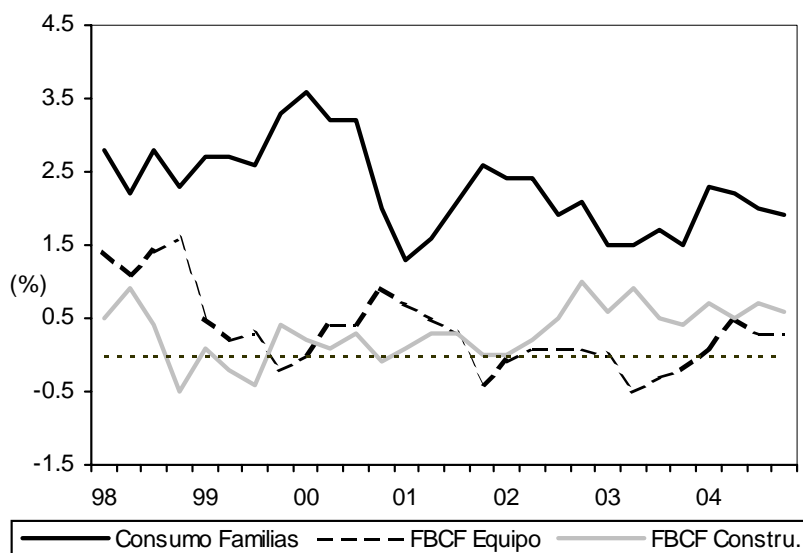
*El modelo de crecimiento británico se basa en el consumo privado y en la construcción, lo que puede ser negativo para su sostenimiento en el medio y largo plazo.*

### Reino Unido: Demanda Interna

Crecimiento intermensual de la tendencia



### Reino Unido: Contribución al Crecimiento del PIB



### Actividad

*La actividad industrial y constructora pierden algo de ritmo, mientras que los servicios se mantienen su crecimiento.*

Según el desglose del PIB por sectores de actividad, el sector de manufacturas aumentó su producción real en el cuarto trimestre de 2004 un 1,4%, y se ha desacelerado con respecto al primer tramo del año cuando estaba creciendo por encima del 2%.

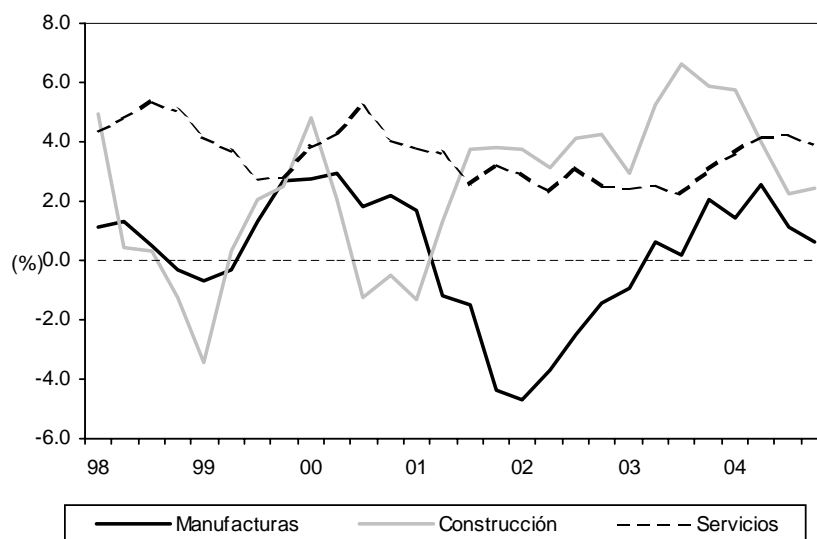
Por su parte, el sector servicios sí ha mantenido una senda aceleradora durante todo el año, aunque en su última parte ha frenado su aceleración. En el cuarto trimestre del año aumentó un 3,9%, frente al 4% acumulado en 2004. Mientras, el VAB de la construcción ha perdido fuerza a lo largo de todo el año pasado,

especialmente en el último semestre. En el último trimestre creció un 2,4%, frente a un aumento del 5% en todo 2004.

Para 2005 prevemos que la industria se mantenga creciendo a ritmos muy estables, por debajo del 2%, que la construcción siga perdiendo ritmo, pero se mantenga creciendo por encima del 2%, y que el sector servicios continúe creciendo a tasas elevadas, pero sin acelerarse.

**Reino Unido: VAB por Sectores**

Crecimiento interanual



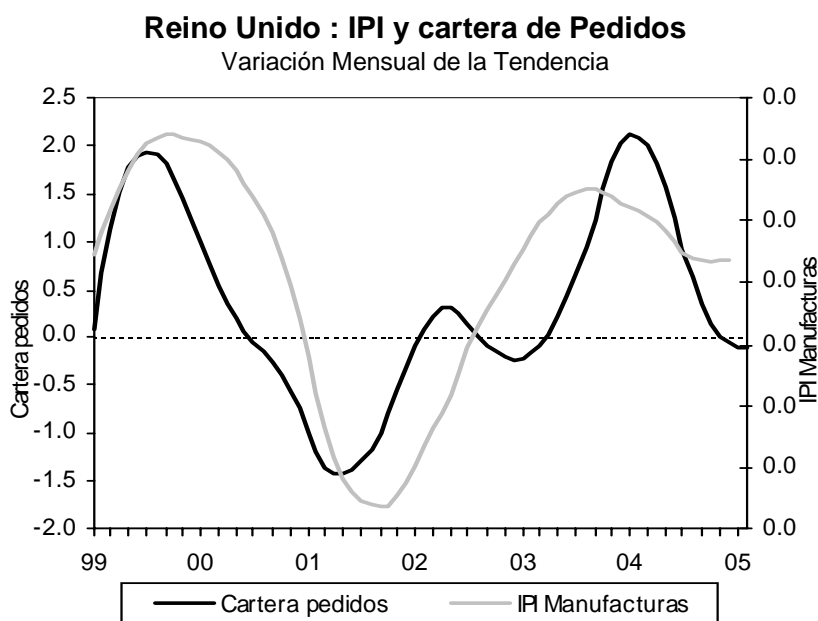
La industria británica mejoró en 2004, aunque en menor cuantía que lo previsto a comienzos del año pasado. Los datos del segundo semestre han sido en general negativos y han restado parte de lo ganado en la primera parte del año. Los síntomas de recuperación de la industria siguen siendo muy débiles.

*El IPI de manufacturas creció un 1,3% en 2004, algo superior al del año pasado, pero menos de lo previsto.*

El Índice de Producción Industrial (IPI) de manufacturas creció un 1,3% en todo el año pasado, frente a un aumento del 0,4% en 2003. Por su parte, el IPI general, que incluye la construcción, creció en el año un pobre 0,3%, cuando en el primer tramo del año las previsiones apuntaban a tasas de crecimiento en torno al 2%.

Actualmente su tendencia es de suave desaceleración. Los datos de los dos últimos trimestres han sido ligeramente inferiores a los esperados, aunque los registros de noviembre y

diciembre han mejorado las expectativas, por lo que el perfil desacelerador es ahora menos evidente.



*Por tipo de bienes, la producción de bienes de equipo y de bienes duraderos es la que mejor se está comportando. La excepción más destacada es la producción de bienes de consumo no duraderos, que sigue cayendo a tasas importantes.*

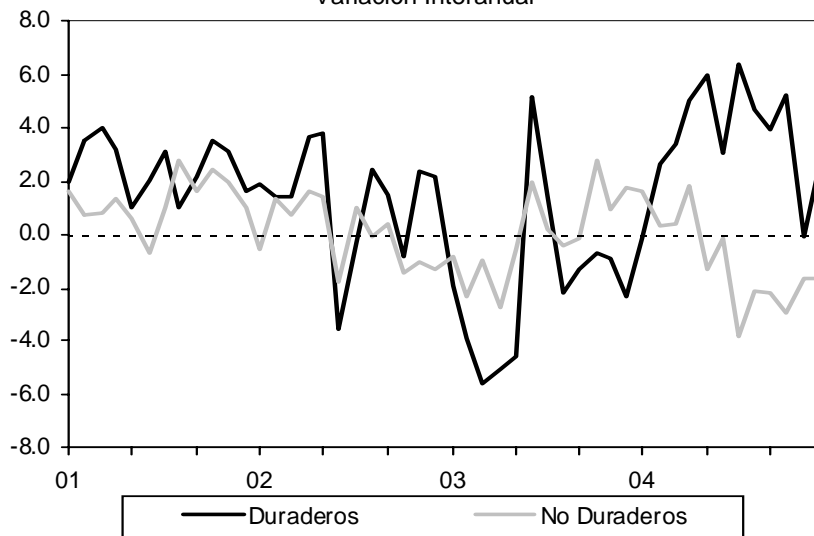
Por tipo de bienes, la producción de bienes de equipo y de bienes duraderos es la que mejor se está comportando. La excepción más destacada es la producción de bienes de consumo no duraderos, que sigue cayendo a tasas importantes.

Precisamente, en julio cayó un 3,7% (acumula una caída del 0,3%), bastante por encima de lo esperado, mientras que el IPI de equipos aumentó un 4,4% (acumula un aumento del 2,9%), más de lo previsto, y el de consumo duraderos un 4,5% (acumula un crecimiento del 3,8%), en línea con nuestras previsiones.

Por su parte, el IPI de bienes intermedios ronda el crecimiento nulo y muestra un perfil de indefinición. Este último acumula hasta julio una leve caída del 0,2%, mientras que en dicho mes creció un 0,1%.

**Reino Unido : IPI Consumo**

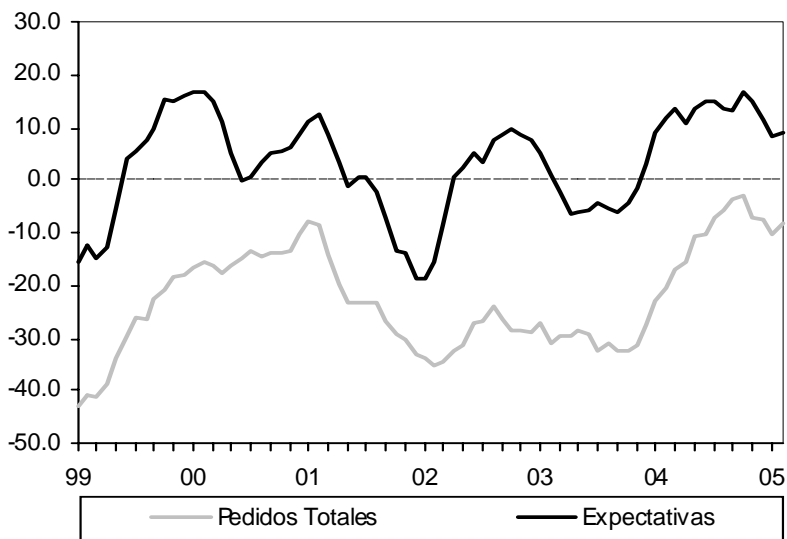
Variación Interanual



La cartera de pedidos se ha desacelerado de manera continuada en el segundo tramo del año y ha más que compensado la buena evolución de comienzos de año. La partida de expectativas es la que más se ha resentido en los últimos meses, debido al peor panorama de crecimiento para 2005 de la mayoría de las economías desarrolladas.

**Reino Unido : Cartera de Pedidos**

Promedio trimestrales



*Demanda*

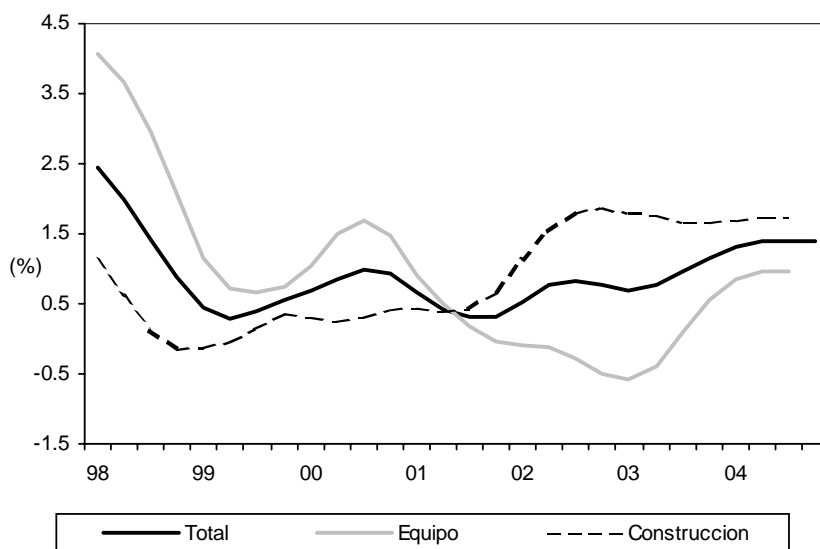
*La demanda interna se mantuvo muy vigorosa en 2004, y prevemos una suave pérdida de ritmo en 2005.*

La demanda interna se ha desacelerado en el segundo tramo del año, aunque está ha sido inferior a la prevista. En el primer semestre del año pasado aumentó un 3,9%, mientras que en la segunda parte del año el incremento bajó hasta 3,8%.

A pesar de todo, en el conjunto del año mantuvo el vigor de años anteriores y terminó creciendo un 3,7%, frente al 2,5% del año anterior. Para 2005 esperamos un aumento algo inferior al del año anterior y podría alcanzar un crecimiento global del 2,8%.

**Reino Unido: FBCF Construcción y Equipos**

Crecimiento intermensual de la tendencia



*El consumo privado seguirá fuerte en 2005, aunque aflojará su ritmo de crecimiento.*

En 2004 el consumo privado y la inversión en construcción han sido los componentes de demanda más dinámicos, pero esperamos que vayan perdiendo protagonismo a medida que avance 2005.

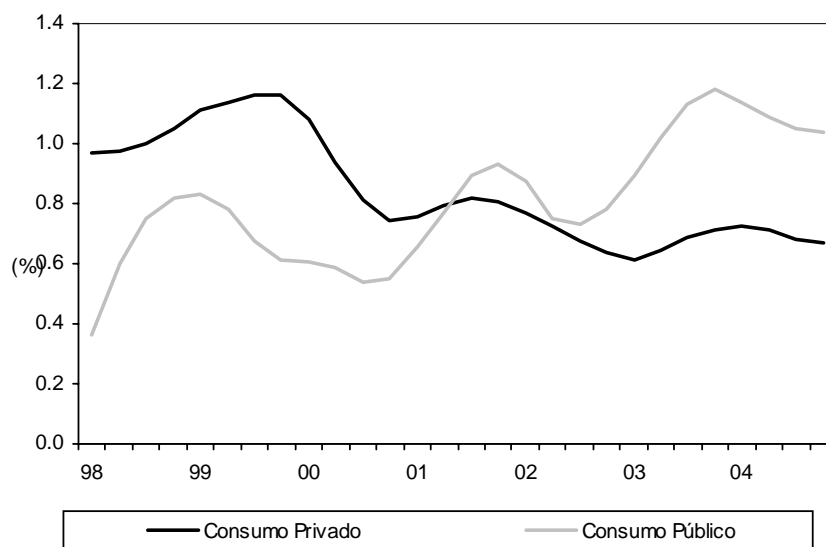
El consumo privado es el componente de demanda interna que tradicionalmente más ha aportado al crecimiento del PIB desde 1996. En el segundo semestre contribuyó un 1,9%, frente al 2,3% del primero. Esperamos que esta aportación se vaya reduciendo en lo que resta de año y se coloque sobre el 1,6% en 2005. Por el momento prevemos que el consumo privado crezca un 2,4% en 2005, frente al 3,1 del año pasado.

El consumo público se aceleró notablemente en el primer tramo del año pasado, alcanzando tasas de crecimiento del 5,2%. Pero en el segundo tramo del ejercicio sufrió una importante desaceleración y terminó creciendo un 2,8%, para una media anual de 4,6%. Para 2005 prevemos que sus ritmos de crecimiento se mantengan alrededor del 3%.

Los indicadores de consumo se han mantenido muy fuertes en la primera parte del año, pero se han desacelerado en general en la segunda. Aunque la confianza de los consumidores sí ha mejorado en la última parte del ejercicio, especialmente en lo referente a la partida de expectativas.

**Reino Unido: Consumo Privado y Público**

Crecimiento intermensual de la tendencia



Las ventas al por menor siguen creciendo a tasas superiores al 3%, y en el primer mes del año subieron un 3,9%. Sin embargo, el indicador sigue con un perfil desacelerador y los registros se siguen situando o en línea o por debajo de lo previsto. El indicador terminó el 2004 creciendo un 6,3% y nuestra previsión para este año es del 3,5%.

Por su parte, la matriculación de vehículos cayó un 8,2% en enero, y a pesar del fuerte descenso el registro fue inferior al previsto. El año pasado terminó con un descenso acumulado del 0,5%, que esperamos se parezca al del año en curso. Ambos indicadores siguen perdiendo ritmo y apuntan a que la desaceleración del consumo privado se mantenga en este ejercicio.

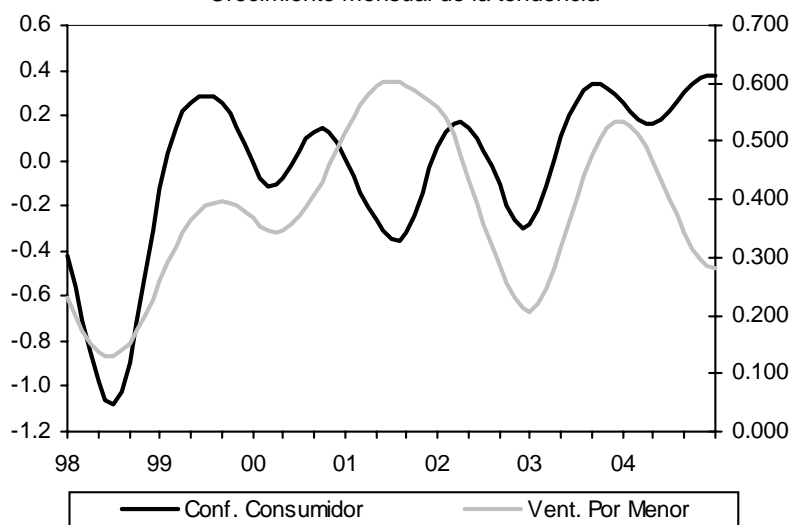
La confianza de los consumidores ha mejorado a lo largo del segundo semestre del año pasado, y su perfil se ha tornado de aceleración. Además, el primer registro de enero ha sido positivo.

La confianza de los consumidores ha mejorado a lo largo del segundo semestre del año pasado, y su perfil se ha tornado de aceleración. Además, el primer registro de enero ha sido positivo.

Esta mejoría se está debiendo principalmente a un aumento de la confianza futura de los hogares. La capacidad de ahorro presente y la buena situación del mercado laboral, con la tasa de paro en mínimos, están ayudando a que se mantenga la confianza de los consumidores y el ahorro.

**Reino Unido: Indicadores de Consumo Privado**

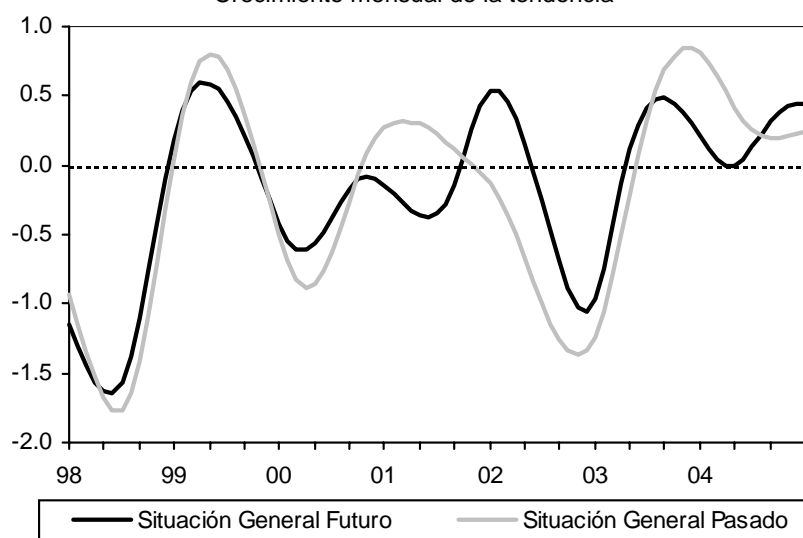
Crecimiento mensual de la tendencia



Así, mientras los tipos de interés se mantengan controlados y el mercado laboral siga creando empleo no creemos que el consumo privado sufra una brusca desaceleración.

**Reino Unido: Confianza de Consumidores**

Crecimiento mensual de la tendencia



No obstante, la situación de alto endeudamiento de las familias británicas representan una limitación para que el consumo privado siga siendo creciendo por encima del 3%.

La rúbrica de demanda que más ha crecido en 2004 fue la Formación Bruta en Capital Fijo, gracias a la aceleración de la inversión en equipos y al mantenimiento de la construcción. El agregado ha crecido un 5,9% en el conjunto del año y un 6% en el último trimestre del año, frente a un crecimiento del 2,2% de 2003.

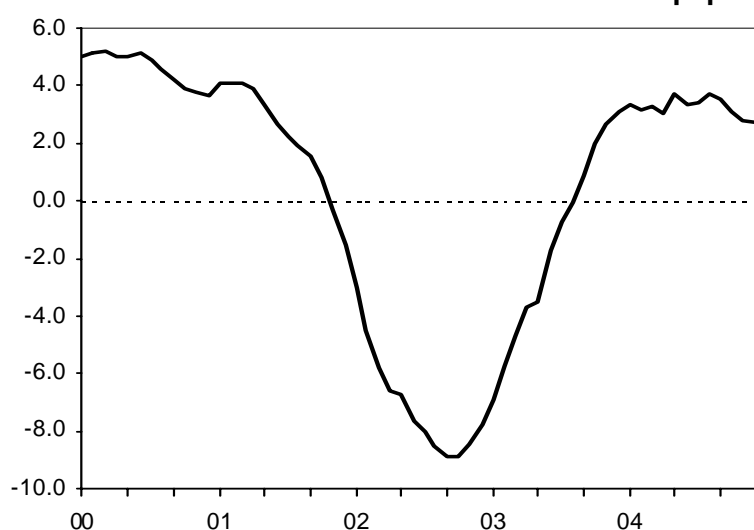
*La inversión en bienes de equipo se aceleró en 2004, mientras que la construcción se mantuvo muy fuerte.*

Para 2005 prevemos una leve desaceleración de la inversión en bienes de equipo en el primer semestre, seguido de una tenue recuperación en el segundo. Nuestra previsión es que esta rúbrica de demanda crezca un 3,3% en todo el año.

Por su parte, la inversión en construcción se mantendrá fuerte, pero perderá ritmo a lo largo del año. A pesar de todo, su evolución es muy incierta. Para el conjunto del año prevemos que la inversión en construcción aumente un 3,9%, frente al 6,9% del año anterior.

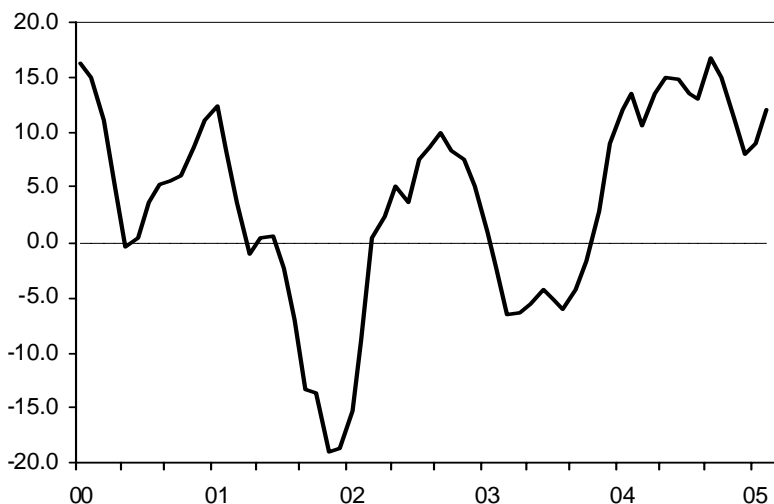
La producción de bienes de equipo se ha acelerado en el segundo tramo del año y su perfil actual es de crecimiento estable. Actualmente está creciendo a tasas próximas al 2,5%.

**Reino Unido : Indicadores de Inversión B. Equipo**



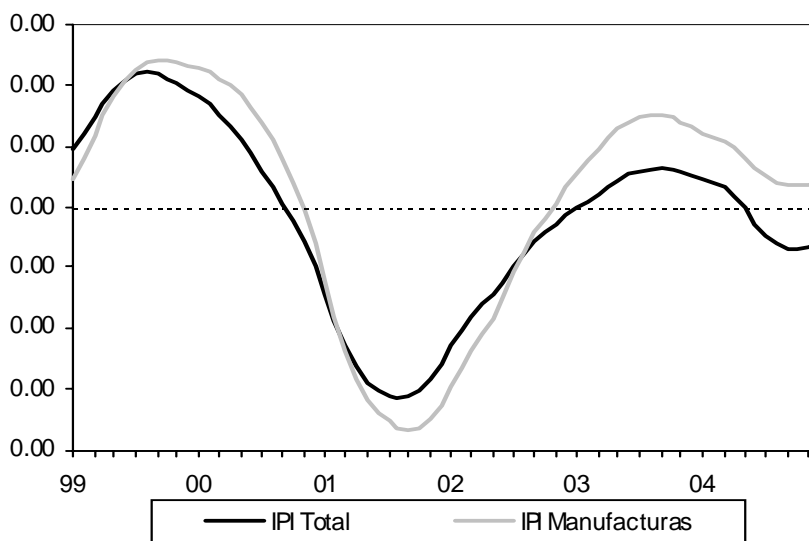
Por su parte las expectativas de producción futura para la industria han empeorado notablemente en el segundo tramo del año. Con todo, preveemos que el IPI de bienes de equipo crezca en 2005 en torno a un 2,5%, algo menos que el año pasado.

**Reino Unido: Expectativas de Producción Futura**



Según el gráfico adjunto, apreciamos un significativo diferencial entre el Índice de Producción Industrial (IPI) de manufacturas y el del total de la industria (que incluye la construcción) en favor del primero, lo que indica una pérdida de ritmo del IPI de construcción.

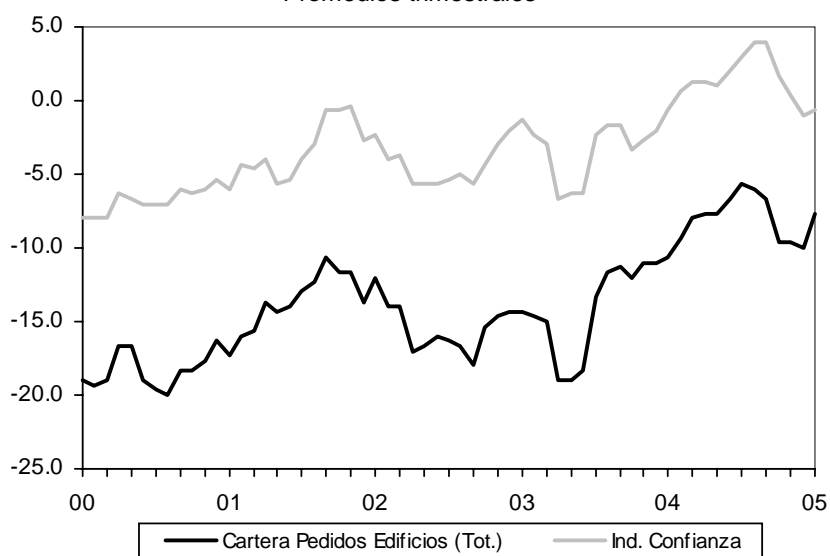
**Reino Unido : Índice de Producción Industrial**  
Variación Mensual de la Tendencia



Por su parte, la tendencia de la actividad constructora se encontraba en máximos anuales en el primer tramo del año pasado, pero ha sufrido una notable desaceleración en la segunda parte del ejercicio.

**Reino Unido: Inversión en Construcción**

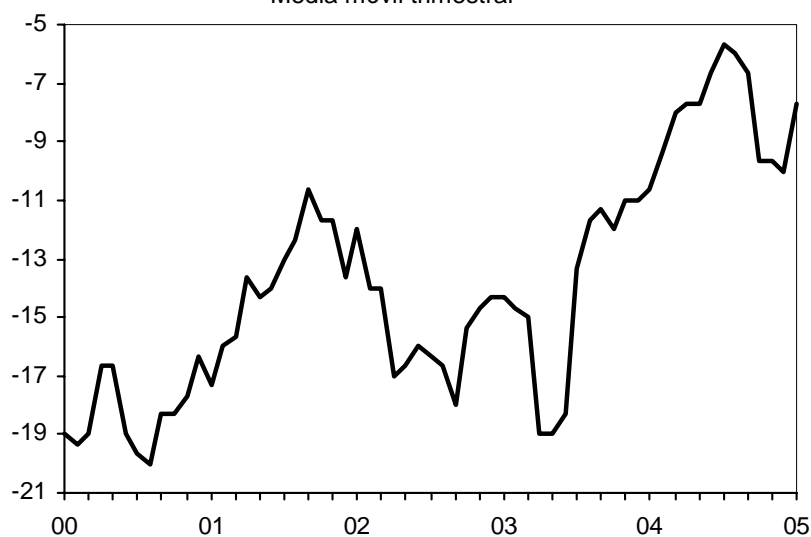
Promedios trimestrales



Del mismo modo, la cartera de pedidos de edificación y la confianza en el sector también han empeorado a en la segunda parte del ejercicio.

**Reino Unido : Ordenes de Construcción (Total)**

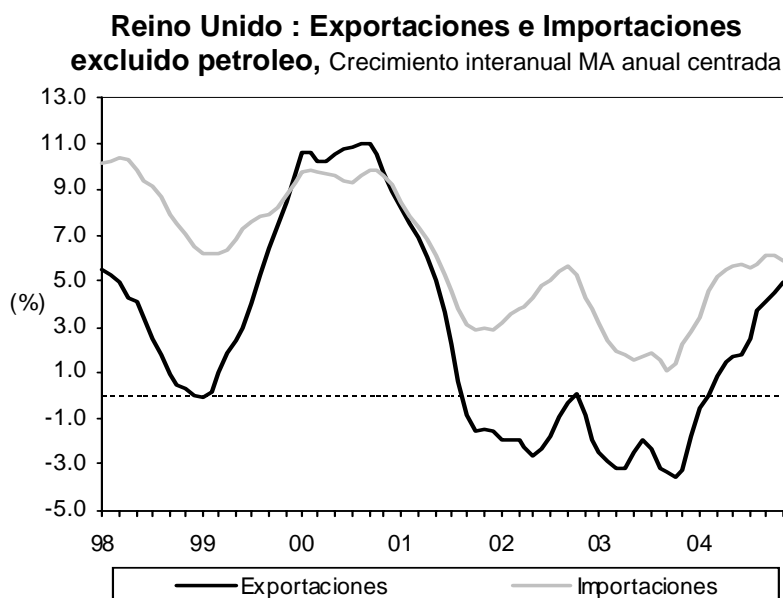
Media móvil trimestral



*Sector Exterior*

Tradicionalmente, el sector exterior ha restando crecimiento al PIB. Este hecho se ha vuelto a repetir en el ejercicio pasado y ha restado en el conjunto del año nueve décimas, más de lo previsto.

Tanto las exportaciones como las importaciones crecieron por encima de lo previsto en el segundo semestre del año pasado. En el último tramo del año, las primeras aumentaron un 3,6% y las segundas un 5,6%. En el conjunto del año las exportaciones subieron un 2,6% y las importaciones un 5,1%, con lo que la contribución negativa al crecimiento del PIB del sector exterior se situó en 0,9 puntos porcentuales.



A medida que avanzaba el año, el sector exterior restaba menos puntos de crecimiento al PIB. La mejor marcha de sus socios comerciales (especialmente Estados Unidos) y la ralentización en los ritmos de crecimiento de la demanda interna ayudan a explicar este hecho.

En 2005 preveemos que el sector exterior siga restando crecimiento al PIB pero significativamente menos que en los años anteriores. Nuestra actual previsión es que las exportaciones crecerán un 4,7% y las importaciones se desacelerarán suavemente hasta alcanzar un crecimiento anual del 4,3%. Con esto, la aportación negativa al crecimiento del PIB de la demanda externa se quedaría en 2 décimas.

*Empleo*

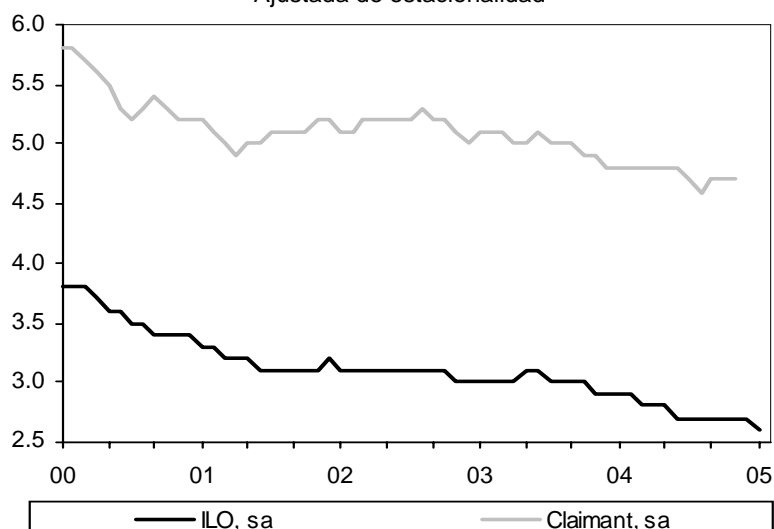
El mercado de trabajo sigue muy saneado, aunque a partir de agosto se han estado reduciendo los ritmos de caída en el número de parados. En el primer tramo el año, las reducciones rondaban el 12% y en la actualidad las tasas de caída son del 8%, aproximadamente.

*La creación de empleo sigue fuerte, pero se desacelera suavemente.*

El número de ocupados sigue aumentando a una tasa muy estable en torno al 1%. Los mayores incrementos se siguen dando en la construcción y en los servicios, pero estos han sufrido una importante desaceleración en los últimos trimestres. Por su parte, la industria sigue sin crear empleo, aunque las caídas son cada vez menores.

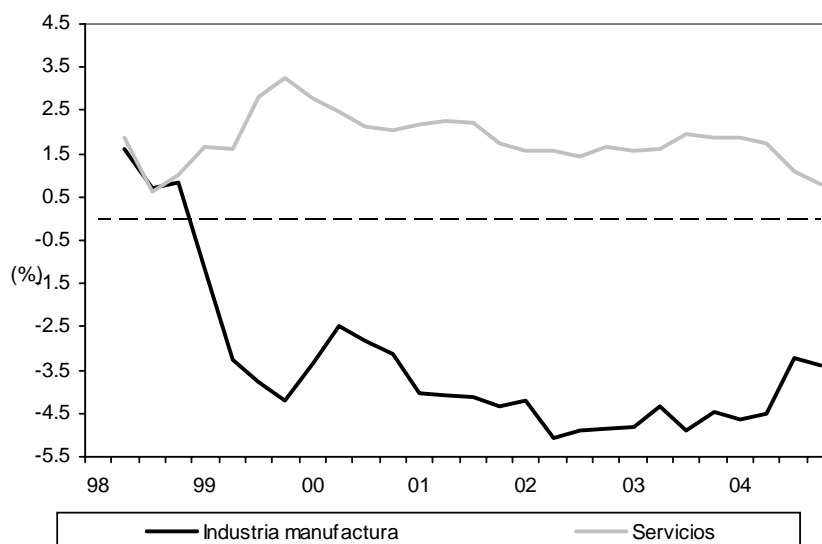
**Reino Unido: Tasa de Paro**

Ajustada de estacionalidad



**Reino Unido: Empleo por Sectores**

Crecimiento interanual



La tasa de paro se mantiene en niveles mínimos del 4,7%.

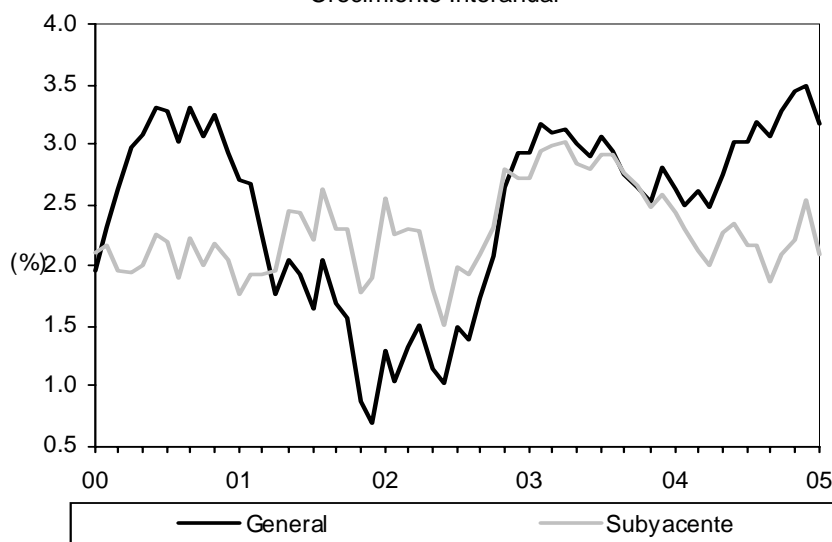
Con todo, la tasa de paro sigue estando en mínimos y se sitúa en el 4,7% a finales del año pasado. La positiva evolución del mercado laboral está ayudando a que las familias británicas puedan mantener altos niveles de endeudamiento y de consumo elevados, pero no auguramos que esta situación se pueda sostener por mucho tiempo. Nuestra previsión para 2005 es que la tasa de paro se estabilice entorno a los niveles actuales y se coloque en el 4,6% de media.

*Precios*

La inflación interanual medida por el crecimiento del RPI (*retail price index*) creció notablemente en 2004 desde el 2,8% de diciembre de 2003 hasta el 3,5% de finales de año. Esta aceleración de los precios ha sido especialmente notable en el último trimestre, a pesar de la mejoría de la energía. La inflación anual fue del 3,0%. Para 2005 prevemos que el aumento de los precios se vaya reduciendo hasta estabilizarse en torno al 2,7% en el segundo semestre. Los servicios y, en menor medida la energía, son los causantes de este aumento, mientras que los precios de los bienes se están desacelerando.

Fuerte subida de la inflación en el segundo tramo del año pasado. Esperamos suaves reducciones en 2005.

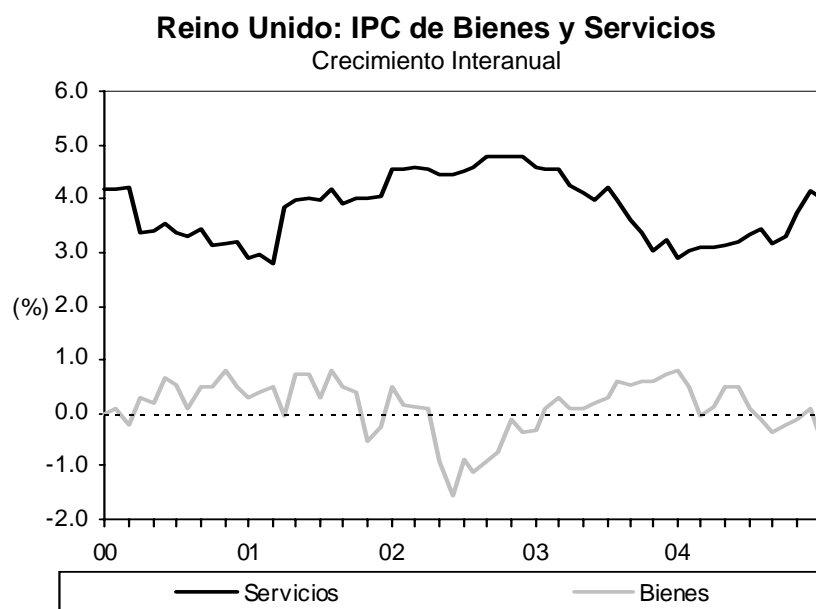
**Reino Unido: Inflación General y Subyacente**  
Crecimiento Interanual



El año 2005 ha comenzado con una inflación del 3,2%, dos décimas menos con el que acabó el año pasado. Para 2005

prevedemos que el aumento de los precios se vaya reduciendo hasta estabilizarse en torno al 2,7% en el segundo semestre.

El incremento de los precios que está sufriendo el Reino Unido se debe, principalmente, a los servicios, cuya inflación está por encima del 4% y a la energía.



*Los precios de los servicios siguen siendo la partida más inflacionista, mientras que los de los bienes permanecen relativamente estables.*

Por su parte, los precios de consumo duraderos siguen cayendo en torno al 2,5%. Los precios de los alimentos también se reducen pero cada vez lo hacen a una tasa menor. Esperamos que en los próximos meses el precio en los alimentos presente una inflación positiva.

La inflación excluida el pago de intereses de hipotecas (el RPIX) se ha acelerado notablemente en la segunda mitad del año pasado, y acumuló en el año un aumento del 2,1%. Esta misma tasa de crecimiento ha registrado en el primer mes de 2005.

## 2.4. LATINOAMÉRICA:

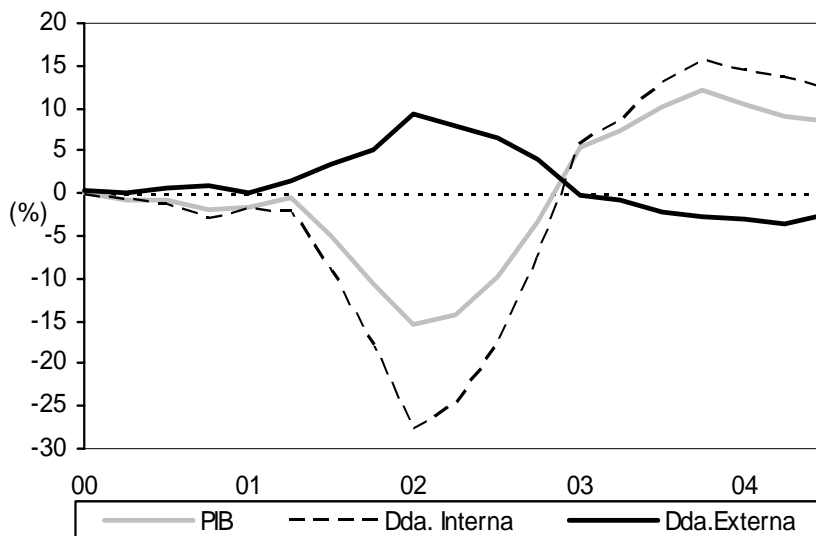
### 2.4.a. Argentina

#### *Visión general y perspectivas*

En 2004 la economía Argentina ha crecido a un ritmo muy fuerte, superando netamente todas las previsiones. En este período el PIB ha crecido a un ritmo del 9,0%, 2 puntos por encima de nuestra previsión de septiembre, y 2 décimas por encima del balance cosechado en 2003.

#### ARGENTINA: Contribución al crecimiento del PIB

Variación Interanual



*En 2004, la economía argentina ha crecido a un ritmo muy elevado, superando las previsiones de todos los analistas.*

El aumento del PIB se explica por el repunte de la demanda interna que ha crecido a un ritmo del 11,7%, 5 décimas por encima del aumento de 2003. Por componentes de demanda, ha sido el consumo el que más ha crecido con una tasa del 9,4% frente a un 8,2% en 2003. La inversión también ha crecido a tasas elevadas pero lo ha hecho a un ritmo menor que el año anterior. (34,5% en 2004 y 38,2% en 2003). Cabe señalar además que, a diferencia del consumo privado, que se ha mantenido fuerte durante todo 2004, la inversión bruta ha ido perdiendo fuerza a medida que trascurrían los meses.

La ralentización de la inversión enlaza con la pérdida de fuerza de la actividad industrial. Este sector está produciendo al límite de su capacidad productiva, y esto está motivando el

agotamiento de la expansión de la producción industrial. La falta de inversiones puede ahogar la expansión de la industria.

La nota negativa la ha puesto el sector exterior cuyos resultados se han deteriorado. Las exportaciones netas en términos de PIB han caído hasta el 3,4%, desde un 5,8% en 2003. El deterioro de las cuentas externas se explica por la elevada fortaleza de las importaciones que han crecido a un ritmo mucho mayor a las exportaciones (39,8% importaciones y 8,2% exportaciones). Como resultado el sector exterior ha detruido 2,0 puntos al crecimiento del PIB.

*El aumento en la producción no ha ido acompañado de un aumento del empleo. La tasa de paro sigue siendo muy elevada ( 17,6% ).*

En lo que se refiere al empleo, en el cuarto trimestre de 2004 la tasa de desempleo se ha situado en el 12,1%, por debajo del 13,2% que registraba hace un año. Desde que se situó en el 21,5% en mayo de 2002, máximo paro registrado durante la crisis, la tasa de desempleo ha ido descendiendo sostenidamente. Sin embargo, si se consideran desocupados a quienes trabajan algunas horas diarias a cambio de un subsidio estatal, el indicador sube hasta el 17,6%. A pesar del crecimiento económico registrado, la economía argentina esta siendo incapaz de acompañar esta expansión con la creación de nuevos puestos de trabajos.

El sector financiero muestra una situación mejor que el pasado año. Los tipos de interés han caído de forma gradual mientras que los depósitos y el crédito bancario ha ido aumentando de forma progresiva. Estos datos son muy positivos por cuanto reflejan que está aumentando la confianza de los agentes en el sistema bancario.

En materia de precios, la tendencia ha sido alcista en el conjunto del año, tanto en los precios de consumo como de producción. Aunque se finalizó el año dentro de los límites que se había impuesto la autoridad monetaria, el incremento de la inflación interanual en los primeros meses de 2005 podrían obligar a la autoridad monetaria ha implementar una política monetaria restrictiva, lo que deprimiría todavía más la inversión.

De cara a 2005 las previsiones apuntan a la estabilización del consumo privado. El mayor o menor crecimiento de la demanda interna dependerá del desarrollo de la inversión privada. En la actualidad, la gran incógnita recae en el desempeño futuro de esta partida de Contabilidad Nacional, fundamental para el crecimiento sostenido a largo plazo. La solución al problema de

la reestructuración de la deuda, alcanzada a finales de febrero, nos hace ser optimistas en cuanto a la recuperación de la financiación externa por parte de Argentina. Este acuerdo hace posible la vuelta a las negociaciones con el Fondo Monetario Internacional para implementar un nuevo plan crediticio, que podría solucionar la falta de financiación para la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión. En el escenario optimista, que contempla este acuerdo con el FMI, prevemos un crecimiento para 2005 entorno al 5,6%.

**ARGENTINA: Cuadro Macroeconómico**  
(% de variación interanual)

	Anual				Semestres 2004		Semestres 2005	
	2002	2003	2004	2005	I	II	I	II
Consumo Privado	-14.1	8.2	9.4	5.6	10.1	8.7	7.0	4.1
Consumo Público	-5.0	1.5	2.7	3.4	0.0	5.4	4.0	2.8
F. B. Capital Fijo	-35.2	37.9	34.5	17.0	43.8	25.2	19.6	14.3
Demanda Interna	-19.5	10.7	11.7	9.8	13.9	9.5	13.0	6.6
Exportaciones	3.1	6.0	8.2	4.3	3.8	12.6	5.1	3.4
Importaciones	-48.6	37.7	39.8	33.7	48.6	31.0	36.9	30.4
PIB	-5.1	-10.3	9.0	5.6	11.1	6.9	7.2	4.0
IPC	12.2	28.2	4.2	8.0	1.8	6.6	7.0	9.0
Balanza c/c (% PIB)	3.7	2.9	0.6	--	---	---	---	---

(\*) Aportación al crecimiento del PIB

*Actividad*

*La industria y la construcción se han mantenido fuertes en 2004. En 2005 podrían desacelerarse ligeramente.*

En 2004, la industria ha crecido a un ritmo muy elevado, aunque ha ido perdiendo algo de fuerza con el paso de los meses. En el primer semestre de 2004, se expandió un 12,0%, y en el segundo lo hizo a ritmo del 9,5%. En el conjunto del ejercicio ha crecido un 10,8% anual, por debajo del 16,2% de 2003. El hecho de que la capacidad productiva esté siendo utilizada casi en su totalidad puede explicar la desaceleración del sector.

En el primer semestre de 2005 asistiremos a una desaceleración progresiva de la industria, aunque esperamos que sea transitoria y que vuelva a tomar dinamismo una vez se consolide el acuerdo con el Fondo Internacional. Dicho acuerdo

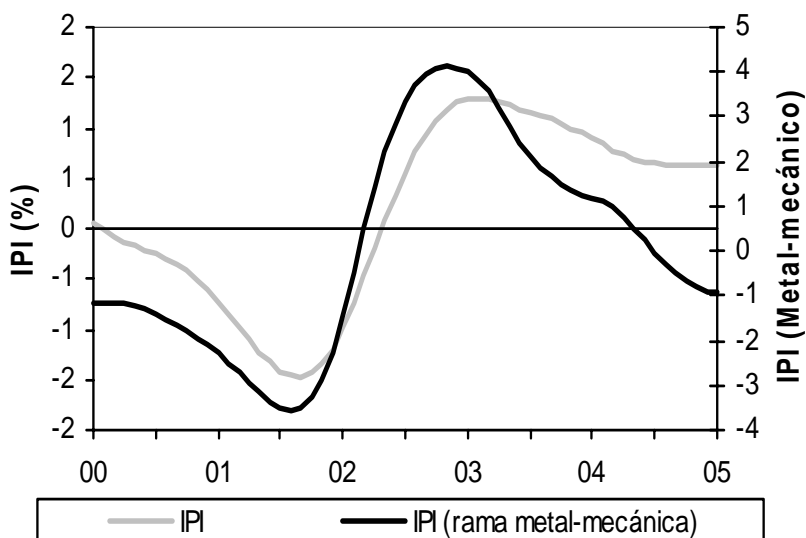
llevará consigo un aumento de la inversión, lo que permitirá ampliar la capacidad productiva del sector.

El sector de la construcción se ha mantenido fuerte, con un crecimiento anual del 19,9%. No obstante, al igual que el sector industrial la obra en construcción ha ido perdiendo dinamismo a lo largo de 2004. En el primer semestre el ISAC, que es un indicador sintético de actividad en construcción, creció un 27,2%, y en el segundo semestre ha crecido a un ritmo del 14,0%. Esta pérdida de ritmo del sector se explica por el final del “boom” de 2003, año en el que se retomaron muchas de las obras canceladas por la crisis de 2001. En los últimos meses parece que las tasas de crecimiento del sector se están estabilizando. En enero el Indicador Sintético de Actividad en la Construcción (ISAC) aumentó en 11,2% anual y se mantuvo invariante con relación a diciembre.

De cara a 2005 la previsión es de estabilización del crecimiento en las actuales tasas. Debido a la desaceleración del sector a lo largo del pasado ejercicio, el gobierno ha anunciado un plan de construcción de viviendas y escuelas públicas para el presente año. Esta medida volverá a alentar el crecimiento de este sector por lo que las previsiones para este año son algo optimistas.

**ARGENTINA: IPI (general) e IPI (rama metal-mecánica)**

Variación intermensual de la tendencia



Por último, el sector servicios ha crecido a un buen ritmo en 2004. En el conjunto del ejercicio tuvo una expansión de 20,4%, acelerándose el crecimiento con el paso del año: 18,7% en

el primer semestre y 22,2% en el segundo. El indicador de servicios públicos creció en enero un 22,9% y su ciclo tendencia muestra aceleración en su expansión. Anticipamos que la aceleración del sector continuará en el primer semestre de 2005 alentado por el empuje de la demanda interna, mientras que es probable que el crecimiento se estabilice en el segundo semestre.

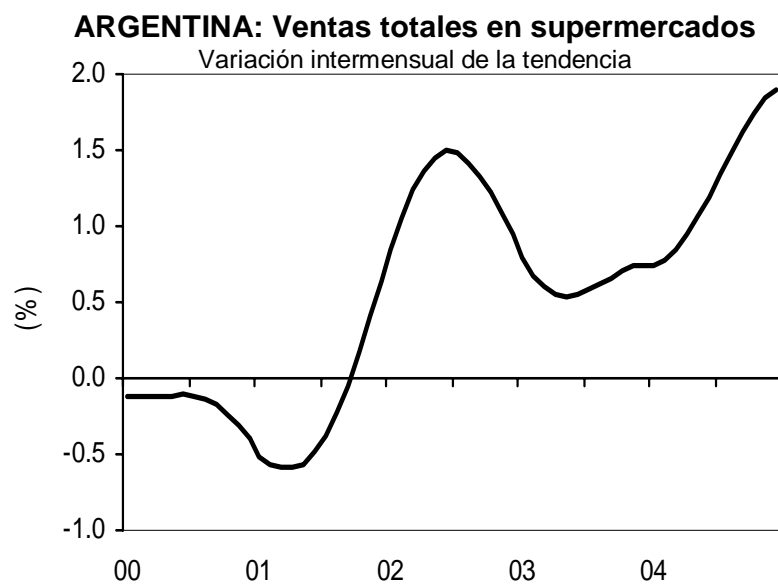


### *Demanda*

El consumo privado ha sido el componente de demanda que mejor se ha comportado en 2004. Aunque en el segundo trimestre se moderó ligeramente, lo que nos llevó a anticipar un escenario de desaceleración para la segunda mitad del pasado ejercicio, lo cierto es que en este período sorprendió muy favorablemente superando netamente nuestras previsiones. En el conjunto del año el consumo ha crecido un 9,4% anual, 1,2 puntos por encima del balance de 2003.

La lectura de los últimos indicadores publicados anticipa que la expansión continuará en los primeros meses de 2005. Las ventas de supermercados han crecido en el conjunto del año un 11,8% anual, acelerándose con el paso del ejercicio: 8,7% en el primer semestre y 11,8% en el segundo. Adicionalmente, la variación mensual de su tendencia indica continuidad en su aceleración. Por su parte, las ventas de automóviles, indicador adelantado del consumo privado, registraron en enero un incremento de 11,9% con relación al mes anterior.

En este contexto, anticipamos que la expansión del consumo continuará en el primer semestre de 2005, situándose entorno al 7,0%. Para la segunda mitad del año, esperamos una desaceleración de la expansión debido al empeoramiento de la situación financiera de las familias, al reducirse el salario real por el incremento de la inflación. Para este período esperamos un crecimiento alrededor de 4,1%.



La inversión privada ha mostrado un buen tono en 2004, aunque ha ido perdiendo fuerza a lo largo del año. El ritmo de crecimiento de este componente de demanda pasó de una tasa del 43,8% en el primer trimestre a una tasa del 22,7% en el cuarto. En el conjunto del año la inversión ha crecido un 34,5% (38,2% en 2003).

La reciente evolución de los indicadores anticipa continuidad en la desaceleración de la inversión. El IPI metal-mecánico ha caído en enero un 6,9% con relación al mes anterior, acumulando cinco meses de caídas consecutivas. Sin embargo, esperamos que la situación de la inversión mejore en el segundo semestre gracias a los acuerdos de Argentina con el FMI y el incremento de la financiación externa.

#### *Sector público*

Los ingresos del Estado han crecido a un ritmo muy elevado en 2004. Este aumento se explica en parte por el fuerte

repunte de los impuestos indirectos, que se han disparado por la fortaleza del consumo.

Pese a ello, cabe señalar que la recaudación impositiva se ha moderado a lo largo del año, lo mismo que los gastos. En el conjunto de 2004 los ingresos totales han crecido un 36,3% (43,8% en el primer semestre y 23,9% en el segundo). Los gastos totales han crecido un 21,3% (22,2% en el primer semestre y un 20,5% en el segundo). El mejor desempeño de los ingresos respecto a los gastos ha hecho que aumente el superávit total que se ha incrementado un 306,6% con relación a 2003.

*Mejora de las cuentas públicas en 2004, por fuerte aumentos de la recaudación vía impuestos indirectos.*

El superávit primario (excluye el pago de los intereses de la deuda) se ha incrementado un 82,9% en 2004, frente a un 17,2% del año anterior.

#### *Sector exterior*

En 2004, se ha producido un deterioro de las cuentas externas. Las exportaciones han crecido a un ritmo del 8,2% anual, 2,2 puntos por encima de 2003. Por otra parte, las importaciones se han acelerado con un crecimiento del 39,8%, un ritmo mayor al de las exportaciones.

El mayor dinamismo mostrado por las importaciones respecto a las exportaciones, ha hecho que se deteriore el resultado del sector exterior. Las exportaciones netas en términos de PIB han caído hasta el 3,4%, desde un 5,8% en 2003. Como resultado, el sector exterior ha restado 2 puntos al crecimiento del PIB.

En lo referente a los indicadores mensuales, estos muestran un mayor crecimiento de las importaciones que de las exportaciones. En enero del presente año, las importaciones se expandieron un 64,6% anual, mientras que las exportaciones crecieron un 24,3%. Ello nos hace prever continuidad en el deterioro de las cuentas externas. Sin embargo, este comportamiento podría cambiar en la segunda mitad del año, cuando las importaciones se resientan de la menor fortaleza del consumo privado.

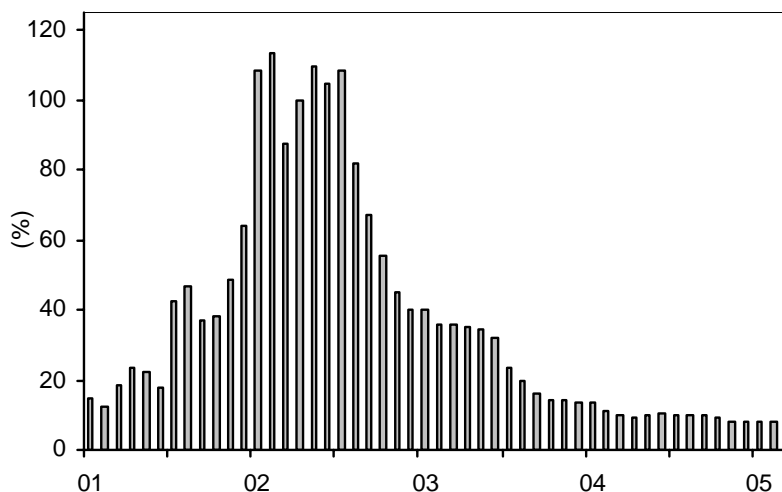
#### *Indicadores Financieros*

Los indicadores financieros, que comenzaron su mejoría a finales de 2003, han fortalecido su recuperación durante 2004. Los depósitos, tanto en moneda nacional como extranjera, se han

incrementado en el conjunto del ejercicio un 131,2%, y en abril superaron los niveles anteriores a la crisis de 2001. Esta cifra muestra la recuperación de la confianza de los agentes en el sistema financiero, después del levantamiento del “corralito” y el “corralón”.

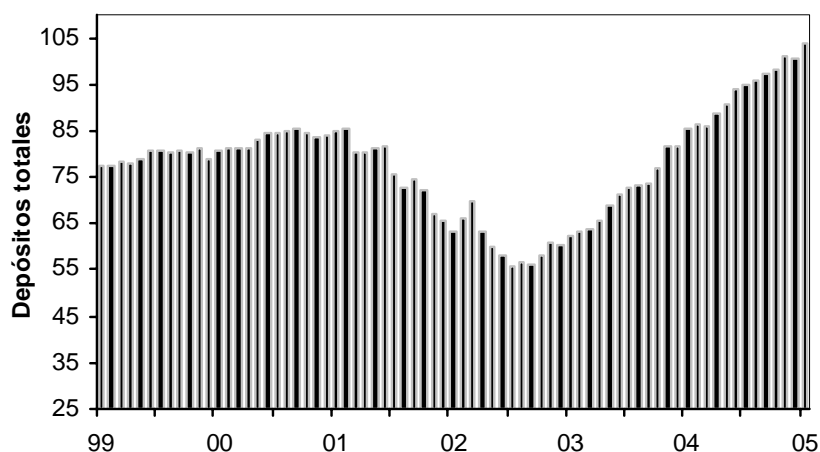
*Evolución favorable de los indicadores financieros: caída de tipos, y aumento de los depósitos y el crédito.*

**ARGENTINA: Baibor a 12 meses ( pesos)**



Los créditos, que desde julio de 1999 se estaban contrayendo, comenzaron a aumentar en marzo cerrando el año con un aumento del 10,5%.

**ARGENTINA: Depósitos (miles de millones de pesos)**



El tipo de interés ha reducido su nivel con el paso de los meses. En enero se situaba en el 13,4% y cerró el año en el 8,1%. Esta reducción ha sido progresiva, salvo en los meses de mayo y junio, donde la autoridad monetaria, incrementó el tipo de interés en un intento de frenar el aumento del nivel de precios. Debido al

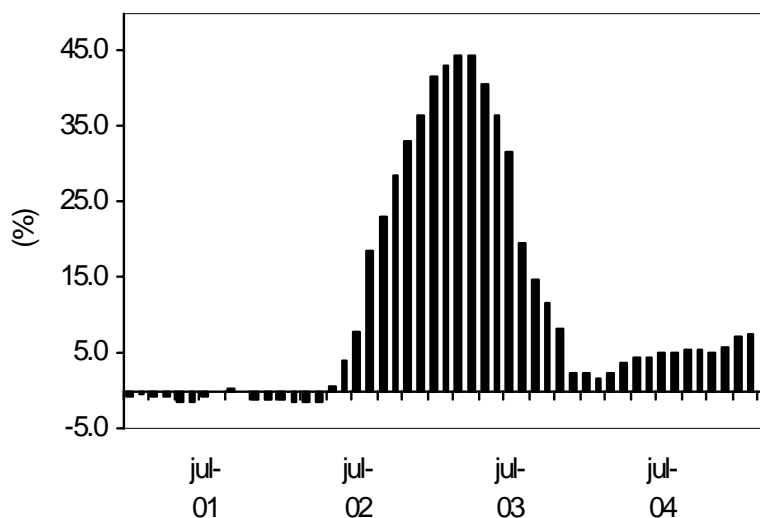
éxito de la medida, en julio retornó a los nuevos recortes que han continuado hasta ahora. Este hecho ha vuelto a presionar a los precios. En la actualidad, el tipo de interés se sitúa en el 7,9% y es probable que suba en los próximos meses en un intento de controlar la inflación.

El tipo de cambio se situaba en enero de 2004 en 2,9 pesos/dólar, y ha venido oscilando entre dicho valor y 3,0 pesos/dólar el resto del año. En la actualidad se encuentra en 2,9.

*Precios*

En materia de precios la tendencia ha sido alcista. La inflación interanual se ha ido incrementando en el curso de 2004, resultando una inflación media en el conjunto del año de 4,2%. En el primer semestre, los precios se incrementaron un 3,0%, y un 5,3% en el segundo. En los primeros meses del presente año esta tendencia no ha cambiado, y en febrero la tasa de inflación interanual fue de 7,5%, con un incremento intermensual de 1,0%.

**ARGENTINA: Índice de precios al consumo**  
Tasa de variación interanual



a esto unimos la falta de una política monetaria restrictiva, nuestra previsión para el presente ejercicio refleja un incremento progresivo de la inflación. Anticipamos una inflación media para 2005 entorno a 8,0%.

### 2.4.b. México

#### *Visión general y perspectivas*

La economía mexicana ha vuelto a superar nuestras expectativas en el segundo semestre de 2004. La revisión al alza de los datos del primer semestre junto con la reactivación del crecimiento que se ha producido en el cuarto trimestre, han conducido a que el crecimiento para el conjunto del ejercicio haya sido finalmente del 4,4%, cinco décimas superior a la previsión que ofrecimos en octubre pasado.

*El crecimiento mexicano ha vuelto a sorprender al alza en el segundo semestre de 2004.*

De esta forma, 2004 se ha caracterizado por ser un año de fuerte recuperación económica para México. Ello resulta palpable recordando cuáles fueron los resultados de los años inmediatamente anteriores: en 2003 la economía creció un 1,4%, en 2002 sólo un 0,8% y en 2001 cayó un 0,1%.

**MÉXICO: Cuadro Macroeconómico**  
(% de variación interanual)

	Anual				Semestres 2004		Semestres 2005	
	2002	2003	2004	2005	I	II	I	II
<b>Consumo Privado</b>	1.6	2.3	5.5	6.0	4.6	6.4	6.9	5.1
<b>Consumo Público</b>	-0.2	1.0	-1.2	-0.9	-1.4	-1.0	-1.8	0.0
<b>F.B. Capital Fijo</b>	-0.6	0.4	7.5	8.6	5.2	9.7	9.9	7.4
Maquinaria	-3.9	-1.9	9.5	11.8	5.6	13.3	14.5	9.2
Construcción	3.5	3.2	5.3	5.1	4.7	5.9	4.7	5.4
<b>Variación Existencia</b>	-0.1	-1.0	-1.1	0.3	-0.7	-1.5	0.4	0.1
<b>Demanda Interna</b>	0.8	0.7	4.1	6.1	3.3	4.8	7.0	5.3
<b>Exportaciones</b>	1.6	2.8	11.5	8.3	11.6	11.4	8.1	8.5
<b>Importaciones</b>	1.4	0.7	10.1	14.2	9.1	11.1	14.8	13.6
<b>PIB</b>	0.8	1.4	4.4	3.8	4.0	4.7	4.5	3.1
<b>IPC (media)</b>	5.0	4.6	4.7	4.4	4.3	5.1	4.5	4.3
<b>Balanza c/c (% PIB)</b>	-2.2	-1.5	-1.7	-2.5	---	---	----	---

(\*) Aportación al crecimiento del PIB

Al igual que en el primer semestre, la principal causante de la desviación respecto de nuestra previsión ha sido la fortaleza

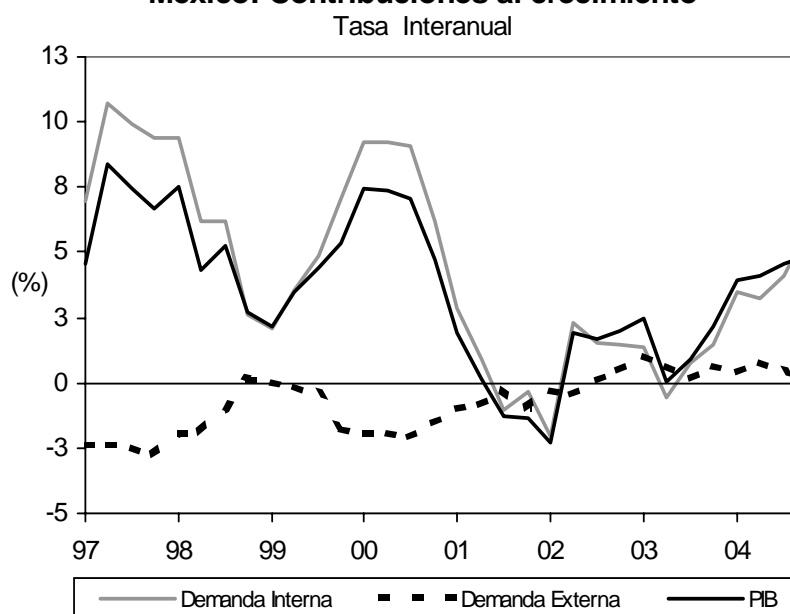
de la demanda doméstica, mientras que el sector exterior ha ofrecido un registro más pobre de lo esperado.

La demanda interna mexicana ha registrado un crecimiento medio durante la segunda mitad de 2004 del 4,8%, liderado por una demanda de consumo muy dinámica y una considerable reactivación de la inversión, especialmente en su componente de equipo. De hecho, el crecimiento de la demanda interna podría haber sido bastante superior de no ser por la fuerte desinversión en inventarios, que ha restado 1,5 puntos al crecimiento agregado.

Por su parte, el sector exterior ha detraído algunas décimas al crecimiento del PIB (su contribución ha sido de -0,3 puntos porcentuales), lo que no ocurría desde el primer semestre de 2002. Como veremos más en detalle, ello se ha debido a la estabilización en el crecimiento de las exportaciones, junto con una considerable aceleración en el ritmo importador.

*La demanda interna ha sido el motor del crecimiento económico.*

### México: Contribuciones al crecimiento



Los indicadores mensuales de actividad y demanda apuntan a que el primer semestre de 2005 se caracterizará aún por un fuerte dinamismo de la demanda doméstica, lo que permitirá que el crecimiento del PIB en el primer semestre se sitúe en torno al 4,0%.

No obstante, en la segunda mitad del año es previsible que la desaceleración estadounidense incida en cierta medida sobre el ritmo de actividad industrial mexicano (muy dependiente de las exportaciones con destino a Estados Unidos) y,

consiguientemente, sobre el ritmo de actividad agregado. En línea con ello, el segundo semestre podría ofrecer una cifra de crecimiento del 3,5%. En el conjunto del año, el crecimiento del PIB resultaría de un 3,8% aproximadamente, lo que supone una elevación de cuatro décimas respecto de la cifra que ofrecimos en octubre pasado.

### *Demanda*

Así como a mediados de año señalábamos que algunos indicadores de demanda habían desacelerado levemente su crecimiento subyacente, en el segundo semestre volvieron a retomar una senda de aceleración.

El resultado ha sido un crecimiento medio de la demanda doméstica del 4,8%, destacando por igual la fortaleza del consumo privado y de la inversión. El consumo privado ha crecido a un ritmo del 6,4%, contribuyendo al crecimiento del PIB con 4 puntos porcentuales, retomando así cifras no vistas desde el ejercicio 2000, previas a la crisis de 2001.

Por su parte, la inversión ha mostrado un crecimiento del 7,5%, contribuyendo con 1,4 puntos porcentuales al crecimiento del PIB. Resulta especialmente destacable la recuperación exhibida por la inversión en equipo, que ha ofrecido un crecimiento medio del 9,5%, tras haber mostrado tasas negativas de variación durante tres años consecutivos. Por su parte, la inversión en construcción ha crecido a un ritmo del 5,3%, bastante mejor a la cifra de 2003 (3,2%).

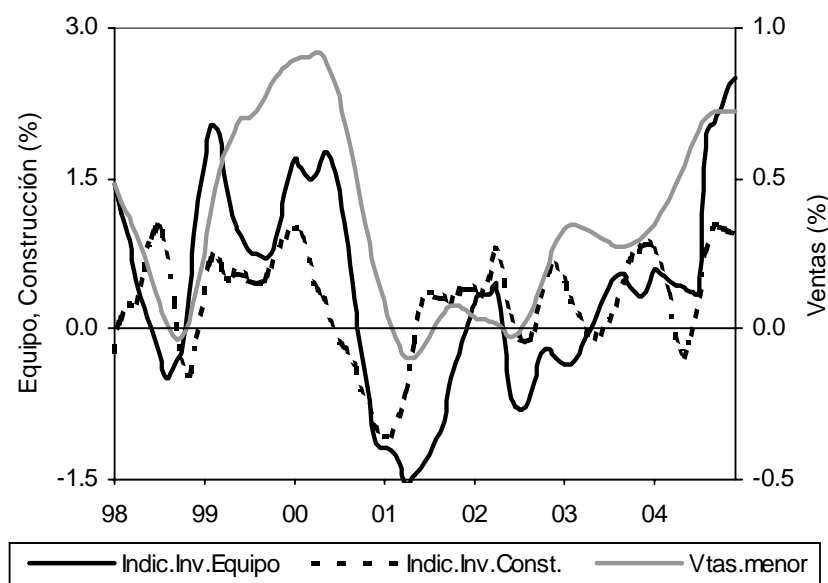
La evolución reciente de los indicadores ofrece, por el momento, un escenario de estabilidad en el dinamismo de la demanda doméstica.

Las ventas minoristas, por ejemplo, han acelerado su ritmo de crecimiento en los últimos meses y actualmente su tendencia subyacente está creciendo a los ritmos más altos desde mediados de 2000. El crecimiento medio de este indicador durante 2004 ha sido del 4,9%, y con un perfil creciente a lo largo del año: en el último trimestre su tasa de variación interanual fue del 6,8%. La previsión para 2005 de este indicador apunta a un crecimiento del 6,5%.

*Los indicadores recientes muestran una continuidad en el dinamismo de la demanda doméstica.*

### México: Indicadores de Consumo e Inversión

Variación intermensual de la tendencia



Algunos componentes de la demanda de los hogares, como las ventas de coches, ofrecen un panorama igualmente favorable. Han crecido a una tasa media del 5,8% en 2004, y con un perfil de aceleración a final del año: los últimos cuatro datos han superado las previsiones, y el crecimiento medio del último trimestre fue del 12,2% (máximo desde principios de 2001). En 2005, las ventas de coches podrían crecer en el entorno del 10%-12%.

Los indicadores de inversión tampoco dejan lugar a dudas respecto del buen tono de este componente de demanda. El indicador (en términos reales) de la inversión en maquinaria y equipo ha crecido en 2004 un 9,5% interanual por término medio, tras tres años de caídas continuadas; los errores de previsión más recientes son positivos y su crecimiento subyacente está acelerándose. La previsión de crecimiento para 2005 de este indicador es, actualmente, del 12%-14%.

Los indicadores de inversión en construcción también han ofrecido buenos datos recientemente. El crecimiento medio del indicador (en términos reales) ha sido del 5,3% en 2004, con una suave aceleración en el segundo semestre y la previsión actual para este indicador en 2005 apunta a una tasa media del 6,5%-7,0%.

En línea con estos datos para los indicadores mensuales, la previsión de crecimiento para los distintos componentes de

demanda de Contabilidad Nacional es la siguiente: 6,0% para el consumo privado y 8,6% para la inversión, resultante de sendas tasas del 11,8% y 5,0% para la inversión en equipo y construcción. Para el consumo y la inversión en equipo el perfil es de desaceleración en el segundo semestre, mientras que para la inversión en construcción es de relativa estabilidad.

Para el consumo público, esperamos una continuidad en su comportamiento reciente: tras caer un 1,2% en 2004, para 2005 esperamos también una caída en torno al 0,9%.

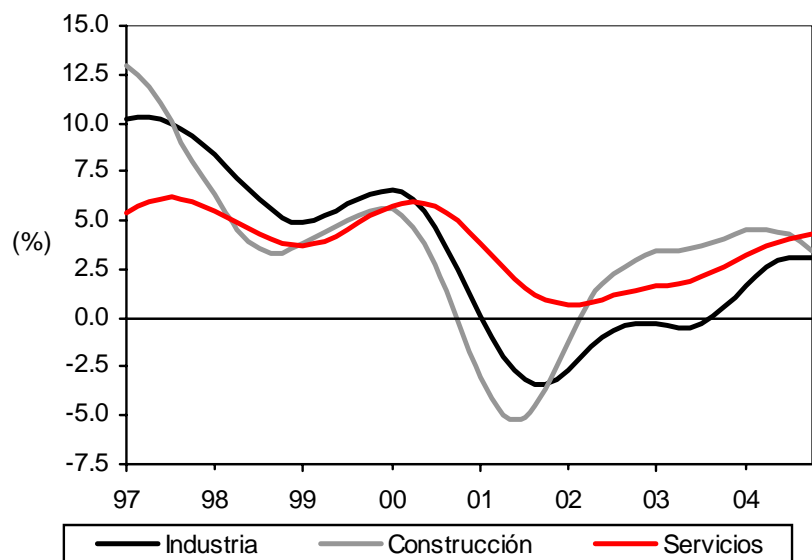
### Actividad

*Todos los sectores de actividad se han expandido a los mejores ritmos desde mediados de 2000.*

En línea con el dinamismo de la demanda, los distintos sectores de actividad han registrado tasas de crecimiento muy destacables durante 2004: las tasas de variación interanual, por sectores, han sido del 4,6% para el sector servicios, del 3,6% para la industria, y un 5,3% para la construcción. Además, el crecimiento medio ha sido superior en el segundo semestre para todos los sectores de actividad. Las contribuciones al crecimiento del PIB para las distintas ramas han sido de 2,8 puntos porcentuales para el sector servicios, seguido de 0,7 puntos para la industria y por último, 0,2 puntos para la construcción.

### México: VAB por sectores

Variación Interanual de la Tendencia



Los datos publicados recientemente para la actividad en el sector industrial han sido muy favorables. Tras tres ejercicios consecutivos de caídas, el índice de producción industrial (IPI) ha

registrado en el conjunto de 2004 un crecimiento medio del 4,0%, superando en cinco décimas la previsión que ofrecíamos hace seis meses. El crecimiento subyacente del IPI se suavizó levemente a mitad de año para volver a retomar mejores tasas en el segundo semestre, mostrando actualmente una tendencia de crecimiento estable.

Por componentes de producción, todos los sectores han registrado una aceleración en su crecimiento subyacente durante la segunda mitad del ejercicio 2004, especialmente la producción de bienes de capital.

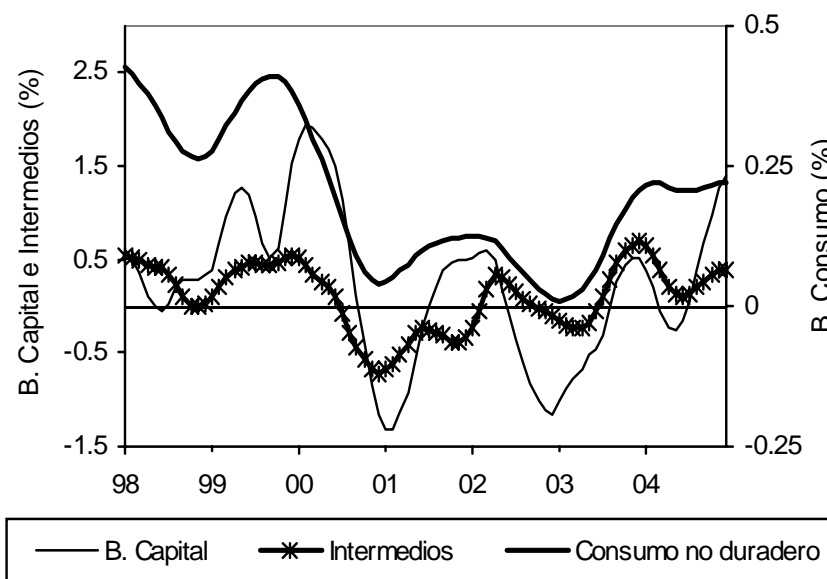
Considerando las cifras para el conjunto de 2004, destaca la fortaleza mostrada por los bienes intermedios, que han crecido a una tasa del 4,6% (frente a un 0,1% en 2003), seguidos de los bienes de consumo no duraderos, con un 2,8% (0,1% en 2003) y, finalmente, los bienes de capital con un 2,5% (-6,9% en 2003).

*Los distintos componentes de la producción industrial se están expandiendo actualmente.*

La producción de bienes de consumo duraderos ha sido la que ha mostrado una recuperación más tardía, pero en los últimos meses de 2004 su crecimiento subyacente también ha entrado en una etapa expansiva; ello ha permitido que haya cerrado el año con un crecimiento interanual del 1,0% que, aunque no es muy elevado, sí supone una importante recuperación respecto de la cifra de 2003 (-4,9%).

**México: Componentes Producción Industrial**

Variación Intermensual de la Tendencia



El dato de producción industrial de enero de 2005 sólo está disponible en términos agregados para el conjunto de la industria manufacturera. El dato ha estado en línea con lo previsto y supone una continuidad con el dinamismo mostrado los últimos meses de 2004. En línea con ello y con las previsiones de demanda doméstica, elevamos algunas décimas nuestra previsión de crecimiento del IPI para 2005 hasta el 3,5%-3,7%.

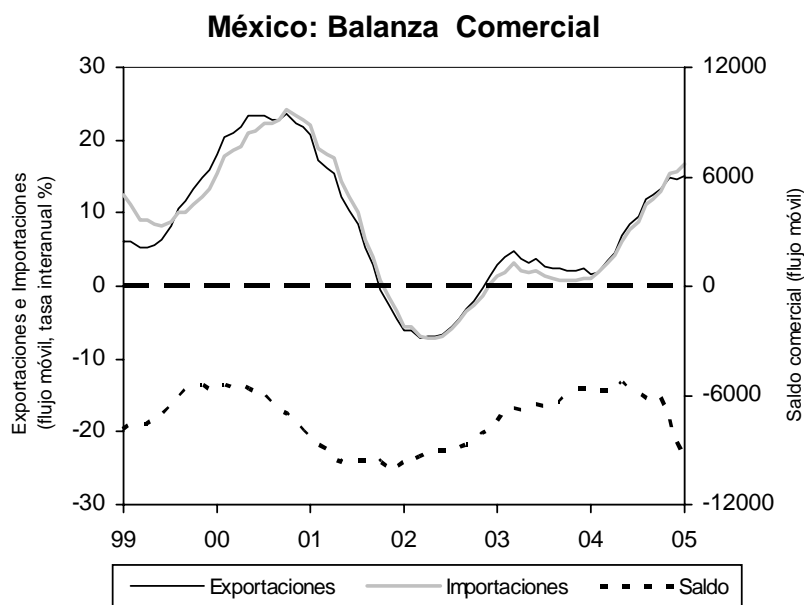
El indicador mensual de actividad en el sector constructor también ha mostrado un crecimiento elevado y sostenido todo el año salvo una pequeña desaceleración antes del verano. La variación interanual media de 2004 de este indicador fue del 5,5%, frente al 3,3% del año previo. Actualmente su tendencia subyacente se expande a un ritmo estable, los tres últimos datos disponibles han estado en línea con lo previsto, y en línea con todo ello, esperamos un crecimiento medio de este indicador del 5,0%-5,3%.

Finalmente, respecto del sector servicios, tras haber registrado en 2004 un crecimiento del 4,6% (superando en 4 décimas nuestra previsión de octubre), esperamos que en el ejercicio actual crezca a un ritmo algo menor, en torno al 4,2%, con una leve desaceleración en el segundo semestre.

### *Sector Exterior*

Durante los tres primeros trimestres de 2004, las exportaciones netas han contribuido al crecimiento agregado, gracias a que el fuerte ritmo de las exportaciones superaba al de las importaciones. A ello contribuyó el buen ritmo de la demanda doméstica estadounidense, destinataria del casi el 90% de las exportaciones mexicanas, y también la debilidad del peso frente al dólar.

Sin embargo, en el cuarto trimestre de 2004, esta evolución ha cambiado. Las exportaciones se han estabilizado, mientras que las importaciones han continuado acelerándose. El resultado ha sido una contribución negativa al crecimiento del PIB de 0,9 puntos porcentuales. Es la primera contribución negativa del sector exterior tras nueve trimestres consecutivos de contribuciones positivas.



*El comportamiento del sector exterior ha empeorado fuertemente en los últimos meses de 2004.*

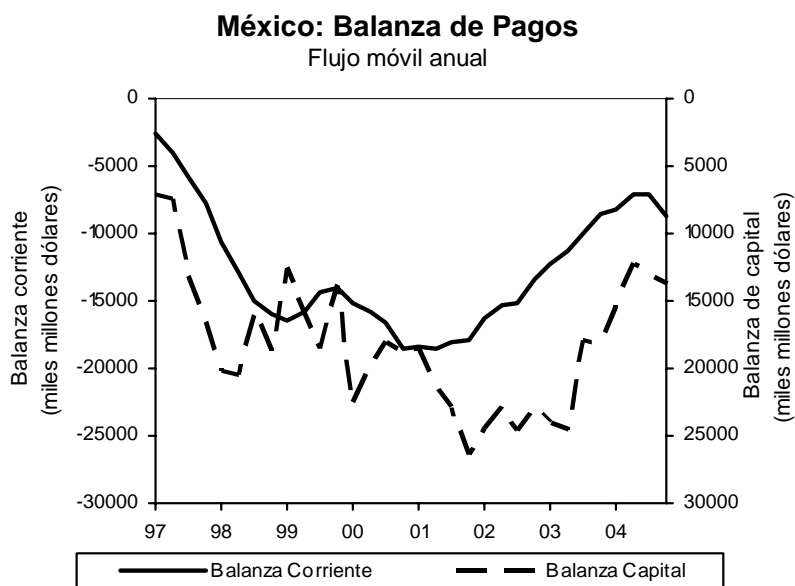
Según los datos de la balanza comercial mensual, este proceso reciente se ha traducido en un acusado deterioro del saldo comercial mexicano. Tras haber estado estabilizado en el entorno de los 5800 millones de dólares durante los primeros nueve meses de 2004, el déficit comercial (acumulado en los últimos 12 meses) alcanzó en diciembre un valor aproximado de 8500 millones de dólares. Ello supone el peor registro en los últimos dos años.

No obstante, podemos mantener nuestras previsiones de déficit corriente en términos del PIB en el 1,7% ofrecido en octubre gracias a que han sorprendido conjuntamente el déficit corriente y el PIB, por lo que el cociente no se ve alterado.

Durante 2005, pensamos que continuará esta tendencia reciente de la balanza comercial, resultando en una contribución negativa del sector exterior al crecimiento del PIB y en un déficit comercial del 2,5% como porcentaje del PIB.

Los datos de la Balanza de Pagos nos ofrecen las mismas conclusiones que el análisis de la balanza comercial mensual. El déficit corriente mexicano (acumulado en los últimos 12 meses) aumentó en el cuarto trimestre de 2004 en 1700 millones de dólares, hasta alcanzar la cifra de 8700 millones de dólares, la más elevada en los últimos cinco trimestres.

Este aumento del déficit exterior presenta el inconveniente de que aumenta las necesidades de capital extranjero para financiar la actividad productiva mexicana.



No obstante, hay que señalar que esto parece garantizado a medio plazo. La solidez que presenta la inversión en México para los capitales extranjeros resulta evidente al analizar el flujo de inversión extranjera directa que recibe el país anualmente, y que desde 1997 ha sido superior a los 12000 millones de dólares. En particular, durante 2004 ha alcanzado los 16600 millones de dólares

### *Precios*

En el segundo semestre de 2004 se ha producido un ligero repunte de precios en la economía mexicana: mientras que en el primer semestre la tasa media de inflación fue del 4,3%, en el tercer trimestre se elevó hasta el 4,8%, y en el último hasta el 5,3%.

Como resultado, la inflación media de 2004 ha sido del 4,7%, tres décimas superior a la previsión que teníamos en octubre pasado.

De esta manera, la economía se desvía del objetivo marcado por el Banco Central Mexicano, que consiste en una horquilla entre el 2,0% y el 4,0% de inflación anual.

No obstante, pensamos que en el ejercicio actual podrá obtenerse un mejor resultado en términos de precios. Primero, el repunte de 2004 cabe explicarlo en un contexto de aceleración de la demanda doméstica, y de debilidad del peso frente al dólar, que

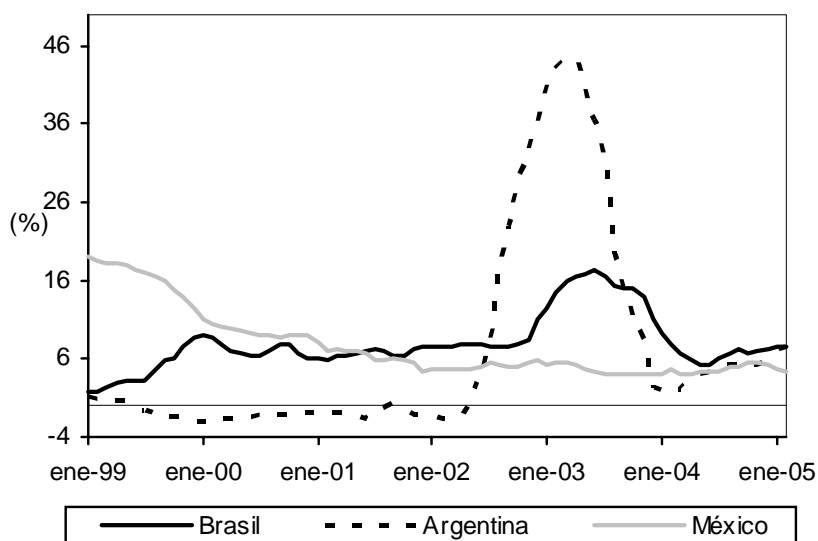
encarece los bienes importados por México, transmitiéndose a los precios finales.

*Aunque los precios repuntaron a finales de 2004, han empezado 2005 bajo control.*

Segundo, el ejercicio 2005 ha comenzado con una reducción de la tasa de inflación. En enero y febrero, la inflación interanual ha sido del 4,5% y 4,3% respectivamente, un punto porcentual inferior a la media del cuarto trimestre de 2004. Además, el ritmo de depreciación del peso ha disminuido en los últimos meses, lo que parece haberse traducido en una menor inflación de los precios de productor. En este contexto, esperamos una inflación en el entorno del 4,4% para este año.

**Latinoamérica: IPC**

Tasa Interanual



### 2.4.c. Brasil

#### *Visión general y perspectivas*

*Brasil ha crecido en 2004 un 5,2%, el ritmo más alto desde 1994.*

La economía brasileña ha crecido en 2004 un 5,2% anual, el mayor crecimiento del producto desde 1994. Esta expansión supera nuestra previsión de octubre (4,4%). El crecimiento se ha desacelerado a final de año, pasando de 6,2% anual en el tercero a 4,9% anual en el cuarto. Esta última sigue siendo una cifra elevada en términos interanuales, aunque en términos intertrimestrales ha supuesto una caída del 0,5%.

La demanda interna ha sido el motor del crecimiento en este período, expandiéndose un 4,8% y contribuyendo con 4,7 puntos porcentuales al crecimiento. La demanda doméstica ha recuperado el protagonismo del crecimiento en detrimento del sector exterior, principal fuente de la expansión en los pasados ejercicios.

#### **BRASIL: Cuadro Macroeconómico**

(% de variación interanual)

	Anual				Semestres 2004		Semestres 2005	
	2002	2003	2004	2005	I	II	I	II
Agropecuario	5.6	4.5	5.2	4.0	5.3	5.1	4.7	3.3
Construcción	-1.7	-5.1	5.7	4.2	3.0	8.4	5.4	3.3
Industria	2.7	0.1	6.2	4.3	5.9	6.5	4.5	4.0
Servicios	1.6	0.6	3.7	3.0	3.3	4.1	3.7	3.2
<b>PIB</b>	1.9	0.4	5.2	3.6	4.9	5.6	4.3	3.0
Consumo Privado	-0.4	-1.5	4.0	2.9	3.0	5.0	3.4	2.5
Consumo Público	1.3	1.3	0.6	0.6	0.7	0.4	0.6	0.7
FBKF	-4.0	-5.1	12.0	8.9	7.7	16.4	11.5	6.2
Exportaciones	7.6	10.2	18.6	13.2	19.3	17.9	14.1	12.3
Importaciones	-12.0	-1.5	16.3	13.0	12.8	19.9	14.8	11.2
IPC (media)	8.4	14.9	6.7	6.2	6.7	6.8	6.4	6.0
Bal.c/corriente (% PIB)	-0.5	0.3	0.7	0.6	---	---	---	---

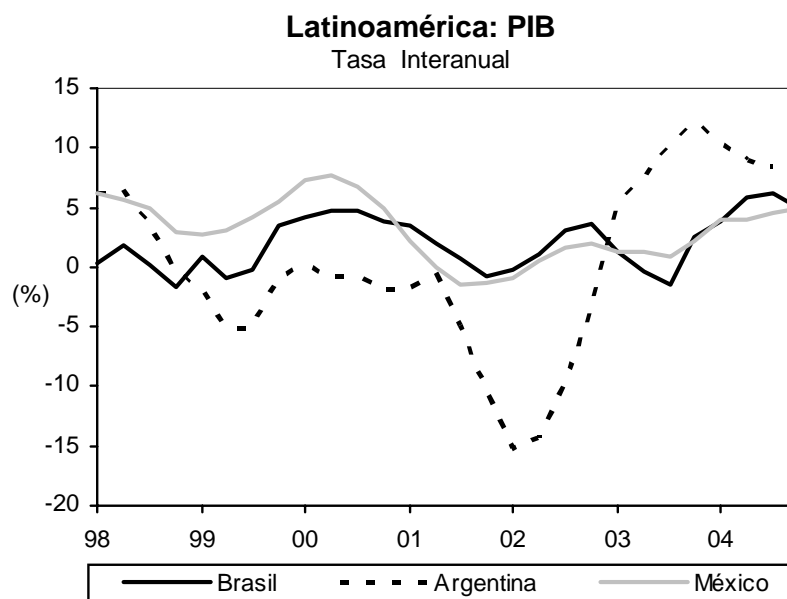
(\*) Aportación al crecimiento del PIB

Dentro de la demanda interna, el componente con mayor expansión ha sido la formación bruta de capital fijo, con un crecimiento medio en 2004 de 12% y una contribución al crecimiento de 1,6 puntos. También destaca el buen tono del consumo privado, que ha experimentado una recuperación sostenida a lo largo del año, expandiéndose un 4,0% anual y con una participación en el crecimiento de 1,5 puntos porcentuales.

Por otra parte, durante 2004 se ha asistido al despegue de la industria, después del pobre resultado del año anterior (0,1%). En el conjunto del ejercicio se expandió un 6,2% anual. Todos los sectores se han expandido a buen ritmo, siendo el sector agrícola el que ha contribuido más al crecimiento del PIB.

*La demanda interna ha liderado el crecimiento durante todo el año 2004.*

El sector exterior ha ido perdiendo importancia de forma sostenida en el conjunto del ejercicio. Desde 2001 la demanda externa había sido el motor del crecimiento, sin embargo en 2004 este sector ha cedido su papel a la demanda doméstica.



En este escenario de expansión de la demanda y la actividad, la nota negativa la aceleración de la tasa de inflación durante la segunda mitad del año. La autoridad monetaria ha intentado paliar este incremento con una política monetaria restrictiva, que ha venido incrementando el tipo de interés desde agosto.

De cara a 2005 esperamos una pérdida de ritmo en la expansión de todos los sectores. Los repetidos incrementos del tipo de interés de referencia ya están teniendo sus efectos sobre la

compra de bienes de consumo duraderos. Adicionalmente, están incrementando los costes de financiar los aumentos de capacidad productiva que requiere la industria, sector que está comenzando a dar señales de agotamiento. Es por ello, que anticipamos una expansión para 2005 en torno al 3,6% anual, con desaceleración a lo largo del ejercicio: 4,3% en el primer semestre y 3,0% en el segundo.

### *Demanda*

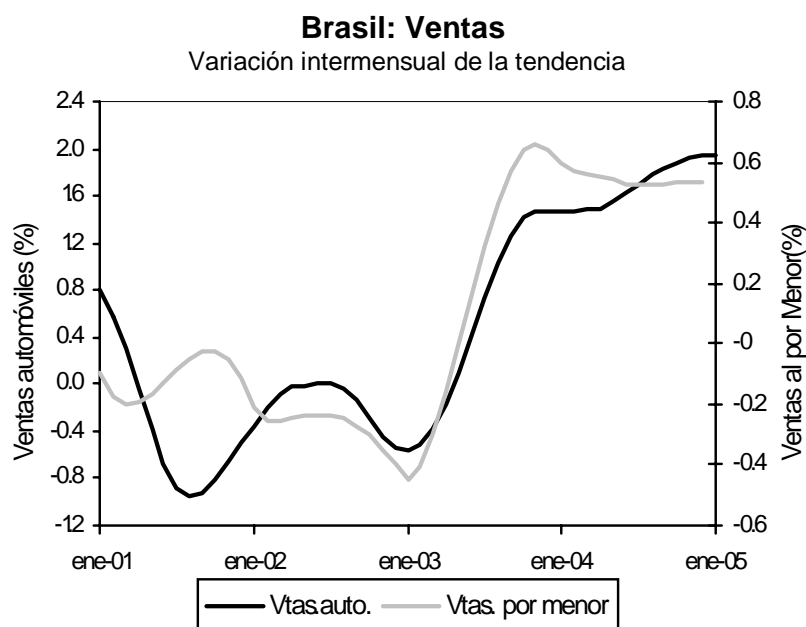
La demanda interna ha sido el motor del crecimiento en el año 2004. Su expansión ha sido del 4,8% anual, contribuyendo con 4,7 puntos al crecimiento del producto. Este incremento ha sido superior a nuestra previsión de octubre (3,4%). El comportamiento ha sido dispar a lo largo del ejercicio. Después de una recuperación marcada en el segundo trimestre cuando se expandió un 5,2% (en el primer trimestre fue de 2,9%), fortaleciéndose el crecimiento en el tercero (7,0%), se ha producido una moderación en el ritmo de expansión en el cuarto trimestre (4,6%). Esta pauta es similar en todos los componentes de la demanda. El consumo privado pasó de crecer un 5,9% en el tercer trimestre a un 4,1% en el cuarto. Por su parte, la formación bruta de capital siguió una senda similar: 19,7% en el tercero y 13,0% en el cuarto.

*Los indicadores recientes muestran una estabilización en el crecimiento del consumo privado.*

Los indicadores recientemente publicados muestran una estabilización en sus tasas de crecimiento, aunque a niveles muy altos. Las ventas reales se expandieron en diciembre un 11,4% anual, cerrando el año con un incremento del 9,2%. El buen dato de diciembre se debe a factores estacionales. La expansión del indicador ha sido casi sostenido en el conjunto del ejercicio: 9,3% en el primer semestre y 9,0% en el segundo semestre. Adicionalmente, la variación mensual de la tendencia muestra estabilidad en el crecimiento. Las ventas de automóviles, indicador adelantado del consumo privado, se han retraído en enero un 11,1% con relación a diciembre, registrándose cuatro meses de caídas intermensuales. Este retroceso de las ventas está motivado por el incremento en el tipo de interés que encarece la compra de bienes de consumo duraderos.

Los indicadores de inversión muestran una desaceleración en su expansión. En enero, el IPI de bienes de capital ha crecido un 7,4% anual, pero ha caído un 1,5% en relación a diciembre.

Las importaciones de bienes de capital crecieron un 22,5% anual en febrero, sin embargo, son cinco meses de caídas en la tasa intermensual.



La lectura de los indicadores, que muestra una estabilización en el crecimiento del consumo y la inversión, junto con la política monetaria restrictiva que encarece los proyectos de inversión y los créditos de los consumidores, nos llevan a anticipar un menor crecimiento de la demanda en 2005, alrededor del 2,9% (3,4% en el primero y 2,5% en el segundo).

### Actividad

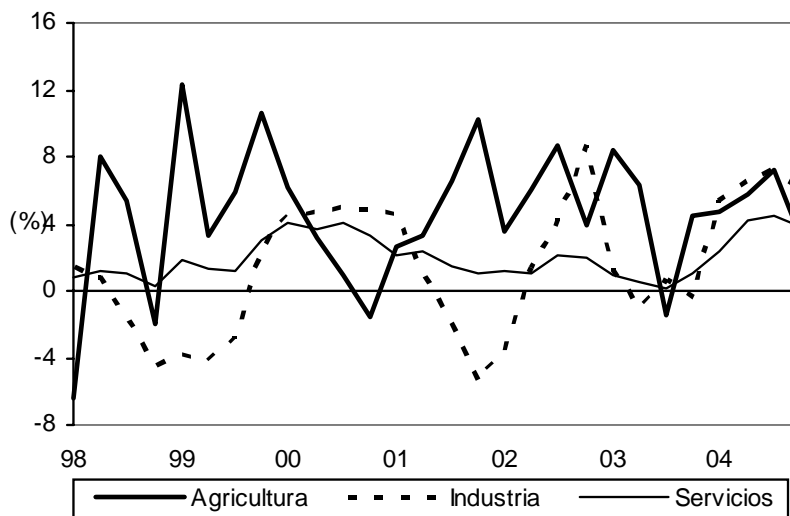
*Todos los sectores de actividad han crecido a ritmos muy elevados durante 2004.*

El VAB por sectores refleja el buen tono de la actividad industrial durante 2004. En el conjunto del ejercicio se expandió un 6,2%, aportando 5,8 puntos porcentuales al crecimiento del PIB. Esta cifra supera ampliamente el mal dato del pasado año: 0,1%, y también supera nuestra previsión de octubre (5,4%). Sin embargo, el dato del cuarto trimestre muestra una desaceleración con relación a resto del ejercicio. Llama la atención el buen desempeño del sector de la construcción, que ha pasado de crecer un 3,0% en el primer semestre a un 8,4% en el segundo. El sector servicios fortalece su crecimiento del primer semestre (3,3%) al segundo (4,1%), aunque el comportamiento dentro del segundo semestre es dispar: la gran expansión del tercer trimestre (4,5%) pierde fuerza en el cuarto (3,8%). El sector agropecuario creció

un 5,2% en el conjunto del ejercicio, siendo el sector que más aportó al crecimiento, con 6,0 puntos porcentuales.

**Brasil: VAB por sectores**

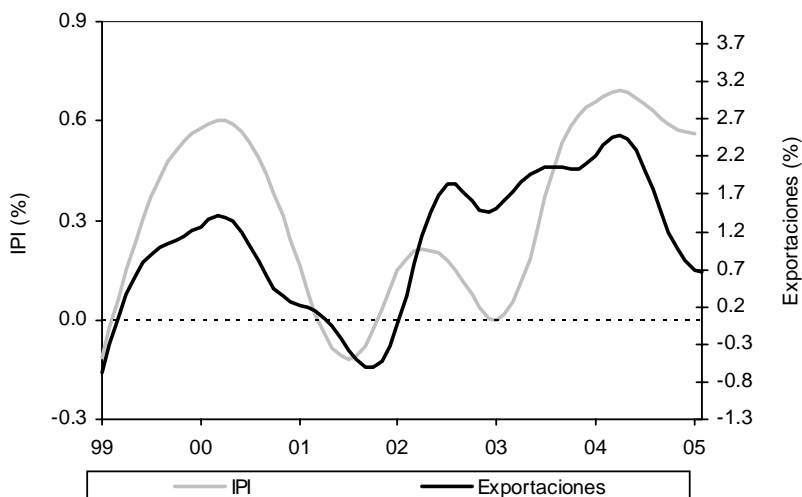
Variación Interanual



Los indicadores mensuales publicados recientemente para el sector industrial, nos hacen pensar que la desaceleración se acentuará en el 2005. El IPI de enero creció un 7,1% anual, inferior al crecimiento conjunto de 2004: 8,1%. Sin embargo, cayó un 0,5% en relación a diciembre y ya son tres meses de caída intermensual del indicador.

**Brasil: IPI y Exportaciones**

Variación intermensual de la tendencia



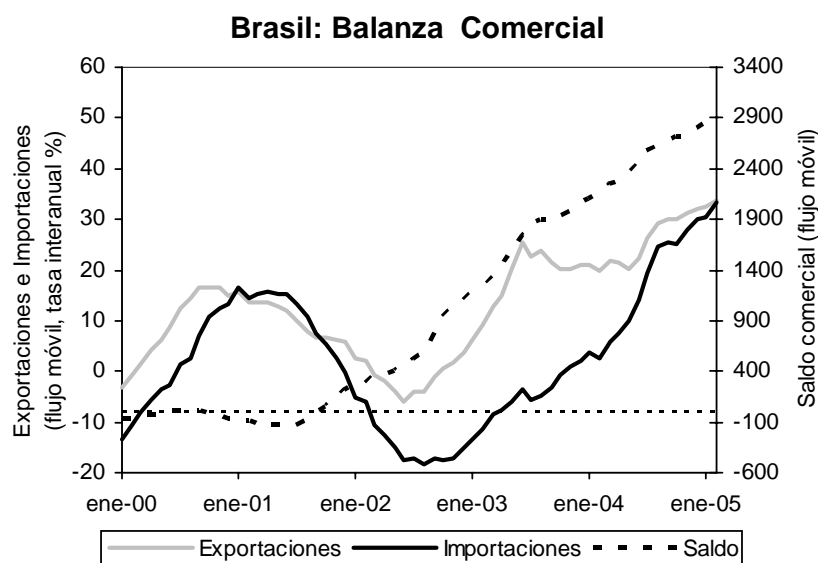
El comentario anterior es extensible al IPI de bienes intermedios y de bienes de capital. Sin embargo, el IPI de bienes de consumo se ha expandido en el primer mes de 2005 un 9,2% y su tasa de crecimiento se está acelerando.

De cara a 2005, todo apunta a una desaceleración de la actividad industrial. La lectura de los indicadores, junto con el hecho de que la capacidad productiva esté siendo usada en casi su totalidad, puede producir el ahogamiento del sector. Para evitar esto es necesario el incremento de inversiones en la industria, pero las continuas subidas de tipos de interés del segundo semestre están deprimiendo el espíritu inversor de los agentes. Esperamos que el IPI se expanda en el presente ejercicio un 4,3%, con un crecimiento de 4,5% en el primer semestre y un 4,0% en el segundo.

*Sector Exterior*

*La contribución de la demanda externa al crecimiento del PIB ha disminuido en el segundo semestre.*

El sector exterior ha ido perdiendo importancia en favor de la demanda interna de forma sostenida en el conjunto de 2004. En el primer semestre la aportación de la demanda externa al PIB fue de 1,1 puntos y en el segundo se redujo hasta los 0,5 puntos porcentuales.



Las exportaciones han tenido un crecimiento sostenido en el conjunto de 2004: se expandieron a una tasa del 18,6% por término medio, con una leve desaceleración en el segundo semestre. Por su parte, las importaciones han seguido una senda ascendente: en el primer semestre crecieron un 12,8% y en el segundo un 19,9%. Este hecho ha motivado que el flujo móvil comercial se haya estrechado con el transcurso de los meses.

En lo que se refiere a los indicadores mensuales, el comportamiento registrado en los primeros meses de 2005 muestra un escenario contrario al que acabamos de describir. En los primeros dos meses del año las importaciones han crecido a tasas inferiores a las exportaciones. En febrero, las exportaciones se expandieron un 35,6% anual, mientras que las importaciones lo hicieron un 32,5%.

Para el 2005, esperamos que tanto las exportaciones como las importaciones pierdan ritmo. La moderación en el crecimiento de las importaciones vendrá dada por la pérdida de tono de la demanda interna. Por su parte, la fortaleza del real puede limitar el crecimiento de las exportaciones.

### *Precios*

La tasa de inflación media registrada en este año ha sido del 6,7%, en línea con nuestra previsión de octubre. No obstante, el crecimiento de los precios no ha sido homogéneo en el conjunto del año. En la primera mitad del año los precios desaceleraron su crecimiento, pero a partir de julio se ha registrado un crecimiento continuado de la tasa de inflación. En respuesta a ello se ha puesto en marcha una política monetaria más restrictiva desde agosto. En este mes comenzó un incremento continuado del tipo de interés, pasando del 16,0% en agosto al 17,5% que se alcanzó en diciembre.

En febrero la tasa de inflación interanual se situó en 7,4% la misma cifra que en enero. El crecimiento intermensual fue de 0,6%. Esto supone un leve freno al crecimiento de los precios, que es el resultado de las continuas subidas del tipo de interés de intervención, que actualmente está situado en el 18,75%.

De cara a 2005, esperamos una desaceleración progresiva del nivel de precios resultado de la actual política monetaria. En línea con ello, anticipamos una inflación media para el ejercicio en torno al 6,2%.