

## 1. Introducción: Una Visión Global de la Economía Mundial

### *Visión General*

Tal y como anticipábamos en nuestro informe de octubre, el crecimiento mundial se ha mantenido fuerte en el segundo semestre de 2004. Los temores de desaceleración para la economía estadounidense no se vieron plasmados y, las otras áreas económicas que estaban creciendo a buen ritmo en el primer semestre (Asia o Reino Unido) continuaron haciéndolo. Por su parte, la Eurozona cumplió con las expectativas de moderado crecimiento que se tenían.

Cabe destacar como factor protagonista durante todo el semestre la volatilidad del precio del petróleo. Durante buena parte del segundo semestre ha estado situado por encima de los 50 dólares barril, lo que ha supuesto máximos históricos en términos nominales.

En Estados Unidos, 2004 se ha caracterizado por una consolidación plena de la recuperación económica. El ejercicio ha cerrado con un crecimiento medio del 4,4%, tres décimas superior a la previsión de hace seis meses. Este crecimiento ha estado liderado por el dinamismo del consumo privado, la inversión empresarial y la inversión residencial. Además, el crecimiento también estuvo respaldado por una aceleración en el ritmo de creación de empleo, lo que no se había observado en 2002 ni 2003. De esta forma, no se vió cumplido uno de los riesgos que podían precipitar una desaceleración brusca para la economía estadounidense.

*El crecimiento económico se ha mantenido robusto a nivel internacional durante el segundo semestre.*

La Eurozona ha mantenido el tono de leve recuperación económica durante todo el año. El principal lastre ha continuado siendo la debilidad de la demanda doméstica alemana, que pesa negativamente sobre el ritmo de actividad y sobre el comercio de bienes dentro del área. Adicionalmente, el mercado de trabajo todavía no se está recuperando, aunque sí parece que ha tocado fondo. Por su parte, la fortaleza del euro ha ejercido varios efectos diferenciados: (i) favoreciendo a los costes de producción de los empresarios, ya que el precio del petróleo en términos de

euros se ha encarecido en mucha menor medida que en términos de dólares, (ii) favoreciendo también la evolución de la inflación en el área, permitiendo el mantenimiento de los tipos de interés de referencia; (iii) perjudicando la competitividad de la producción de la Eurozona, y con ello el ritmo exportador de la industria, lastrando así su reactivación.

*Los temores de desaceleración para la economía estadounidense no se han producido finalmente.*

Latinoamérica ha ofrecido muy buenos resultados en términos generales. Argentina ha sorprendido al alza, registrando un crecimiento medio del 9,0% (frente al 7,0% previsto en octubre) y, destacando como factores positivos, la continuidad en la mejora de sus indicadores financieros y la resolución del problema de su deuda externa. México ha mostrado un crecimiento muy robusto, del 4,4%, que ha superado nuestras previsiones, liderado por el dinamismo de su demanda doméstica, que ha compensado el peor registro de su sector externo. Brasil ha crecido en 2004 a un ritmo del 5,2%, el mayor desde 1994, y muy superior a nuestra previsión de octubre (4,4%). Este crecimiento ha estado sustentado sobre la fortaleza de la demanda doméstica, pero en los últimos meses del año se han observado indicios de desaceleración en algunos indicadores debido probablemente a la subida de los tipos de interés de referencia durante el segundo semestre.

#### ECONOMIA INTERNACIONAL

	PIB <sup>(1)</sup>				IPC <sup>(1),(3)</sup>				T. PARO <sup>(2)</sup>			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
<b>ESPAÑA</b>	2.2	2.4	2.7	2.8	3.5	3.0	3.0	2.9	11.4	11.3	10.8	10.3
<b>FRANCIA</b>	1.2	0.5	2.4	2.4	2.0	2.1	2.1	1.9	9.0	9.6	10.0	9.9
<b>ALEMANIA</b>	0.1	-0.1	1.0	1.2	1.4	1.1	1.7	1.7	9.8	10.5	10.6	10.8
<b>UE - 11</b>	0.8	0.4	1.8	1.7	2.3	2.1	2.1	2.0	8.4	8.8	8.9	8.9
<b>R. UNIDO</b>	1.8	2.4	3.1	2.6	1.6	2.9	3.0	3.0	5.2	5.0	4.8	4.7
<b>EEUU</b>	1.8	3.1	4.4	3.5	1.6	2.3	2.7	3.0	5.8	6.0	5.5	5.0
<b>MEXICO</b>	0.7	1.3	4.4	3.8	5.0	4.6	4.7	4.6	2.7	3.3	3.8	3.9
<b>ARGENTINA</b>	-10.3	8.1	9.0	5.6	25.9	28.7	4.2	7.5	19.7	17.3	13.6	12.2
<b>BRASIL</b>	1.9	-0.2	5.2	4.0	8.4	14.8	6.7	6.0	11.7	12.3	11.6	11.8

(1) Tasa Interanual, (2) % Población Activa, (3) Los datos anuales son medias de las interanuales para todo el año.

Las perspectivas para el primer semestre de 2005 siguen estando marcadas por los dos mismos factores señalados en el

informe anterior. Por un lado, la evolución del euro frente al dólar. Por otro, la evolución del precio del petróleo.

*Como factores de riesgo para los próximos meses siguen destacando: la evolución del euro y del petróleo.*

Respecto del primero de ellos, esperamos que se produzca una estabilización relativamente temprana en la cotización del euro frente al dólar. Tras haber registrado el dólar niveles mínimos de 1,36 dólares por euro en diciembre de 2004, durante el primer trimestre de 2005 ya se ha producido una recuperación de parte del terreno perdido por el dólar: en marzo y abril se ha situado en torno a los 1,30 dólares por euro. Con todo, sigue estando latente el riesgo de se produzca una fuerte depreciación del dólar, si el déficit exterior estadounidense no comienza a revertir su tendencia de crecimiento continuado.

En cuanto al precio del petróleo, esperamos que los aumentos de producción anunciados por la OPEP acaben por estabilizar el precio a niveles más bajos que los actuales. Pero, en el corto plazo, la situación continuará probablemente marcada por la volatilidad.

En línea con ello, el escenario que consideramos más probable apunta a un crecimiento en Estados Unidos en el entorno del 3,5%, apoyado en la continuidad del dinamismo del consumo privado y de la inversión empresarial. Para la Eurozona esperamos una leve desaceleración en la Eurozona durante el primer semestre, y para el conjunto del año un crecimiento medio del 1,6%-1,8%.

### *España*

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

*La demanda doméstica se ha mantenido fuerte durante todo el ejercicio, con el sector exterior como principal nota negativa.*

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. Además, el consumo de las

Administraciones Públicas, por su parte, también ha mostrado una fuerte aceleración, con un ritmo sensiblemente superior al del consumo privado.

Por otro lado, la formación bruta de capital fijo ha repuntado intensamente en los dos últimos trimestres del año, presentando un crecimiento anual del 4,6%, visiblemente superior al 3,2% del año 2003. Esta fuerte aceleración se debe al comportamiento mostrado por sus dos componentes. 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.

¿Por qué entonces el PIB no ha presentado una mayor aceleración? La razón proviene del pésimo comportamiento de nuestro sector exterior. Tanto es así, 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.

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.

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

*En 2005, la inversión de equipo seguirá fuerte y la construcción perderá ritmo.*

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.

### *Estados Unidos*

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 igual del -5,4%, por debajo del -5,0% de 2003.

*El crecimiento americano se ha mantenido firme en 2004, apoyado en el consumo y 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 2005, el crecimiento se situará en torno al 3,5%.*

En el contexto actual las previsiones para 2005 siguen siendo buenas. 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 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.

### *Eurozona*

*El crecimiento de 2004 ha estado marcado por una ligera mejora de la inversión, pero el consumo sigue débil.*

El crecimiento del PIB de la Eurozona en el cuarto trimestre de 2004 ha sido del 1,6%, permitiendo cerrar el ejercicio con un crecimiento medio del 1,8%, una décima superior a nuestra previsión de octubre.

La demanda externa se ha comportado ligeramente mejor a lo esperado, ya que su contribución al crecimiento ha sido nula, frente a la pequeña contribución negativa que preveíamos (-0,2 puntos porcentuales). El resultado del sector exterior ha sido bastante más positivo en 2004 que en 2003, cuando restó 7 décimas al crecimiento del PIB. Ello ha sido posible gracias a la recuperación de las exportaciones, favorecidas por dos factores,

(i) el mejor contexto internacional y (ii) un menor ritmo de apreciación del euro que en 2003.

El crecimiento de la demanda doméstica ha sido del 1,9% interanual, mejorando en 7 décimas la cifra de 2003. Extraemos dos lecturas positivas de este dato. Primero, aunque la cuantía de la mejora respecto de 2003 es reducida, sí es destacable que se haya debido fundamentalmente a la recuperación de la inversión, tras tres años de crisis continuada. Segundo, a pesar de que el crecimiento de la demanda interna ha sido ligeramente inferior al esperado, la desviación procede de una menor acumulación de existencias.

Sin embargo, los indicadores recientes de actividad y demanda apuntan a que en el primer semestre de 2005 se va a desacelerar el ritmo de crecimiento. La fortaleza del euro ha empezado a frenar, ya en los últimos meses de 2004, las carteras de pedidos externos de la industria europea. Ello se ha plasmado en una ralentización de la producción industrial, y sobre todo, en una marcha atrás en la recuperación de la confianza empresarial. Esto se traducirá en algunas décimas menos de crecimiento durante el primer semestre, sobre todo en un contexto en el que la demanda doméstica del Área sigue débil, debido básicamente a la crítica situación de la demanda interna alemana. Como resultado, rebajamos nuestra previsión de crecimiento de la Eurozona para 2005 hasta el 1,6%-1,8%. Este escenario está condicionado a una estabilización del precio del petróleo en el entorno de los 40-45 dólares/barril a mediados de año.

*Los indicadores recientes apuntan a una desaceleración del crecimiento en el primer semestre.*

Los datos de producción industrial muestran una desaceleración en los últimos meses de 2004. Así, el crecimiento interanual medio del Índice de Producción Industrial en el último trimestre fue sólo del 0,9%, frente al 2,7% registrado en el trimestre previo y el 1,9% del conjunto del ejercicio. Esta desaceleración cabe achacarla fundamentalmente a la producción de bienes de consumo duraderos, afectada por la debilidad del consumo doméstico, a lo que se ha unido probablemente el efecto negativo sobre la demanda extranjera de la fortaleza del euro. Los otros componentes de la producción, consumo no duradero, capital o intermedios, siguen creciendo a buen ritmo. El dato de enero ha superado nuestras previsiones para todos los componentes, pero la debilidad de la confianza industrial desde diciembre nos lleva a esperar una continuidad en la

desaceleración industrial durante los próximos meses. En este contexto, prevemos que durante 2005 el ritmo de actividad en el sector industrial mostrará una tasa de crecimiento del 1,8-2,0%, con la fortaleza del euro frente al dólar como principal riesgo para este escenario.

La actividad del sector constructor en 2004 ha sido bastante decepcionante. Desde el tercer trimestre, el índice de actividad en el sector se ha venido deteriorando, de forma que su crecimiento medio ha sido de un pobre 0,1% interanual, con todo, mejor que la caída del 0,8% que esperábamos. Estos malos datos de actividad han contrastado con la buena evolución de la confianza empresarial del sector desde mediados de 2004. Queda por confirmar si este optimismo se ve plasmado en mejores datos para 2005.

Los indicadores del mercado de trabajo para la Eurozona siguen con una tendencia de mejora, aunque a un ritmo muy suave. La tasa de paro de enero ha vuelto a ser del 8,8%, coincidente con la media del conjunto del año 2004. Es el séptimo mes consecutivo en que la tasa de paro ha quedado algo por debajo de lo previsto, lo que debe ser interpretado como un indicio positivo. En la misma línea, el crecimiento del número de desempleados se ha desacelerado drásticamente en el último año. Así, en el trimestre noviembre a enero la variación interanual media ha sido del -0,5%, y la cifra para el conjunto de 2004 ha sido del 2,2%, frente a un crecimiento medio del 7,7% en 2003. Ello nos hace prever que en los próximos meses debería consolidarse la caída en el número de parados.

A pesar de la mejora paulatina percibida por los consumidores en la situación económica general a lo largo de 2004, ello no se ha reflejado en una recuperación paralela del índice sintético de confianza, que prácticamente no se ha movido en el último año. El responsable es el componente de expectativas respecto del futuro, que no termina de mejorar. Esta situación tiene su plasmación en la debilidad mostrada por los indicadores de consumo efectivo: el crecimiento interanual medio de las ventas minoristas durante 2004 ha sido un exiguo 0,1%, incluso peor que la ya pobre cifra del 0,3% en 2003. En enero, el ritmo de crecimiento de este indicador ha coincidido con la tasa media del año pasado. Esperamos, no obstante, que los indicadores de consumo experimenten una suave recuperación a lo largo de

2005, conforme la renta disponible se vea favorecida por una mejor situación del mercado laboral y mejoren las expectativas de las familias (especialmente las de Alemania, en donde el consumo sigue deprimido).

La balanza comercial de la Eurozona de enero ha sido algo mejor de lo que esperábamos por cuarto mes consecutivo, gracias a un suave repunte del ritmo de exportaciones que se ha unido a una leve desaceleración en las importaciones, aunque estas últimas continúan muy fuertes. Pese a ello, el saldo comercial de enero ha sido deficitario, lo que no ocurría en los últimos dos años. Además, la fortaleza del euro en términos del dólar probablemente lastrará la reactivación de las ventas europeas al exterior en los próximos meses.

La evolución reciente de los precios está siendo muy favorable en el Área. En febrero, el IPC ha registrado una tasa de variación interanual del 2,1%. Aunque ello supone un ligero repunte de dos décimas respecto del dato de febrero, hay que señalar como dato positivo que la inflación subyacente ha caído de forma destacable desde principios de año. Actualmente se encuentra en el 1,6%, la tasa más baja desde marzo de 2001. Estos datos parecen mostrar una continuidad en la estabilidad de precios y la ausencia de presiones inflacionistas. Por el momento, mantenemos nuestra previsión de inflación para 2005 en el 2,0%.

### *Alemania*

El panorama para 2005 de la economía alemana no es muy positivo, aunque sí prevemos que los ritmos de crecimiento sean algo superiores, pudiendo alcanzar un 1,2% en el conjunto del año. El exceso de producción de finales de 2003 y de toda la primera mitad de 2004, acumulado en forma de existencias, es lo que mantuvo la demanda interna el ejercicio pasado. No esperamos que esto vuelva a ocurrir en 2005, pero por el momento, la demanda interna (excluida la variación de existencias) sigue muy débil. La buena noticia, no obstante, es que sus ritmos de caída son menores que los de comienzos de 2004. Para 2005 prevemos una suave aceleración y que termine el año creciendo un 0,3%. Por su parte, la demanda externa reducirá tímidamente su aportación positiva al crecimiento del PIB hasta

*El crecimiento alemán podría aumentar en un par de décimas en 2005, hasta el 1,2%, por una mejor contribución de la demanda doméstica.*

0,8 puntos porcentuales, aunque seguirá siendo el principal motor de crecimiento de la economía alemana.

El consumo privado sigue cayendo, pero a medida que avanzaba el año pasado lo iba haciendo un menor ritmo. En el segundo semestre cayó un 0,5%, menos que en el primero, y la menor reducción se produjo en el cuarto trimestre, con un descenso del 0,1%, menor del previsto (por segundo trimestre consecutivo). Esto ha provocado un tímido cambio de tendencia de esta importante rúbrica de demanda que representa en torno al 55% del PIB alemán, que esperamos se mantenga al menos en el primer tramo del presente ejercicio. Una mayor aceleración del consumo tendría que venir de la mano de la recuperación del mercado laboral, hecho que aún no se está produciendo. La inversión en construcción sigue cayendo, pero también a tasas muy inferiores que la de años anteriores. En el conjunto de los últimos meses su comportamiento ha sido mejor al previsto, lo que ha originado un cambio de tendencia de sus indicadores.

El índice de sentimiento empresarial IFO ha empeorado en marzo de 2005 con respecto a los niveles de finales del año pasado y principios de éste. La economía alemana sigue inmersa en una importante incertidumbre. La reforma aprobada sobre el pacto de estabilidad, el cual se ha resuelto favorablemente para los países como Francia y Alemania, podría dar un leve empujón a los ánimos de los empresarios alemanes y hacer que el indicador mejore en los próximos meses. La producción industrial alemana ha comenzado con un buen dato en 2005, aunque tan sólo ha compensado parcialmente los malos registros del último trimestre del año pasado. Para el presente ejercicio esperamos que la industria alcance ritmos de crecimiento ligeramente superiores a los actuales. La tasa de paro sigue en niveles muy altos y sigue empeorando el mercado laboral. Los precios aumentaron un 1,8% en febrero con respecto al mismo mes del año anterior y su inflación acumula un 1,7% en los dos primeros meses del año. Preveemos que la inflación se mantenga en torno a este nivel en el conjunto del año.

### *Reino Unido*

La economía británica se desaceleró suavemente en el segundo tramo del año pasado. Esperamos que esta

desaceleración 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 prevemos que experimente una progresiva aceleración. Con todo, esperamos que el PIB británico crezca en 2005 en torno al 2,6%, frente al 3,1% del año anterior. La producción nacional no está haciendo frente a la demanda interna que, junto a la fortaleza de la libra, está provocando, entre otras cosas, que la economía británica mantenga un excesivo déficit comercial que puede tener un efecto negativo sobre los tipos de interés y la moneda británica en el futuro.

*El crecimiento británico en 2005 sería del 2,6%, frente al 3,1% de 2004.*

Los indicadores de clima económico en el Reino Unido han empeorado en febrero, y han corregido parcialmente el buen dato del mes anterior. La confianza de los consumidores se ha mantenido estable en el primer tramo del año. Seguimos con nuestra previsión de suave desaceleración del consumo privado en 2005. Nuestra previsión para el conjunto del año es de un incremento del 2,4%, frente al 3,1% del año anterior. Por su parte, la tendencia de la actividad constructora, que se encontraba muy fuerte en el primer tramo del año pasado, ha sufrido una notable desaceleración en la segunda parte del ejercicio y en lo que llevamos de éste. Prevemos que la construcción pierda ritmo con respecto al año pasado y termine creciendo un 4%, frente al crecimiento cercano al 7% de 2004. La buena marcha del mercado laboral permite que el consumo privado se mantenga muy dinámico. No obstante, desde mitad del año pasado, los ritmos de caída en el número de desempleados son cada vez menores, aunque siguen superando el 5%.

La producción industrial sigue floja. Así, el Índice de Producción Industrial (IPI) creció un 0,1% en enero de 2005, en línea con lo previsto. Por tipos de bienes, el IPI de bienes de capital aumentó un 3%, en línea con lo esperado, y es la partida con crecimiento más sólido. Las otras están sufriendo mayores fluctuaciones. La cartera de pedidos, indicador adelantado de la industria nacional, se mantiene con un leve perfil de desaceleración, aunque los últimos datos han sido superiores a los previstos. Lo mismo ha ocurrido con el índice de clima industrial. La tasa de paro se mantiene en niveles mínimos, en el 4,7%. La inflación en febrero ha repetido el 3,2% del mes anterior. Los precios de los bienes de consumo duraderos se mantienen

cayendo, mientras que los de los servicios siguen creciendo a tasas cercanas al 4%.

### *Latinoamérica*

*Argentina ha ofrecido un ritmo de crecimiento sobresaliente, con notable mejoría en los indicadores financieros.*

La economía argentina creció más de lo esperado en el conjunto del ejercicio: los datos preliminares apuntan a una expansión del 9,0%, superior a nuestra previsión de octubre (7,0%). La expansión estuvo alentada por la demanda interna, especialmente el consumo privado, mientras que la inversión se ha desacelerado en línea con la pérdida de fuerza de la actividad industrial. El sector financiero muestra una mejor situación que el pasado año: tanto el incremento de los depósitos como la mejoría de los créditos indican la recuperación de la confianza de los agentes en el sistema bancario después de la crisis de 2001.

En materia de precios, la tendencia ha sido alcista en el conjunto del año y, aunque 2004 finalizó dentro de los límites impuestos por la autoridad monetaria, el repunte de la inflación en los primeros meses de 2005 pueden obligar a la autoridad monetaria a implementar una política monetaria restrictiva. De cara a 2005 las previsiones apuntan a la estabilización del consumo privado, y el mayor o menor crecimiento de la demanda interna dependerá del desarrollo de la inversión privada. La solución al problema de la reestructuración de la deuda, alcanzada en febrero, nos hace ser optimistas en cuanto a la recuperación de financiación externa por parte de Argentina. En el escenario optimista, que contempla este acuerdo con el FMI, prevemos un crecimiento para 2005 en torno al 5,6%.

La economía mexicana ha vuelto a superar nuestras expectativas en el segundo semestre de 2004: el crecimiento para el conjunto del ejercicio haya sido finalmente del 4,4%, cinco décimas superior a la previsión que ofrecimos en octubre pasado. Por ello, 2004 se ha caracterizado por ser un año de fuerte recuperación económica, sustentada sobre la fortaleza de la demanda doméstica (especialmente consumo e inversión de equipo), mientras que el sector exterior ha ofrecido un registro más pobre de lo esperado. Las previsiones apuntan a que el primer semestre de 2005 seguirá siendo de fuerte dinamismo para la demanda doméstica. 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. En el conjunto del año, el crecimiento del PIB resultaría de un 3,8% aproximadamente.

La economía brasileña ha crecido en 2004 un 5,2% anual, el mayor crecimiento del producto desde 1994, superando nuestra previsión de octubre (4,4%). La demanda interna ha sido el motor del crecimiento en este período, expandiéndose un 4,8%, sustituyendo al sector exterior como motor del crecimiento. Dentro de la demanda interna, el componente con mayor expansión ha sido la formación bruta de capital, destacando también el buen tono del consumo privado. Por otra parte, durante 2004 se ha asistido al despegue de la industria, con una expansión del 6,2% anual.

En este escenario de expansión de la demanda y la actividad, la nota negativa la introduce el crecimiento de los precios, que la autoridad monetaria ha intentado paliar mediante una política monetaria restrictiva. De cara a 2005 esperamos pérdida de ritmo en la expansión de todos los sectores, debido en parte al continuo aumento del tipo de interés desde agosto, y también al agotamiento de la capacidad productiva instalada. Así, para 2005 esperamos un crecimiento brasileño del 3,6%.

### *Perspectivas*

Las principales incertidumbres que condicionan las perspectivas para el próximo semestre continúan siendo las relacionadas con la evolución del precio del petróleo y de la cotización del euro frente al dólar.

En relación a la evolución del precio del petróleo, actualmente barajamos un escenario de 40-45 dólares/barril para mediados de año, conforme se establezca la situación, y el aumento de la producción de la OPEP se transmita al mercado.

En cuanto a la evolución del dólar/euro, apostamos por una estabilización de la cotización en torno a los 1,30 dólares/euro. Por un lado, hay factores que favorecen una continuidad en la depreciación del dólar, como el creciente problema del déficit exterior estadounidense, y las dudas respecto

de cómo puede afectar a la evolución de medio plazo la diversificación de las reservas anunciada por algunos Bancos Centrales, que han anunciado la sustitución de dólares por otras monedas.

Pero otros factores apuntan en el sentido contrario, como la reciente aprobación por los países-Euro de una mayor flexibilización en la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, según la cual se tendrá en cuenta los 'baches económicos' antes de aplicar las sanciones por déficit excesivo. Ello genera expectativas de mayor déficit público para la Eurozona en el futuro, lo que podría traducirse en una penalización del euro en los mercados internacionales.

Como factor positivo, cabe señalar que en 2004 ha empezado a observarse en Estados Unidos una recuperación del mercado de trabajo paralela a la mejora en los ritmos de crecimiento. Ello aumenta la probabilidad de que el dinamismo del consumo se extienda durante los próximos meses.

En línea con ello, el escenario de previsión que consideramos más probable para Estados Unidos es de mantenimiento de un crecimiento relativamente fuerte, basado en la demanda de consumo y la inversión empresarial. La inversión residencial se desacelerará en línea con el endurecimiento de la política monetaria. Probablemente, la leve ralentización de la demanda doméstica estadounidense dañará al sector exterior de los países que tienen un elevado porcentaje de sus exportaciones destinadas a EE.UU., como México.

También es previsible una desaceleración en el sector inmobiliario británico, asociado a la subida de tipos de interés aplicado por el Banco Central de Inglaterra.

En el caso europeo, las expectativas son de una mayor estabilidad en los tipos de interés actuales, salvando un pequeño aumento de 25 puntos básicos a mitad de año y otro igual a finales de ejercicio. Ello, unido a los tímidos indicios de mejora en su demanda doméstica, nos lleva a esperar una continuidad en la 'recuperación-lenta' actual.