

### 3.1. Demanda

#### Cuadro Macroeconómico

(% de variación interanual)

	Anual				Trimestres 2004				Trimestres 2005			
	2003	2004	2005	2006	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>Gasto en Consumo</b>	2.9	4.8	4.7	4.4	3.7	4.9	5.2	5.2	5.0	4.7	4.7	4.5
Hogares	2.6	4.4	4.6	4.2	3.3	4.7	4.7	4.8	4.8	4.7	4.6	4.4
Público	3.9	6.0	5.0	5.1	5.0	5.9	6.7	6.4	5.5	4.6	5.2	4.8
<b>F.B. Capital Fijo</b>	5.3	4.4	7.1	5.6	4.2	4.0	5.2	6.1	7.0	7.5	6.8	6.2
Construcción	6.2	5.5	5.6	4.7	6.1	5.6	5.3	5.1	5.7	5.8	5.5	5.3
Equipo	4.0	2.9	9.1	6.8	-2.5	-1.6	5.1	7.3	10.5	9.8	8.7	7.5
<b>Variación Existencias(*)</b>	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1
<b>Demanda Interna(*)</b>	3.8	5.1	5.6	5.0	4.1	4.7	5.5	5.9	6.0	6.0	5.4	5.0
Exportaciones	3.6	3.3	1.3	3.3	4.0	3.3	3.7	2.3	-1.9	1.9	1.9	3.4
Importaciones	6.3	9.3	7.2	6.7	7.4	9.2	10.4	10.2	5.6	8.0	7.4	7.7
<b>PIB</b>	2.9	3.1	3.3	3.3	3.0	3.1	3.1	3.2	3.3	3.4	3.3	3.2

(\*) Aportación al crecimiento del PIB

Los últimos datos de Contabilidad Nacional Trimestral publicados en agosto por el Instituto Nacional de Estadística muestran un crecimiento del PIB del 3,4% en el segundo trimestre, una décima más que en el primero. La demanda interna ha continuado siendo el motor del crecimiento, aportando 6 puntos, con lo que el lastre fundamental sigue originado por las exportaciones netas. En este trimestre la aportación negativa del sector exterior ha sido del 2,4%.

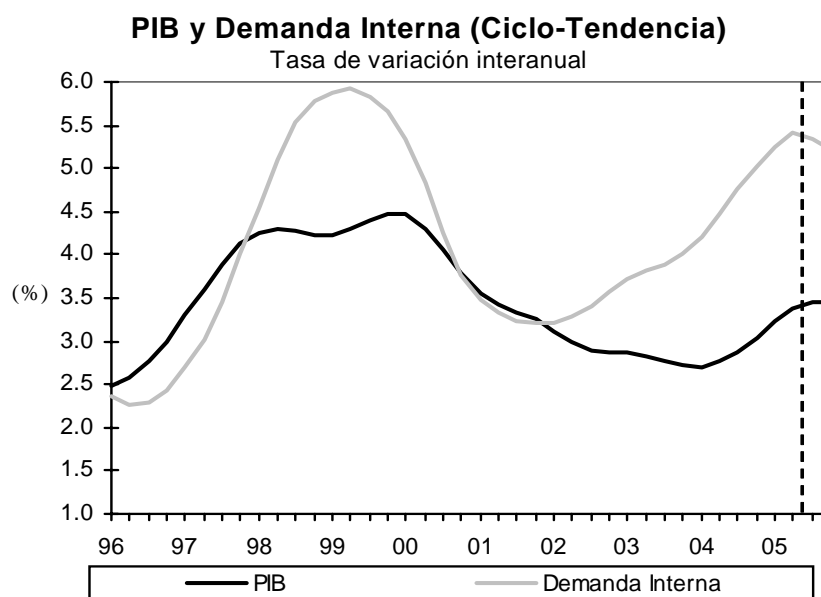
Por su parte, como preveíamos, el gasto de las familias ha estabilizado sus ritmos de crecimiento en torno al 4,7%, mientras que el consumo de las administraciones públicas se situó en un 4,6%. De esta forma, el total de consumo nacional ha registrado un incremento interanual del 4,7%.

En cuanto a la formación bruta de capital fijo, ésta ha prolongado su aceleración aumentando un 7,5% en el segundo trimestre del año. Esto se debe al crecimiento relativamente sostenido de la construcción (que registró un 5,8%) y, en mayor medida, al fuerte dinamismo mostrado por la inversión en bienes de equipo y otros productos que aumentó un 9,8% interanual.

Como ya hemos comentado, el comportamiento de la demanda externa ha continuado siendo bastante adverso. A pesar de esto, ha mejorado en una décima respecto de la aportación negativa del primer trimestre que fue de 2,7 puntos. Esto es el resultado de una significativa aceleración de las exportaciones compensada parcialmente por el fuerte crecimiento de las importaciones. Así, las exportaciones de bienes y servicios han incrementado un 1,9% en tasa interanual (cuando cayeron un 1,9% en el trimestre pasado) mientras que las importaciones lo han hecho en un elevado 8,0%.

*El motor de la economía española continúa siendo la demanda interna, gracias al elevado crecimiento de la formación bruta de capital fijo y del consumo privado.*

Con esta imagen actual, nuestro escenario de previsiones para el presente ejercicio revela un crecimiento del PIB del 3,3% para el conjunto del año, con una aportación de la demanda interna en torno a los 5,6 puntos porcentuales.



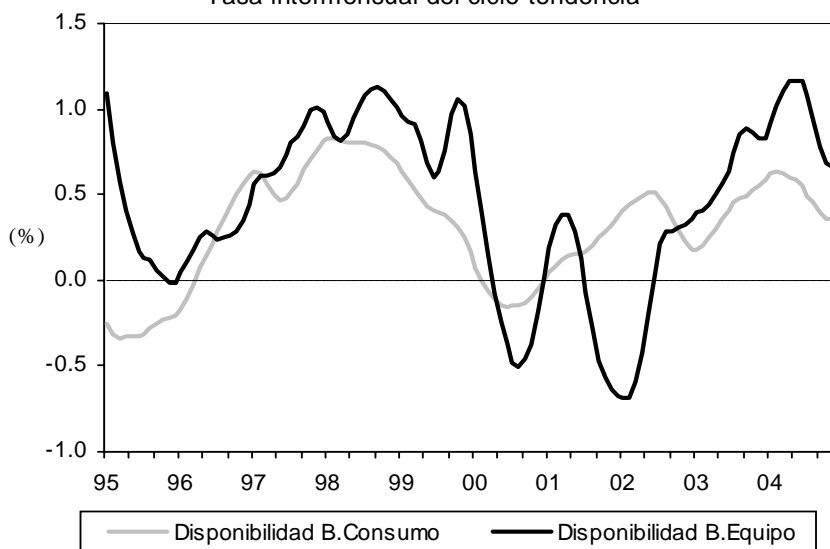
Con la información más reciente de los indicadores, esperamos que el consumo privado dibuje una suave desaceleración en la segunda parte del año, aunque mantendrá elevados ritmos de crecimiento que le permitirán cerrar el ejercicio con un aumento medio del 4,6%. Por otro lado, esperamos que la formación bruta de capital fijo muestre un fuerte aumento anual alrededor del 7,1%, aunque registrará una moderada pérdida de ritmo durante la segunda parte de 2005. Ésta vendrá provocada por la desaceleración que presentarán tanto la inversión en construcción como la de bienes de equipo. La primera quizá lo haga en menor medida de lo que presagiábamos

a principios de año, en cambio la pérdida de ritmo de la inversión empresarial será algo más acentuada.

El punto negro de la economía española seguirá siendo el sector exterior, donde a los habituales problemas de competitividad generados por nuestro diferencial de inflación con la Eurozona, se añade la escalada de los precios del crudo. Por el momento, mantenemos la creencia de que el sector exterior restará 2,3 puntos porcentuales al aumento del PIB en 2005, aunque no descartamos una revisión al alza de esta negativa contribución.

*El crecimiento del PIB será este año de un 3,3%. Para 2006, la pérdida de ritmo de la demanda doméstica se compensará con un mejor comportamiento del sector exterior lo que permitirá un crecimiento del PIB muy similar al de este año.*

**ESPAÑA: Indicadores de Demanda Interna**  
Tasa intermensual del ciclo-tendencia



Para el próximo año, esperamos que se modere suavemente la aportación al PIB de la demanda interna que se situará en torno a los 5,0 puntos. Éste hecho vendrá producido por la pérdida de ritmo del gasto de las familias y de la inversión. No obstante esperamos que se reduzca, gracias al empuje de las exportaciones de bienes y servicios, la aportación negativa del sector exterior, que pasará a ser alrededor de 1,7 puntos. Con todo, el crecimiento del PIB para el conjunto de 2006 se situará muy cerca del 3,3% previsto para este año.

**Indicadores de Demanda**

(% de variación anual)

	2003	2004	2005	2006
Índice Confianza Consumidores (*)	-11	-9	11 <sup>(1)</sup>	-
Disponibilidad Manufacturas Consumo	3.1	7.8	<b>7.8</b>	<b>4.7</b>
Matriculación Turismos (ANFAC)	7.3	9.8	<b>2.0</b>	<b>1.4</b>
Matriculación Motocicletas	23.7	59.0	<b>87.5</b>	<b>11.5</b>
Pedidos Bienes de Consumo (*)	1.5	-0.5	-3 <sup>(1)</sup>	-
Ventas en Comercio	2.9	2.6	<b>1.9</b>	<b>1.6</b>
Disponibilidad Bienes de Equipo	5.2	10.4	<b>10.7</b>	<b>6.3</b>
Matriculación Vehículos de Carga	13.5	11.7	<b>12.9</b>	<b>8.1</b>
Pedidos Bienes de Equipo (*)	-5.3	-9.7	-10 <sup>(1)</sup>	-
Consumo de Cemento	4.7	3.8	<b>4.9</b>	<b>4.0</b>
Valor de Trabajos de Empresas (ECIC)	3.9	2.1	0.2 <sup>(2)</sup>	-
Viviendas Nuevas	21.4	8.0	<b>3.5</b>	<b>3.2</b>

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

**3.1.a. Consumo Privado**

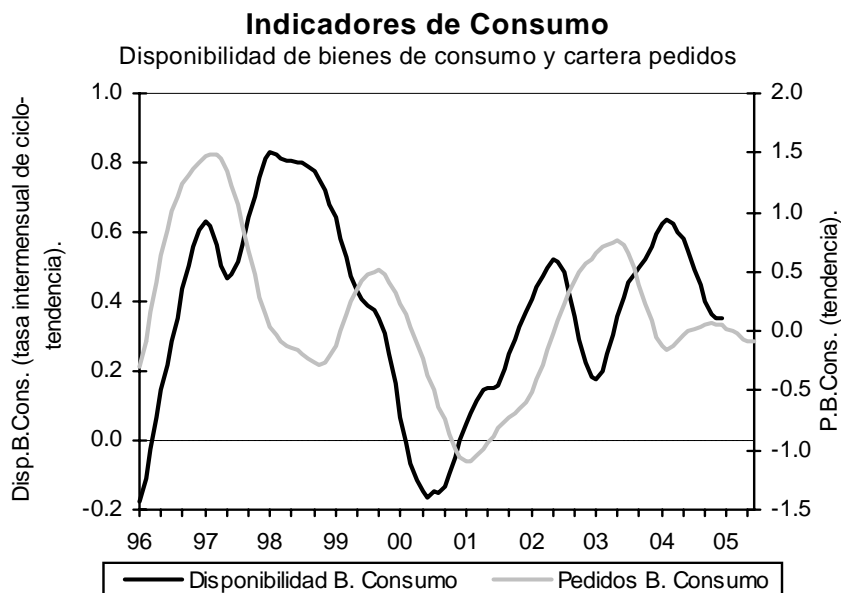
Como anunciábamos en el informe de marzo pasado, el consumo privado ha desacelerado levemente su crecimiento. Este continúa siendo elevado aunque sus principales indicadores muestran una imagen de suave pero paulatina pérdida de ritmo.

De este modo, la matriculación de turismos (según la ANFAC) ha caído durante el mes de julio un 2,8%, significativamente por encima de nuestra previsión. La tendencia presenta una notable desaceleración, acentuada por el último dato. Transcurridos los siete primeros meses del año, el indicador ha acumulado un crecimiento del 1,6%, muy inferior al 9,8% registrado en el conjunto del año pasado. Por ello, para 2005, nuestra previsión se centra en un aumento muy moderado cercano al 2,0%.

Otro buen indicador del consumo privado son las ventas de motocicletas. Durante el mes de agosto, la variable ha vuelto a comportarse mejor de lo esperado, creciendo un 127,1% en tasa interanual. Su tendencia no ha variado demasiado, dibujando un crecimiento sostenido con tasas superiores al 100%. Sin embargo,

no esperamos que el indicador mantenga esta fuerte aceleración durante o que resta de año. A pesar de esto, nuestra previsión para el 2005 se concreta en un elevado incremento en torno al 90%, sensiblemente por encima del 59% registrado a lo largo del año pasado.

*Tanto la matriculación de turismos como las ventas al por menor, dos buenos indicadores de consumo privado, crecerán este año sensiblemente menos que el año pasado.*



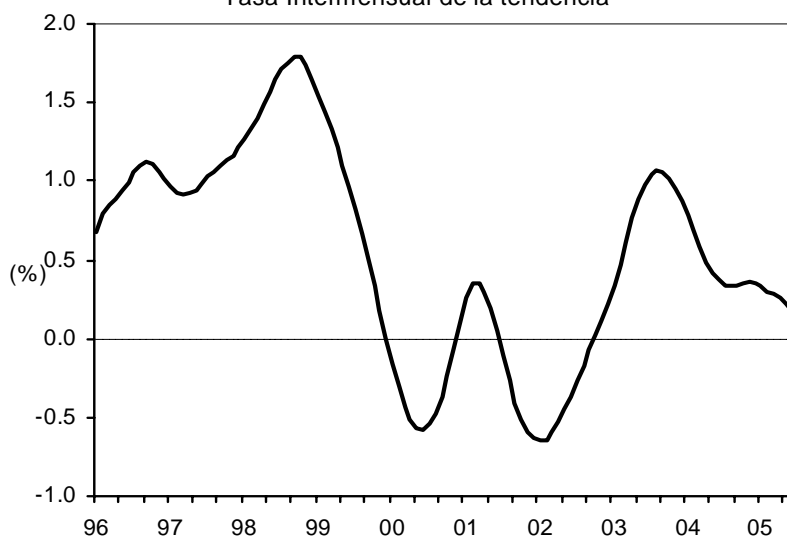
Por su parte, la encuesta de comercio al por menor revela que las ventas en comercios se deterioraron, en términos reales, un 1,5% durante el mes de julio. El dato se ha situado por debajo de lo previsto y la tendencia muestra ahora una tenue desaceleración. Esto ha supuesto un incremento acumulado hasta julio del 1,9%. Para el presente ejercicio esperamos un aumento alrededor del 1,9%, inferior al 2,7% registrado el año pasado.

Asimismo, la confianza de los consumidores españoles ha permanecido prácticamente estancada en el periodo abril-julio pese a la mejora percibida durante el primer trimestre. Así, su tendencia presenta el mismo crecimiento sostenido que dibujaba hace unos meses. Actualmente, la capacidad de ahorro de las familias continúa en niveles sumamente bajos, mientras que sus perspectivas sobre la situación del mercado laboral se mantienen muy débiles.

*El consumo privado continuará presentando un crecimiento aceptablemente elevado aunque reducirá sus tasas de crecimiento a finales de este año y durante el ejercicio que viene.*

### Matriculación de Automóviles

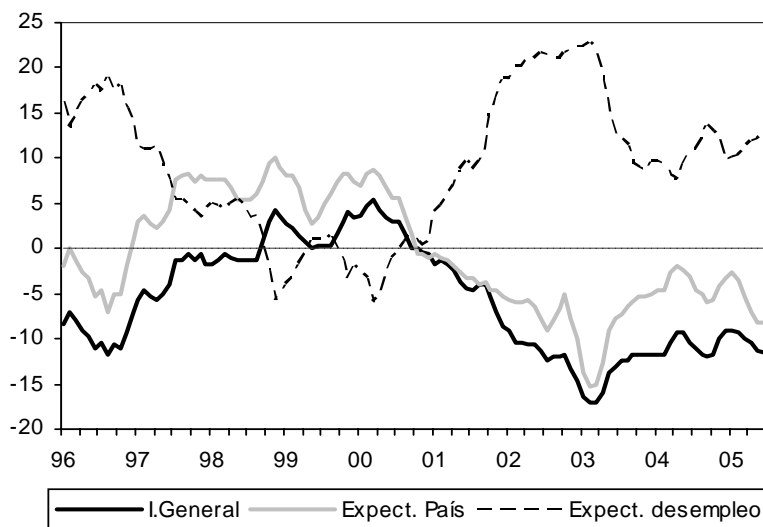
Tasa Intermensual de la tendencia



A la vista de la información proporcionada por sus indicadores, el consumo privado mantendrá a lo largo del presente ejercicio un crecimiento saludable. Sin embargo, el fuerte nivel de endeudamiento adquirido por las familias junto con el elevado precio de los combustibles va a provocar una leve moderación durante el segundo semestre que se intensificará ligeramente el año que viene. Todo esto se traducirá en un crecimiento medio anual del gasto de las familias en torno al 4,7% para 2005 y al 4,4% para 2006.

### Confianza de los Consumidores

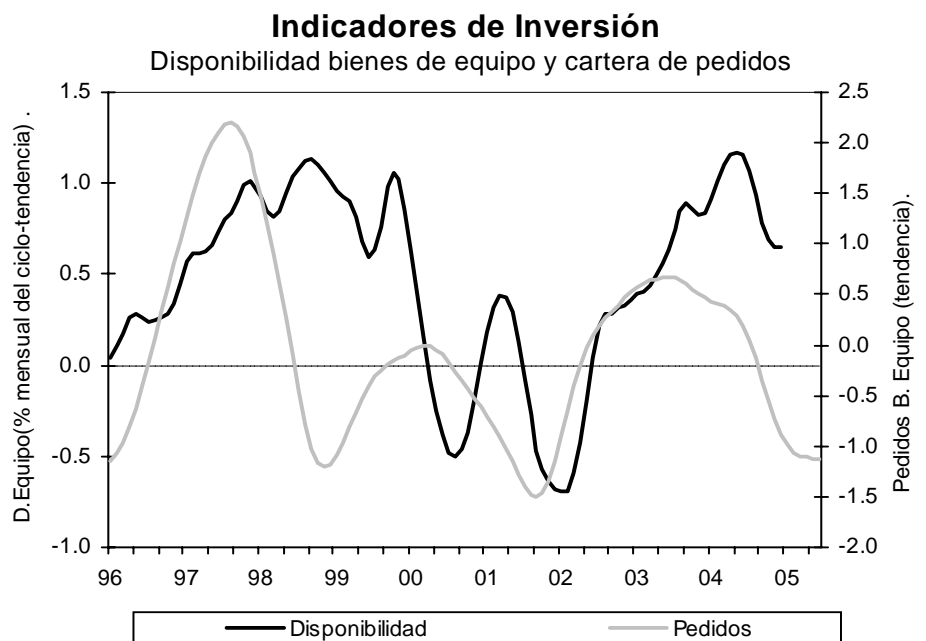
Media Móvil Trimestral



### 3.1.b. Formación Bruta de Capital Fijo

El comportamiento de los dos componentes de la formación bruta de capital fijo está siendo muy positivo a lo largo del primer semestre. La inversión en construcción ha frenado la larga desaceleración sufrida en los últimos años y continúa presentando un ritmo de crecimiento bastante elevado. La inversión en bienes de equipo, por su parte, ha repuntado notablemente exhibiendo una intensa aceleración en la primera mitad del presente ejercicio.

*La inversión en construcción y la de bienes de equipo están presentando un comportamiento muy positivo a lo largo del año.*

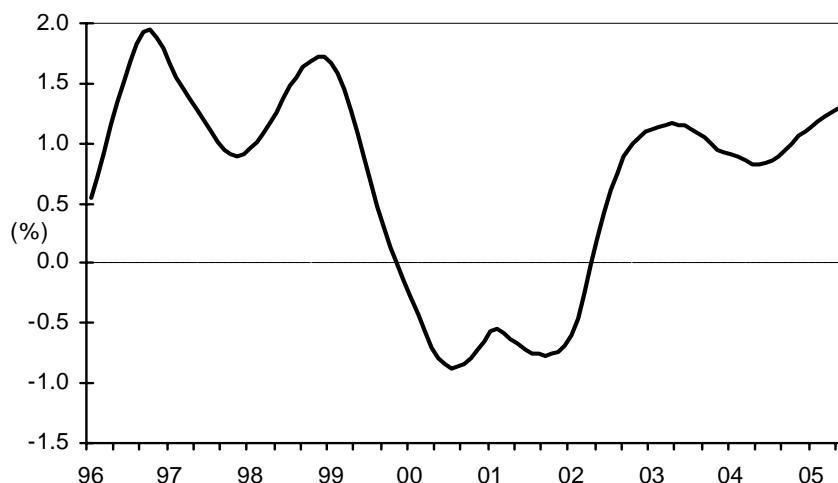


En efecto, los últimos datos de Contabilidad Nacional han evidenciado el excelente comportamiento que está mostrando la inversión empresarial. Después del fuerte crecimiento puesto de manifiesto en el segundo semestre del año pasado, esperábamos una ligera pérdida de ritmo. Sin embargo, ésta no se ha producido y la inversión en bienes de equipo continúa experimentando una intensa aceleración. De hecho, el agregado ha incrementado su ritmo de crecimiento registrando un aumento del 10,2% en el primer semestre.

La matriculación de vehículos de carga, actualmente el principal indicador de inversión empresarial (debido a la falta de datos de disponibilidades de bienes de equipo), aumentó durante el mes de julio un 10,3%, por cuarto mes consecutivo por encima

de nuestra previsión. Su tendencia está incrementando su ritmo de crecimiento gracias a los últimos datos, por lo que confiamos en que se mantenga el repunte en lo que queda de año. Para el conjunto de 2005, la variable crecerá alrededor de un 12,9%.

**Matriculación Vehículos de Carga**  
Variación intermensual de la tendencia



*Durante el 2005, la inversión en bienes de equipo y otros productos crecerá cerca de un 9,1%.*

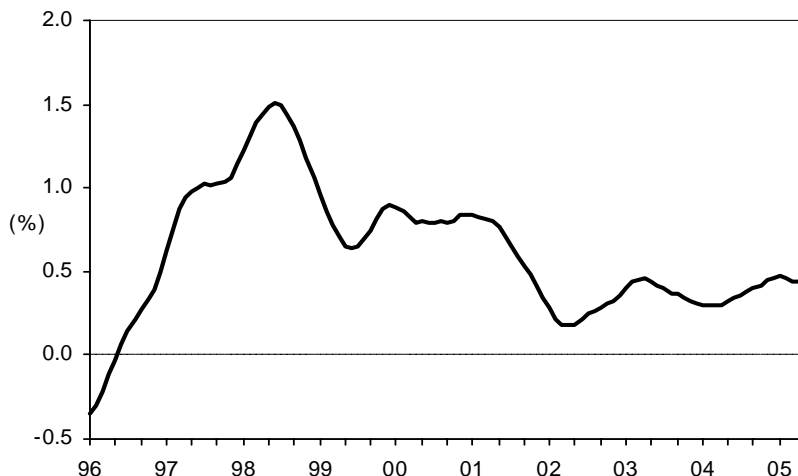
No obstante, los indicadores adelantados de inversión muestran, actualmente, una imagen un tanto contradictoria. Por un lado, las expectativas de producción industrial, el sector más intensivo en este tipo de bienes, ha vuelto a deteriorarse ligeramente. Aunque parece que la debilidad del sector industrial aún no se ha hecho notar en la inversión empresarial, esto crea algunas dudas acerca de la sostenibilidad de su elevado crecimiento. No ocurre lo mismo con la cartera de pedidos de bienes de equipo que muestra una leve mejoría. Esperamos que a medio plazo ambos indicadores dibujen una evolución positiva y relativamente similar, consistente con un fuerte crecimiento de la inversión.

Para el año en curso, esperamos que el agregado muestre un incremento sensiblemente alto, aunque vemos poco probable que mantenga ritmos de crecimiento tan elevados como los registrados en los dos primeros trimestres del año. Por ello, creemos que aumentará alrededor de un 9,1%, con un perfil de tenue desaceleración a lo largo de todo el ejercicio. Para el año que viene, esperamos una prolongación de la tenue pérdida de ritmo que supondrá un incremento en torno al 6,8%.

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

**Consumo de Cemento**

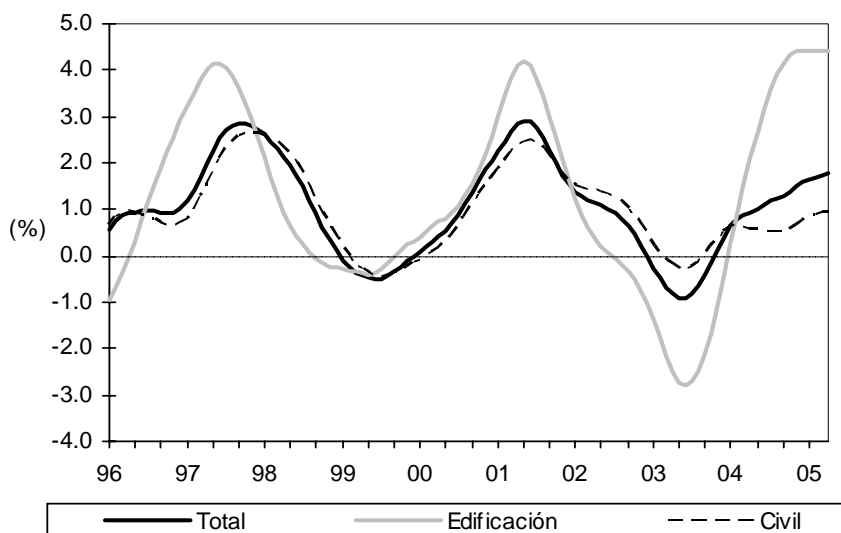
Tasa intermensual de la tendencia



*Aunque algunos indicadores de inversión en construcción han mejorado su imagen no esperamos que esto presagie un fuerte repunte del sector.*

**Licitación Pública**

Tasa intermensual de la tendencia



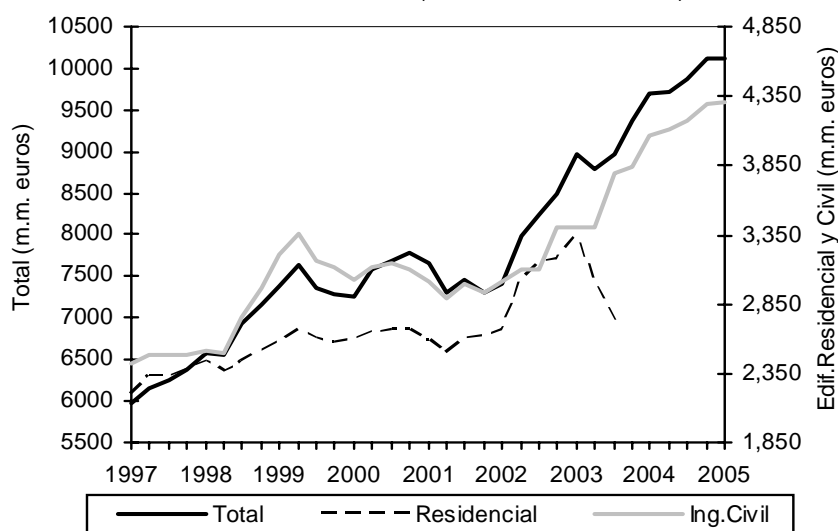
El consumo aparente de cemento, principal indicador coincidente de la inversión en construcción, ha crecido durante el mes de junio un 3,5% interanual. Su tendencia dibuja en los últimos años un crecimiento relativamente estable que oscila

entre un 4% y un 5%. En consecuencia, nuestra previsión para 2005 se traduce en un incremento alrededor del 4,9%.

A su vez, los últimos datos publicados de licitación oficial, indicador adelantado del sector, dan muestras de un ligero repunte. Después del deterioro sufrido a lo largo de 2003, que refleja claramente la tasa interanual de su tendencia, la variable presenta un suave crecimiento acelerado. Entre sus componentes destaca, con un comportamiento muy positivo, la licitación oficial en edificación mientras que la civil dibuja un crecimiento prácticamente estable y aún débil.

*La inversión en construcción aumentará un 5,6% en el presente ejercicio y un 4,7% durante 2006.*

**Valor Nueva Contratación de Empresas Constructoras**  
Media móvil anual (m.m. Euros ctes. 1990)



Asimismo, el número de visados de viviendas de obra nueva creció en el mes de abril un 16,5% en tasa interanual, significativamente más de lo esperado. Con el último dato, la tendencia ha frenado su larga desaceleración y muestra ahora un leve repunte. Pese a ello, para el año en curso nuestra previsión se centra en un aumento cercano al 3,5%, bastante inferior al 8,0% registrado durante el año pasado.

La imagen actual de los indicadores de inversión en construcción muestra, al igual que el agregado, un crecimiento relativamente estable. Creemos que esta situación se mantendrá a lo largo del presente ejercicio, probablemente con una ligera desaceleración del agregado durante el último trimestre del año. Para el año que viene, en cambio, esperamos que esa desaceleración tome algo más de fuerza. Así la inversión en

construcción crecerá un 5,6% durante 2005 (muy similar al 5,5% del año pasado) y registrará un aumento del 4,7% en 2006.



### 3.1.c. Demanda externa

*Durante el primer semestre del año, las exportaciones han frenado claramente su ritmo de crecimiento.*

Como viene ocurriendo en los últimos años, los intercambios comerciales con el exterior están produciendo un gran desequilibrio en el crecimiento nacional. Durante la primera mitad de este año las importaciones han continuado creciendo a ritmos bastante elevados mientras que las exportaciones se han frenado claramente. Esto ha provocado que el sector exterior, que el año pasado contribuyó negativamente al crecimiento del PIB con 2 puntos porcentuales (p.p.), reste 2,6 p.p. en lo que va de año.

Efectivamente, las exportaciones de bienes y servicios crecieron en el primer semestre de 2005 un débil 0,1%, frente al 3,3% que registraron el año anterior.

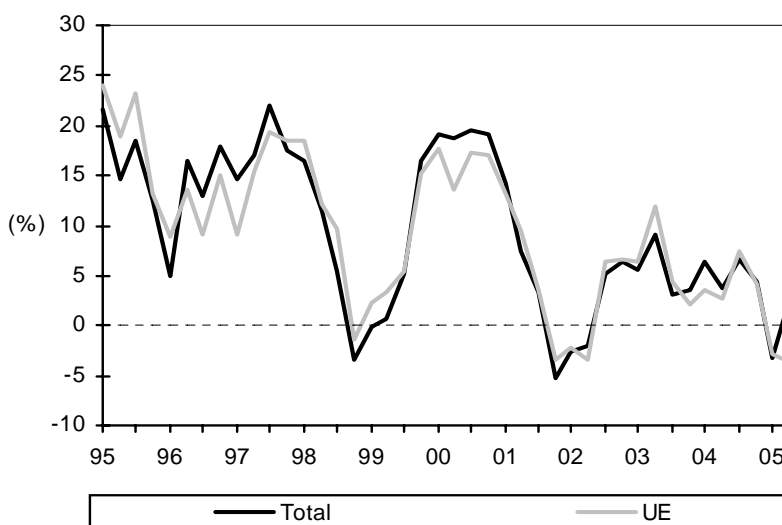
Concretamente, las exportaciones de mercancías han crecido en los primeros siete meses del año un 3,5%, inferior al 5,9% registrado durante el mismo periodo de 2004. Por áreas geográficas han crecido las destinadas fuera de la UE (un 13,3%) mientras que las designadas a la UE han caído un 5,9%. Este hecho muestra la recuperación de la demanda doméstica de países como Estados Unidos o Japón (por encima de la de nuestros

principales socios europeos) donde nuestras exportaciones aumentaron un 4,4% y un 7,9%, respectivamente.

*En lo que llevamos de ejercicio (al igual que el año pasado) las exportaciones destinadas a la UE crecieron menos que las destinadas fuera.*

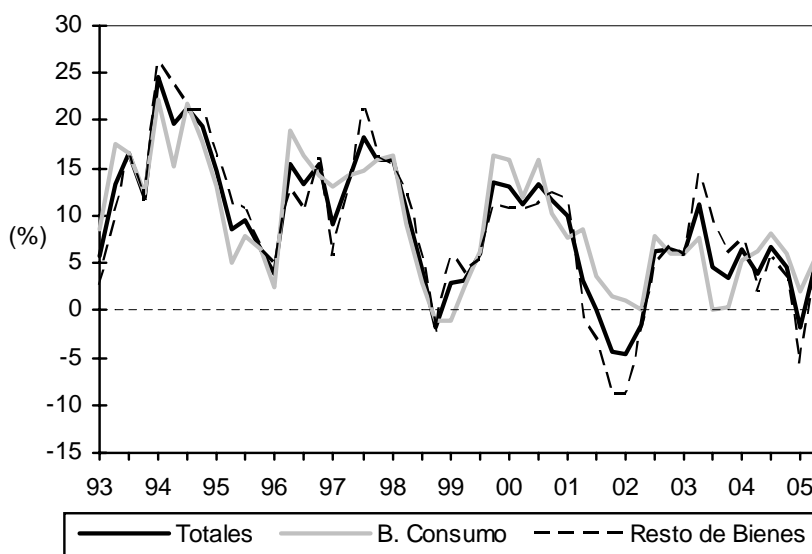
**Exportaciones por Destino**

Tasa variación interanual



**Exportaciones por Tipo de Bien**

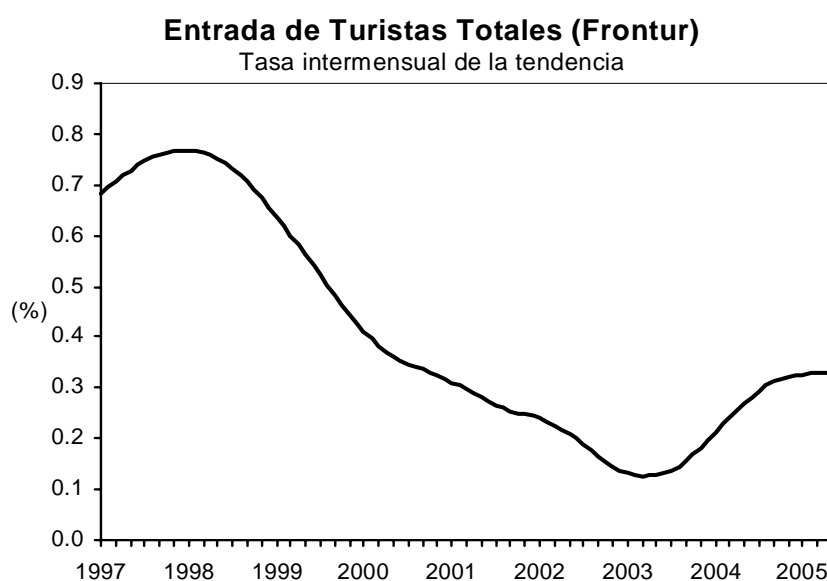
Tasa de variación interanual. Precios constantes 1995



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

Por tipos de bienes, destaca la fuerte caída de las exportaciones de bienes de capital que han acumulado hasta julio un deterioro del 12,7% y que contrasta con el elevado aumento del 10,7% registrado durante los mismos meses del año pasado. En cambio, las exportaciones de bienes intermedios, que acumulan un 12,5%, y en mayor medida las de bienes de consumo, con un 20,6%, están presentando un comportamiento bastante positivo.

Por su parte, la cartera de pedidos originados en el exterior, indicador adelantado de exportaciones, ha empeorado respecto de finales del año pasado. El dato de julio ha sido algo más positivo que la media del segundo trimestre por lo que esperamos que se produzca una ligera recuperación. Sin embargo, como es lógico, esta vendrá impulsada por el mayor dinamismo en la demanda interna de nuestros principales socios comerciales. Esperamos, por tanto, que la recuperación de Francia y Alemania principalmente, empuje nuestras exportaciones a tasas algo superiores a las registradas en el primer semestre.



Finalmente, los ingresos por turismo, que forman el principal componente de las exportaciones de servicios, están mostrando un comportamiento muy débil a lo largo del año. Con datos hasta el mes de mayo, estos muestran una caída del 22,9% cuando en las mismas fechas del año pasado el indicador caía un 2,9%. Esto no sólo viene explicado por un descenso en los ingresos por turismo motivados por el comportamiento alcista de los precios relevantes para el sector turístico, sino también por el fuerte incremento de los pagos que han se incrementado en un elevado 39,8% hasta mayo. Todo esto no nos permite prever una repentina recuperación del sector, aunque quizá una lenta mejoría a lo largo del ejercicio.

### 3.2. Actividad

La actividad española continúa experimentando una moderada aceleración. Sin embargo, la evolución de los diferentes sectores ha sido muy distinta. La construcción se mantiene como el principal puntal de la actividad nacional con un crecimiento muy saludable y revelando una ligera recuperación. De hecho, por primera vez en cuatro años, el sector constructor ha aumentado más que el año anterior (5,1% en 2004 por un 5,0% en 2003). También han mostrado un comportamiento muy positivo los servicios, principalmente los de mercado. En cambio, la industria ha vuelto a mostrar signos de debilidad con un crecimiento muy pobre, inferior en 2004 al del año anterior. Por último, el sector agrícola se ha deteriorado por segundo año consecutivo.

En los últimos meses, se ha mantenido el repunte de los servicios y la evolución de la construcción. Por su parte, el sector industrial no ha mostrado ningún indicio de recuperación.

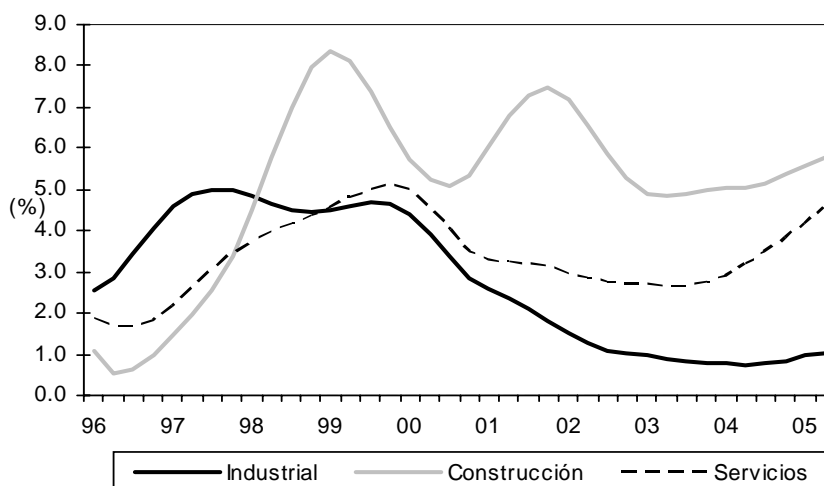
#### Cuadro Macroeconómico

(% de variación interanual)

	2003	2004	2005	2006
PIB	2.9	3.1	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>
- VAB Agricultura	-0.1	-1.1	<b>-1.0</b>	<b>-0.5</b>
- VAB Industria (Total)	1.0	0.6	<b>0.9</b>	<b>1.1</b>
Productos energéticos	1.3	2.0	<b>3.3</b>	<b>1.8</b>
Productos no energéticos	1.0	0.3	<b>0.7</b>	<b>1.0</b>
- VAB Construcción	5.0	5.1	<b>5.2</b>	<b>4.8</b>
- VAB Servicios	2.9	3.6	<b>4.0</b>	<b>3.8</b>
Servicios de mercado	2.6	3.6	<b>4.1</b>	<b>3.9</b>
Servicios de las AAPP	4.2	3.6	<b>3.6</b>	<b>3.4</b>

### Valor Añadido Bruto

Variación interanual de la Tendencia



*La actividad industrial continúa presentando tasas de crecimiento muy flojas mientras que la construcción y los servicios muestran una imagen mucho más positiva.*

Según los datos de Contabilidad Nacional del segundo trimestre del año 2005, corregidos de efectos estacionales y de calendario, que publica trimestralmente el INE, el Valor Añadido Bruto (VAB) para el total de la industria nacional creció un moderado 1,1% (un 3,6% el sector energético y un 0,5% el no energético). El aumento medio del primer trimestre de la industria no energética ha sido de un pobre 0,6%, algo más que la media del año pasado que fue de 0,3%.

Superior ha sido el incremento registrado por el VAB de la construcción que ha crecido un 5,6% durante el primer semestre (un 5,7% en el segundo trimestre). El agregado ha frenado claramente la desaceleración sufrida en el año 2002 y parece mostrar una nueva aceleración.

Por su parte, el VAB de los servicios ha crecido un 4,0% en el primer semestre, frente al 3,6% registrado el año pasado. Tanto los servicios de mercado como los no destinados a la venta han presentado un buen comportamiento, aunque los primeros parecen acelerarse más que los segundos.

Por último, el VAB del sector agropecuario ha caído un significativo 1,0% durante el segundo trimestre. Con esto, el agregado se ha deteriorado un 1,3% en lo que va de año, tasa similar a la que decreció el año pasado, cuando perdió un 1,1%.

Para el conjunto del año en curso y basándonos en la información más reciente de los indicadores mensuales de la actividad nacional, esperamos: (1) que la actividad industrial se

*Para el año en curso, el total de la industria aumentará un 0,9%, la construcción un 5,2% y los servicios un 4,0%.*

acelere muy suavemente y termine el año con un crecimiento aún débil, (2) que se estabilice el sector constructor presentando tasas similares, e incluso algo inferiores, durante la segunda parte del año, y (3) que el sector servicios mantenga un crecimiento relativamente constante durante todo el 2005.

El escenario de previsiones para el año 2005 presenta: un crecimiento medio del VAB industrial alrededor del 1,0% (dividido en un 3,3% en los productos energéticos y un 0,7% en los no energéticos), un aumento del VAB de la construcción en torno al 5,2% y, un incremento para el VAB del total de los servicios que rondará el 4,0%, distribuido en un 4,1% en los servicios destinados a la venta y un 3,6% en los suministrados por las administraciones públicas.

De cara al año 2006, nuestras previsiones apuntan a un aumento del VAB industrial en torno al 1,1%, un crecimiento del sector constructor que se situará alrededor del 4,8% y un incremento de los servicios que rondará el 3,8%.

**Indicadores de Actividad**  
(% de variación anual)

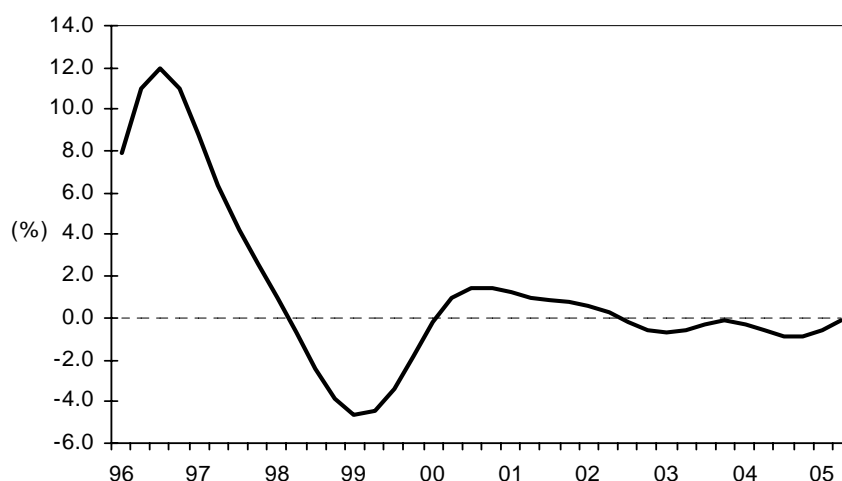
	2003	2004	2005	2006
<b>IPI General (Índice)</b>	1.6	1.8	<b>0.5</b>	<b>1.6</b>
- IPI B. Consumo (29,7%)	0.5	0.0	<b>0.6</b>	<b>1.3</b>
- IPI B. Equipo (20,0%)	0.8	1.9	<b>0.6</b>	<b>1.7</b>
- IPI B. Intermedios (37,4%)	2.1	1.9	<b>-0.5</b>	<b>1.4</b>
- IPI Energía (12,9%)	3.9	4.9	<b>2.7</b>	<b>2.3</b>
Consumo de Energía Eléctrica	4.7	3.6	<b>4.8</b>	<b>3.5</b>
Consumo de Cemento	4.3	3.5	<b>4.9</b>	<b>4.0</b>
Consumo Gasóleo Automoción	7.8	6.9	<b>5.1</b>	<b>5.3</b>
Afiliados Seguridad Social Servicios	4.1	3.9	<b>5.5</b>	<b>4.8</b>
Transporte Aéreo de Viajeros	7.4	7.8	<b>9.3</b>	<b>7.3</b>

### 3.2.a. Agricultura

El sector primario, que finalizó el ejercicio 2004 con una caída media del 1,1%, ha vuelto a presentar, por quinto trimestre consecutivo, un crecimiento negativo. Sin embargo, el perfil temporal de su tendencia junto con la valoración de los últimos dos datos, que han sido mejor de lo esperado, nos permiten ser algo más optimistas de cara a final de año.

Aún con esto, no esperamos que el VAB de la agricultura cierre el año 2005 ni el 2006 con un crecimiento positivo. Nuestras previsiones apuntan a un deterioro cercano al 1% para el año en curso y en torno al 0,5% para el año que viene.

**VAB Agricultura**  
Variación interanual de la Tendencia



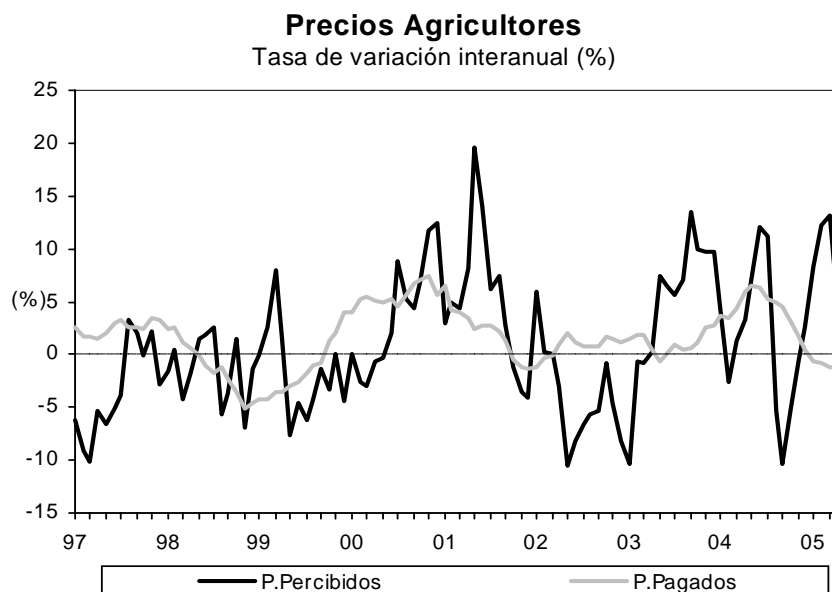
*Esperamos que la agricultura mejore ligeramente aunque esto no evitará que continúe deteriorándose en 2005 y buen parte de 2006.*

Efectivamente, a los habituales problemas del sector pesquero y ganadero hay que añadir los continuos aumentos del precio de los combustibles, sufridos durante 2004 y la primera mitad de 2005 y que operan netamente en contra del sector, y los negativos datos de pluviosidad del último año que están generando importantes pérdidas en el sector agrícola. Por todo esto no creemos que la recuperación de su VAB sea demasiado rápida.

La evolución de los precios relativos de los agricultores no ha variado demasiado en el transcurso del ejercicio. Durante los cinco primeros meses del año, los precios pagados por los agricultores han estado cayendo a un ritmo alrededor del 1%, muy por debajo de la evolución de los precios percibidos, que han mostrado tasas de crecimiento relativamente elevadas. Esto ha

permitido, durante el primer semestre y a pesar de las condiciones adversas, mejorar las rentas de los agricultores. Sin embargo, no creemos que esta situación vaya a continuar durante todo el año. Muy probablemente, durante la segunda mitad del año los precios percibidos por los agricultores evolucionarán por debajo de los precios pagados, un argumento más a favor de la lenta recuperación del sector.

En 2005 el VAB de la agricultura caerá un 1,0%.



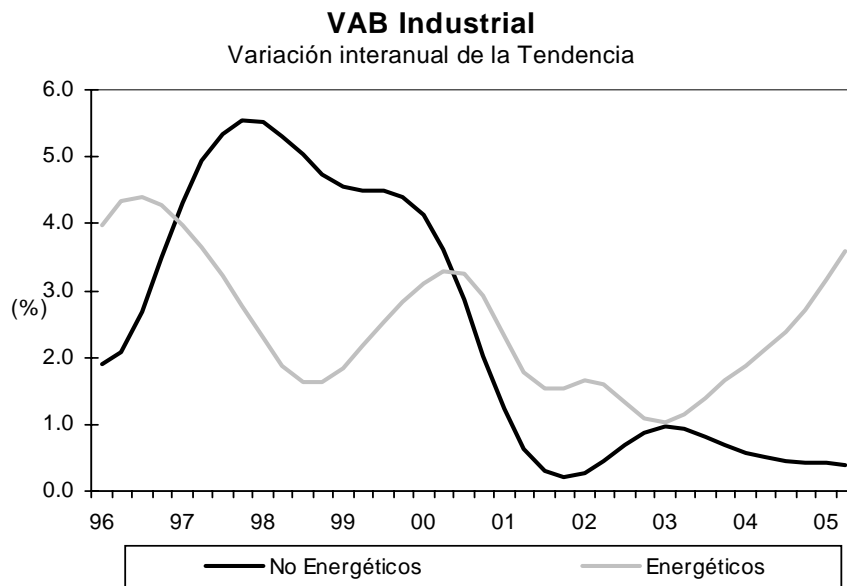
### 3.2.b. Producción Industrial

La industria nacional continúa sin lanzar claros mensajes de recuperación y su crecimiento se mantiene muy pobre. Desde el año 2001, el VAB industrial no energético (que es aproximadamente el 80% del total de la industria) tan sólo ha superado un crecimiento interanual del 1% en dos trimestres, el cuarto de 2002 y el primero de 2003. Sin duda, el elevado precio del crudo y la debilidad mostrada por la demanda interna de nuestros principales socios comerciales está retrasando indefinidamente la recuperación del sector.

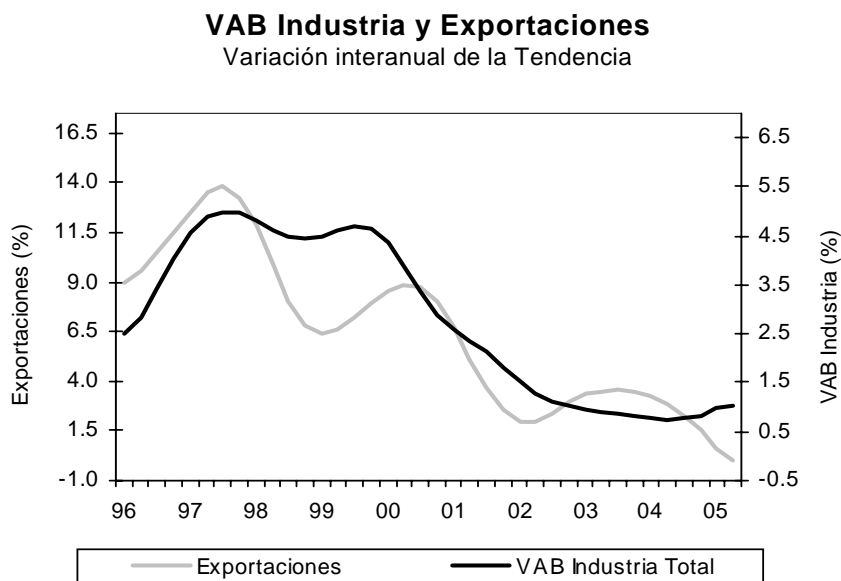
Durante los dos primeros trimestres del año, el VAB industrial ha crecido un 1,2% y 1,1% respectivamente, tasas bastante moderadas aunque superiores al incremento registrado en el conjunto del año pasado, que fue del 0,6%. No obstante, estos incrementos se deben principalmente al buen comportamiento que está experimentando la industria energética,

cuyo VAB ha presentado un aumento medio del 3,5% durante el primer semestre del ejercicio.

*Los dos componentes de la industria se están comportando de forma muy distinta...*

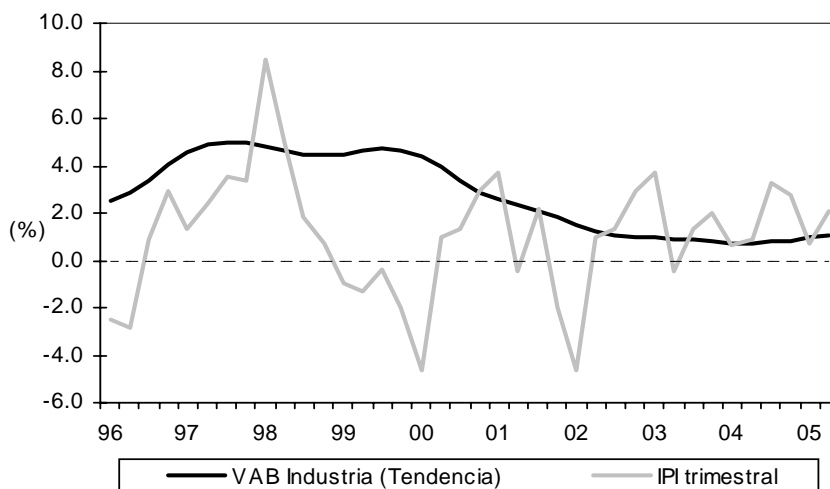


*...la industria energética muestra una fuerte aceleración mientras que la no energética está totalmente estancada.*



El Índice de Producción Industrial (IPI), principal indicador de la actividad de la industria, cayó durante el mes de junio un suave 0,2%, por encima de lo esperado. Su tendencia muestra actualmente una desaceleración. El problema de la competitividad y los elevados precios del crudo están lastrando la recuperación del sector industrial. Para el conjunto del año, creemos que el IPI aumentará un pobre 0,5%, visiblemente inferior al 1,8% registrado durante 2004.

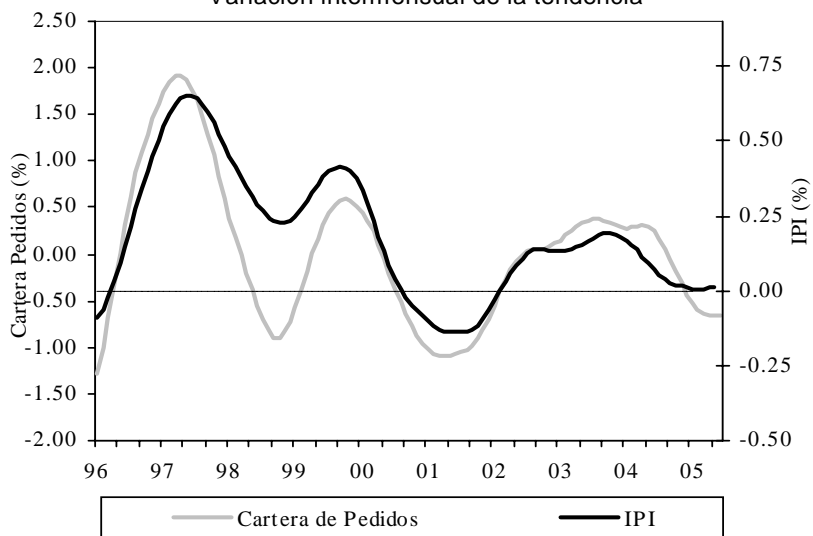
**VAB Industria e Índice Producción Industrial**  
Variación interanual



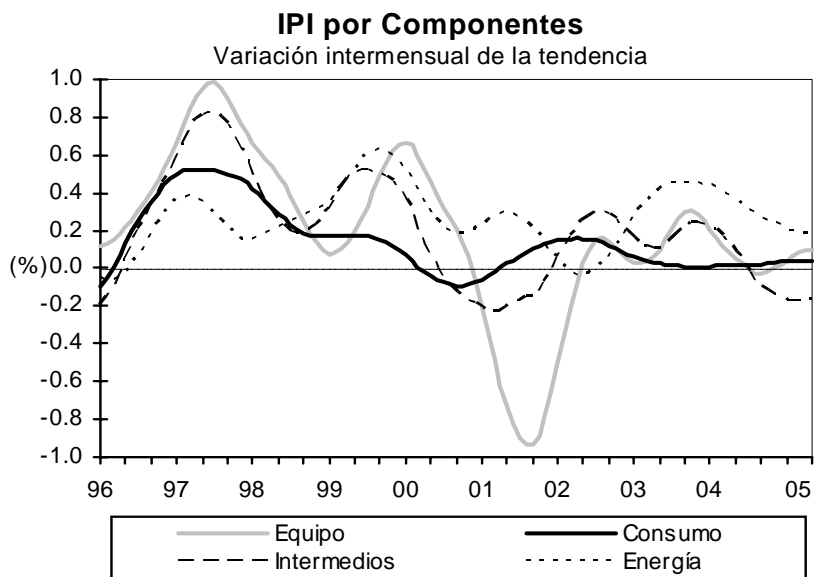
*En este ejercicio, el IPI general aumentará un 0,5%.*

Como es habitual, el comportamiento de sus distintos componentes, al igual que su perfil actual, es bastante dispar. Así, la producción de bienes de consumo exhibe una tenue aceleración desde mediados de 2003 mientras que la producción de bienes de equipo mantiene un crecimiento sostenido bastante débil. Por su parte, la producción de bienes intermedios ha empeorado sustancialmente en el último mes. Su tendencia presenta ahora un intenso ritmo de deterioro. Por último, la producción de energía ha frenado ligeramente su sólida expansión, aunque su crecimiento sigue siendo aceptablemente alto.

**Cartera de Pedidos e IPI**  
Variación intermensual de la tendencia



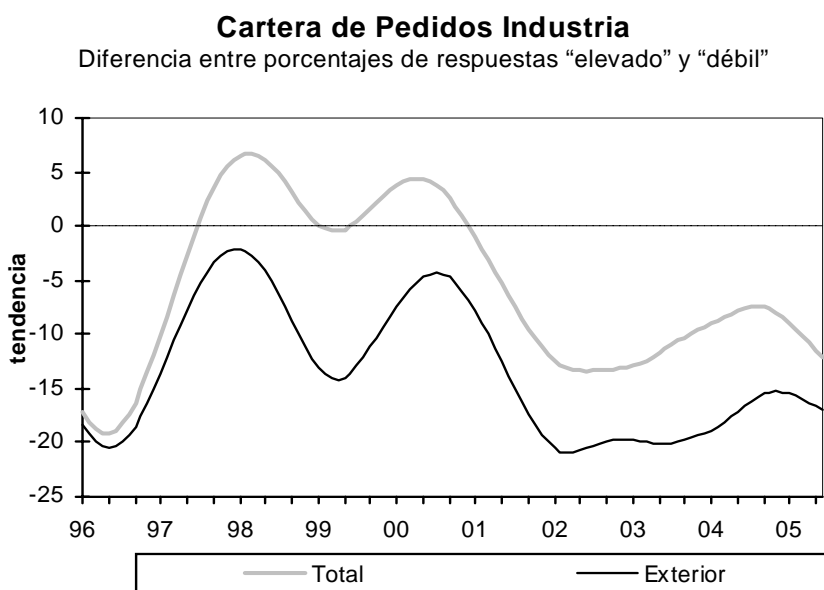
Por componentes, el IPI de bienes de consumo crecerá un 0,6% y el de bienes intermedios caerá un 0,5%. Los de bienes de equipo y energía, aumentarán un 0,6% y 2,7% respectivamente.



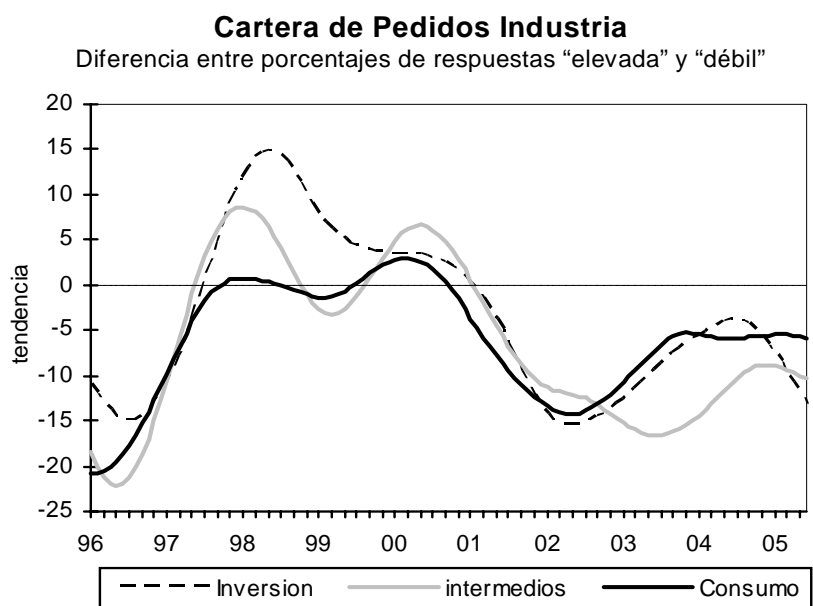
Para el conjunto del año, creemos que el IPI de bienes intermedios caerá un 0,5%, mientras que el de bienes de equipo aumentará en un suave 0,6%. Por su parte, el IPI de la energía incrementará su nivel del año pasado en un 2,7% y el de bienes de consumo crecerá en torno al 0,6%.

De cara al año que viene esperamos una ligera recuperación del IPI general que presentará un incremento que ronde el 1,6%. Esto vendrá impulsado por un mejor comportamiento de todos sus componentes excepto del IPI de la energía que reducirá levemente su ritmo de crecimiento actual.

Las carteras de pedidos tampoco muestran una evolución muy positiva.



*Por tipo de bienes, las carteras de pedidos de bienes de inversión e intermedios presentan tendencias decrecientes.*



Asimismo, la cartera de pedidos, indicador adelantado de producción industrial publicado ahora por el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, ha experimentado un cambio de tendencia a finales del año pasado. Así, los datos de cartera de pedidos totales y de pedidos originados en el exterior, correspondientes al segundo trimestre del año han sido peores que los del trimestre anterior y también peores que la media del año 2004. Esto está en concordancia con la evolución de la producción industrial que se está comportando peor de lo previsto. Sin embargo, los últimos datos publicados en el mes de julio han estado por encima de lo previsto. Esperamos que las carteras de pedidos se recuperen muy sutilmente en los próximos meses lo que estimulará ligeramente la producción industrial.

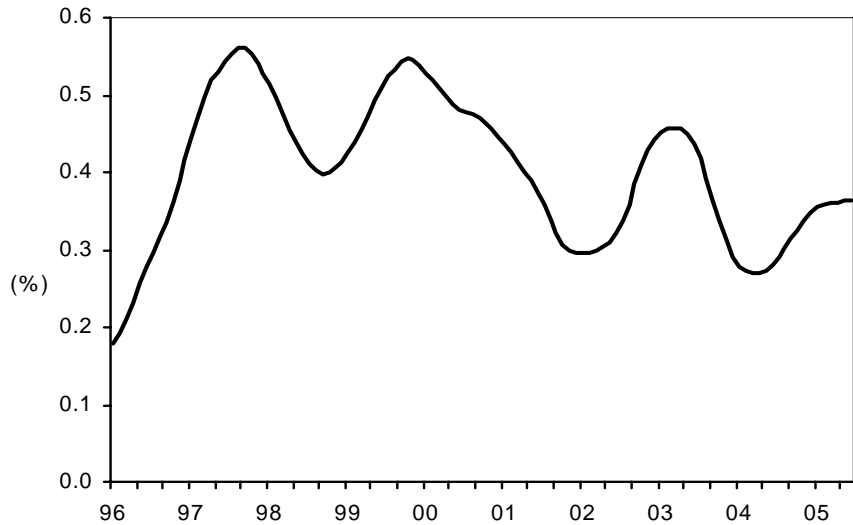
Por tipo de bienes, las tendencias de las carteras de pedidos de bienes de equipo e intermedios son decrecientes, aunque la primera cae a un mayor ritmo que la segunda. En cambio, la cartera de bienes de consumo presenta una mejor imagen, manteniendo una tendencia relativamente constante

Por su parte, el consumo de energía eléctrica, depurado de efectos calendario y temperatura, aumentó durante el mes de julio un 4,7%, en línea con nuestra previsión. Su tendencia sigue mostrando una moderada aceleración desde principios del año pasado. Durante los siete primeros meses del año, su crecimiento acumulado ha sido del 4,6%, frente al 3,3% del mismo periodo de

2004. De este modo, nuestra previsión para el conjunto de 2005 apunta a un incremento en torno al 4,8%.

*Creemos que el consumo de energía eléctrica crecerá este año un 4,8%, por encima del 3,6% registrado el año pasado.*

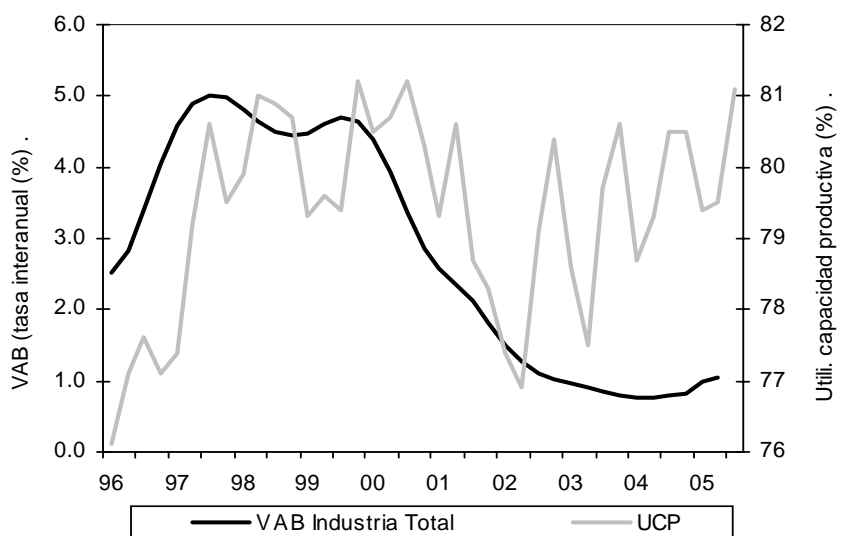
**Consumo de Energía Eléctrica**  
Variación Intermensual de la tendencia



Asimismo, la utilización de la capacidad productiva (UCP) se encuentra en niveles bastante altos. De hecho, esta viene siendo desde 2001, en términos anuales, cada vez mayor. El año pasado, la UCP alcanzó un nivel medio del 79% en el primer semestre, mientras que en el mismo periodo del presente ejercicio ha sido del 79,5%. Además, en el tercer trimestre ha llegado hasta el 81,1%, el nivel más alto desde 2000.

*Pese a la mala evolución de la industria, la UCP continúa aumentando, colocándose en niveles muy elevados.*

**VAB Industrial y Utilización Capacidad Productiva**



Por tipos de bienes, los tres grandes grupos (bienes de equipo, de consumo e intermedios) han aumentado la utilización de su capacidad productiva a lo largo de los tres primeros trimestres del año. No obstante, la UCP de bienes de consumo continúa siendo la que presenta unos niveles más bajos, un 75,6% en el tercer trimestre), mientras que la de bienes de equipo y la de bienes intermedios parecen moverse en el entorno del 83%.

En resumen, la actividad industrial se mantiene muy débil. El inicio de recuperación del año 2002 apenas ha tenido continuidad y el sector no ha mostrado desde entonces vigor suficiente como para emprender una nueva aceleración. Además, como ya hemos comentado, el marco actual no sugiere una rápida mejoría para los próximos periodos. El elevado precio del petróleo, los problemas de competitividad motivados por nuestro diferencial de inflación con la Eurozona y el insuficiente tirón de la demanda interna de nuestros principales socios comerciales está compensando el fuerte dinamismo de la demanda doméstica nacional y, por tanto, evitando el despegue del sector. No obstante, para el presente ejercicio creemos que ésta se acelerará muy suavemente firmando un aumento de su VAB del 0,9% (un 3,3% en productos energéticos y un 0,7% en no energéticos). Para el año que viene el sector mejorará ligeramente registrando un incremento cercano al 1,1%.

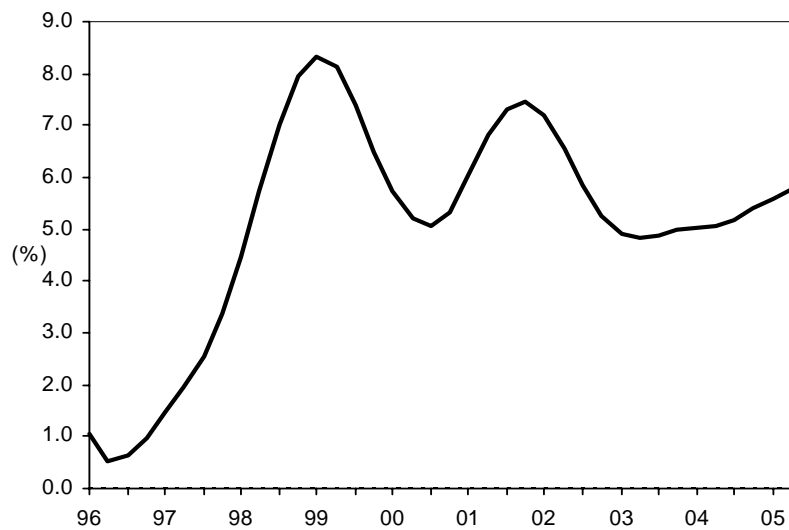
### **3.2.c. Actividad Constructora**

El sector constructor continúa siendo el más dinámico del conjunto de la actividad española. Pese a la desaceleración sufrida durante 2002 y buena parte de 2003, la construcción parece haberse estabilizado. Incluso, en los últimos trimestres muestra un leve incremento de su ritmo de crecimiento.

De este modo, el consumo aparente de cemento, que es el principal indicador de la construcción, registró durante el mes de junio un incremento del 3,5% interanual. Actualmente el ciclo-tendencia del indicador muestra una evolución muy similar a la del agregado con un crecimiento sostenido en torno al 5%. Con todo esto, para el conjunto del ejercicio esperamos que la variable mantenga relativamente estable su crecimiento y firme un aumento del 4,9%.

**VAB Sector de la Construcción**

Variación interanual del Tendencia



*El sector constructor mantiene su solidez e incluso experimenta una suave aceleración.*

**Consumo de Cemento**

Tasa intermensual de la tendencia



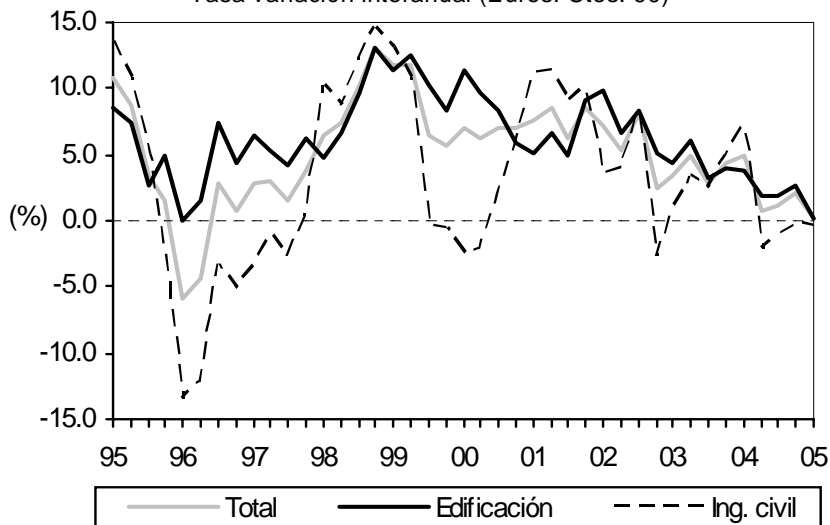
*El consumo de cemento prolongará su crecimiento sostenido a lo largo del ejercicio, registrando un aumento acumulado del 4,9%.*

El ritmo de crecimiento del valor de los trabajos realizados por las empresas constructoras, según la Encuesta de Coyuntura Industrial de la Construcción (ECIC), presenta una moderada desaceleración. Desde el año 2001, en el que registró un incremento del 7,7%, cada tasa de crecimiento anual ha sido inferior a la del año anterior hasta presentar un aumento del 2,1% en 2004. Además el último dato publicado, que corresponde al primer trimestre de 2005, ha sido inferior a lo previsto siendo el más bajo de los últimos años. Por tanto, aún cuando el consumo de cemento muestra un crecimiento sostenido, este otro indicador señala claramente hacia una pérdida de ritmo en lo que queda de ejercicio y el año que viene.

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

**Valor Trabajos Realizados : Construcción (ECIC)**

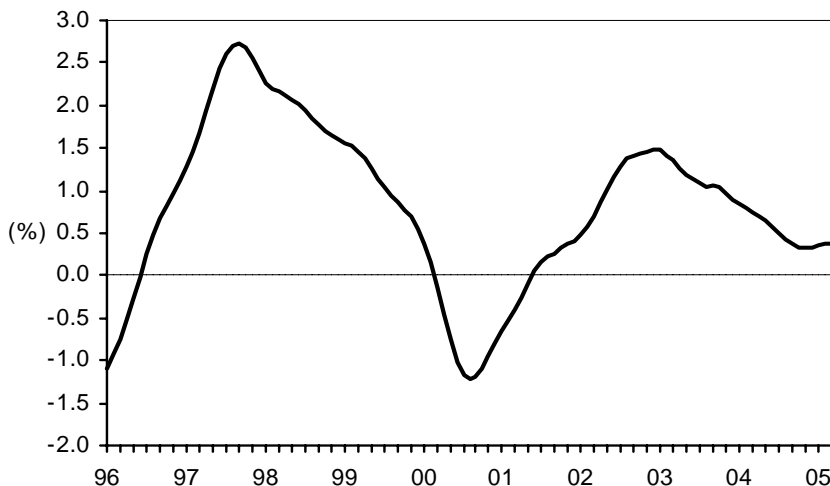
Tasa variación interanual (Euros. Ctes. 90)



En cambio, la tendencia que muestra en estos momentos el número de visados de nueva vivienda no apunta en la misma dirección. El indicador que presentaba una fuerte desaceleración desde principios de 2003 parece haber frenado esta evolución y muestra ahora un crecimiento sostenido relativamente débil. Pese a ello, no esperamos que la variable dibuje un fuerte repunte en lo que queda de ejercicio, creemos más bien que presentará un comportamiento bastante inestable, registrando un incremento del 3,5% en el conjunto del año.

**Visados de vivienda Nueva**

Tasa intermensual de la tendencia



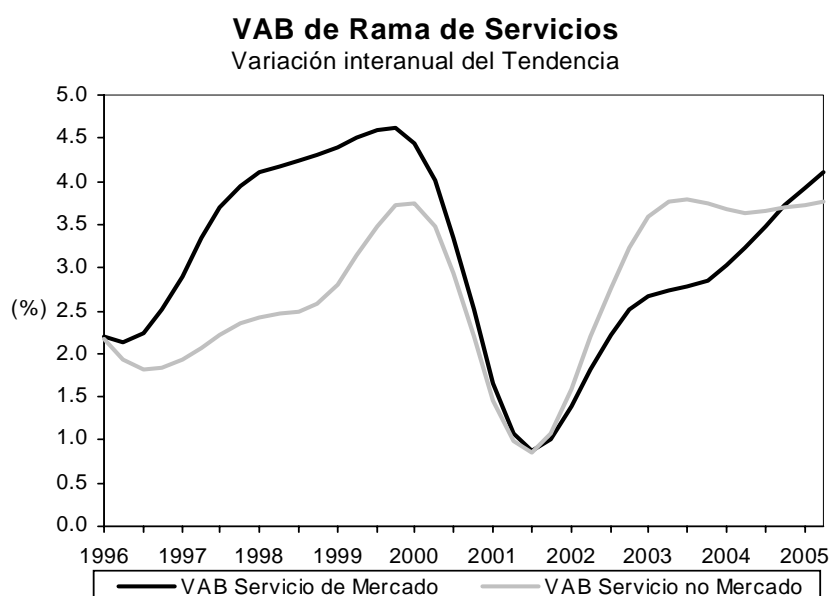
En 2005, los visados de nueva vivienda se incrementarán en un 3,5%, sensiblemente por debajo del 8% de 2004.

En suma, la construcción continúa manteniendo un ritmo de crecimiento significativamente elevado y claramente ha retrasado la desaceleración que presagiábamos en anteriores informes. Algunos indicadores han mejorado su imagen aunque otros continúan enviando señales de pérdida de ritmo en el sector. En el segundo semestre del ejercicio esperamos que el VAB de la construcción reduzca su ritmo de crecimiento cerrando el 2005 con un crecimiento anual del 5,1%, una décima más que en 2004. Para el año que viene, se prolongará este suave deterioro de las tasas de aumento aunque el crecimiento anual se mantendrá aceptablemente elevado en torno al 4,8%.

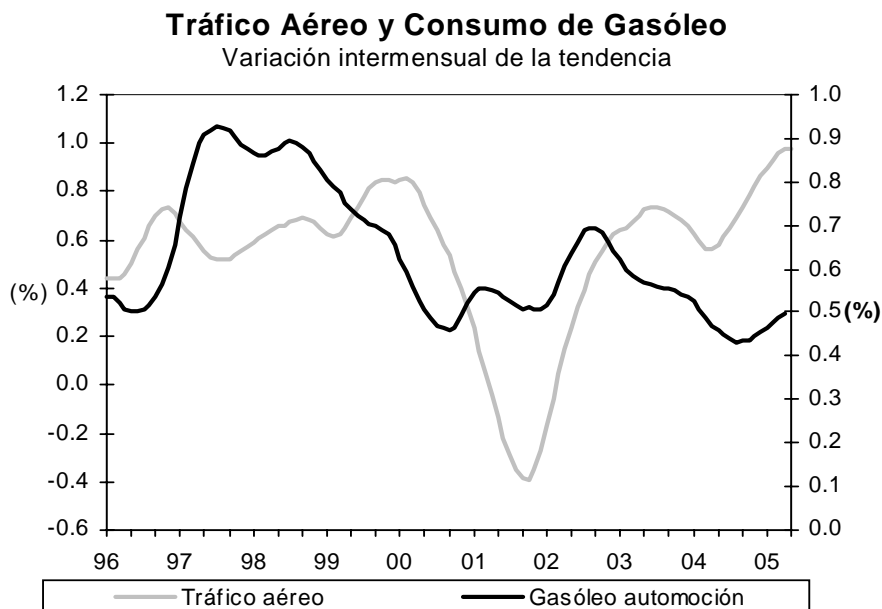
### 3.2.d. Servicios

El sector servicios ha mostrado, a lo largo del ejercicio, un comportamiento positivo. De este modo, su VAB ha aumentado un 4,0% durante el primer semestre del año, sensiblemente por encima del 3,6% y del 2,9%, registrados respectivamente en 2004 y 2003. Además, al contrario de lo que ocurría en el último informe, sus dos componentes presentan actualmente una evolución similar. Los servicios de mercado muestran una importante aceleración y los de no mercado un crecimiento relativamente sostenido pero ambos con tasas de aumento muy parecidas.

*Los dos componentes de los servicios han puesto de manifiesto tasas de crecimiento muy similares y aceptablemente elevadas.*



La imagen que reflejan la mayoría de sus indicadores es la misma: una moderada aceleración acompañada de un crecimiento bastante sólido.



Por su parte, como apuntábamos anteriormente, los indicadores de servicios continúan intensificando su ritmo de crecimiento, con lo que esperamos un repunte del sector en los próximos meses. Por ejemplo, el transporte aéreo de viajeros creció en julio un 11,8%, por encima de lo esperado.

Debido a los datos de los últimos tres meses, la tendencia muestra ahora una fuerte aceleración. El crecimiento acumulado en el año actual es de un 9,1%. Para el año en curso aumentamos nuestra previsión hasta el 9,3%, un punto y medio por encima del 7,8% registrado durante el conjunto de 2004.

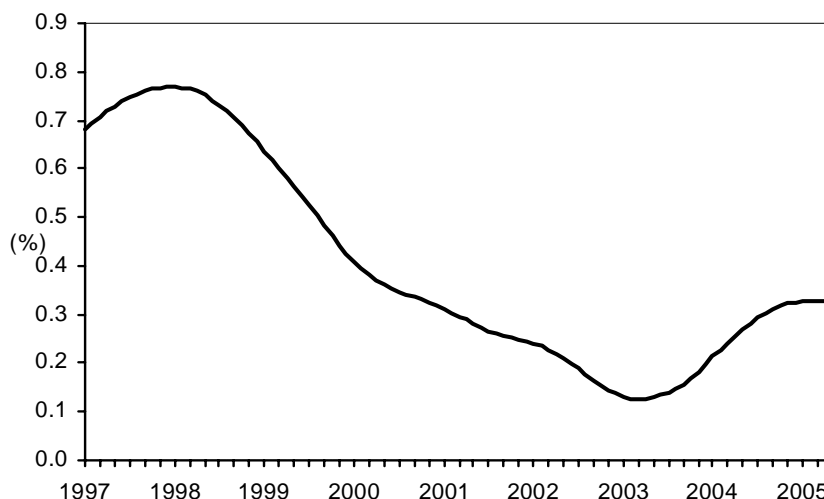
A su vez, el consumo de gasóleo de automoción creció en mayo un 7,7%, en línea con nuestra previsión. Su tendencia muestra un crecimiento relativamente sostenido y elevado. Una vez superado el denominado *efecto dieselización* (es decir, se ha frenado sensiblemente el intercambio de turismos de gasolina por coches de gasoil) parece que el indicador vuelve a mostrar un buen comportamiento.

No obstante, es posible que en los próximos meses se produzca una suave desaceleración debido al incremento del precio del combustible. Para el año 2005, nuestra previsión se sitúa en un 5,1%.

*Todos los indicadores de servicios ofrecen las mismas características: aceleración con tasas de crecimiento bastante altas.*

### Entrada de Turistas Totales (Frontur)

Tasa intermensual de la tendencia



Finalmente, la entrada de turistas en nuestro país, según la estadística FRONTUR, creció durante el mes de julio un 7,7% en tasa interanual, superior a lo previsto. Los tres últimos datos han sido considerablemente positivos lo que ha provocado una nueva aceleración de su ciclo-tendencia.

Como es habitual, durante los siete primeros meses del año, el desglose por países de origen revela que más del 60% del total pertenece a tres países: Reino Unido (29,1%), Alemania (17,8%) y Francia (15,7%). Para el conjunto del año 2005, esperamos que el número de turistas en nuestro país aumente en torno al 6,5%, sensiblemente más de lo que lo hizo el año pasado.

A su vez, los últimos datos del número de afiliados a la seguridad social del sector muestran un crecimiento interanual en julio y agosto de un 6,9% y 7,1% respectivamente, muy por encima de lo previsto. La tendencia muestra una aguda aceleración en los últimos meses debido a los positivos datos del periodo estival.

Para lo que queda de ejercicio no creemos que se mantengan ritmos de crecimiento tan altos como los acontecidos en los últimos periodos, aún así el indicador crecerá un relevante 5,5% en el conjunto de 2005.

Por último, el empleo del sector servicios, publicado por la Encuesta de Población Activa, ha aumentado en los dos primeros trimestres del año un 6,4% y 7,5% respectivamente, dando muestra de la fortaleza del sector. Estos datos fueron sensiblemente superiores al crecimiento medio del año pasado, que se situó en el 4,7%.

*Para el año en curso, el número de afiliados a la seguridad social en el sector servicios crecerá en un 5,5%, muy por encima del 3,9% registrado en 2004.*

### Afiliados Seguridad Social Sector Servicios

Variación intermensual de la tendencia



Por tipos de servicios, el componente que mejor se ha comportado durante el primer semestre ha sido el de los servicios ligados a la producción con un crecimiento interanual del 16,3%, seguido del de servicios de ocio y personales con un 11,6%. A continuación se han situado los servicios sociales y los servicios prestados a las empresas, con crecimientos del 8,7% y 3,8% respectivamente. Por último, se colocan los servicios de distribución que han presentado un incremento del 2,6% respecto del mismo periodo del año anterior.

**Empleo Sector Servicios**  
Tasa variación interanual

