

1. Introducción: Una Visión Global de la Economía Mundial

Visión General

Durante el segundo trimestre del año, el crecimiento económico ha sido intenso en buena parte de las grandes Áreas económicas. En particular, Estados Unidos ha continuado registrando un considerable dinamismo y Asia, especialmente China, ha mantenido sus sorprendentemente elevadas tasas de crecimiento. Por su parte, la Eurozona ha mantenido los ritmos de crecimiento lento del primer trimestre del año.

El crecimiento económico ha seguido fuerte en Estados Unidos y Asia, mientras se ha moderado en la Eurozona.

En el segundo trimestre, la economía estadounidense creció a un ritmo similar al del primero, aunque la composición de dicho crecimiento fue ligeramente distinta. La demanda doméstica se moderó ligeramente, mientras que el sector exterior mejoró su contribución al crecimiento. El consumo privado suavizó su ritmo de expansión, mientras que la inversión de carácter residencial siguió ganando fuerza. Adicionalmente, el mercado de trabajo mostró una evolución muy favorable, con una reducción de la tasa de paro hasta el 5,0%. Los indicadores de actividad y demanda de los meses estivales también parecen anticipar una reactivación económica: mejora el dinamismo de la industria, se mantiene la fortaleza de la construcción, y el consumo privado parece expandirse a mejor ritmo.

En la Eurozona, el segundo trimestre se ha caracterizado por una ralentización del ritmo de crecimiento que ya anticipábamos sobre la base de los indicadores mensuales. El consumo privado moderó sus ya reducidas tasas de crecimiento, al igual que la inversión. Sin embargo, cabe destacar que en los últimos meses han aparecido indicios favorables en el mercado de trabajo y las expectativas empresariales, así como en los indicadores de consumo privado. Todo ello hace esperar una ligera mejora de la situación económica en el Área durante el segundo semestre del año.

En Latinoamérica, los datos más recientes indican que la actividad económica sigue siendo fuerte, aunque se ha suavizado algo respecto de la primera parte del año. Los últimos indicios

apuntan a una probable intensificación de la demanda doméstica de la zona para lo que resta de año.

ECONOMIA INTERNACIONAL

	PIB ⁽¹⁾				IPC ^{(1),(3)}				T. PARO ⁽²⁾			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
ESPAÑA	2.9	3.1	3.3	3.3	3.0	3.0	3.3	3.0	11.3	10.4	9.5	9.2
FRANCIA	0.9	2.0	1.6	2.0	2.1	2.1	1.9	1.8	9.8	10.0	10.0	9.6
ALEMANIA	-0.2	1.1	0.7	0.9	1.0	1.7	1.9	1.8	10.5	10.6	11.6	10.9
UE - 11	0.4	1.8	1.4	1.8	2.1	2.1	2.1	2.0	8.8	8.9	8.9	8.7
R. UNIDO	2.5	3.2	1.9	1.5	1.6	2.9	2.8	2.6	5.2	5.0	4.8	4.8
EEUU	1.8	3.1	3.7	3.5	1.6	2.3	3.1	3.2	5.8	6.0	5.0	4.9
MEXICO	1.4	4.4	2.6	3.7	4.6	4.7	4.1	3.9	3.3	3.8	3.5	3.6
ARGENTINA	8.8	9.0	8.0	4.8	28.2	4.6	8.6	8.0	19.7	13.6	11.0	10.0
BRASIL	0.5	4.9	3.4	3.7	14.9	6.6	6.7	6.2	12.1	12.7	10.5	9.6

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

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

En este contexto, en líneas generales muy positivo, es necesario plantear algunos factores de riesgo. Por un lado, la inestabilidad del precio del petróleo sigue sembrando de incertidumbre el panorama internacional. Como factor tranquilizador, la experiencia reciente parece mostrar que la vulnerabilidad del crecimiento mundial respecto de las crisis energéticas es bastante menor que en los años setenta, ya que la carestía del petróleo ha sido compatible con tasas de crecimiento elevadas; sin embargo, la creciente demanda de Áreas con enorme dinamismo económico (como China), la limitada capacidad excedente en la producción de petróleo, así como la sensibilidad de su cotización ante cualquier evento imprevisto (el último, la crisis del huracán *Katrina*), hacen previsible que el petróleo continúe caro durante todo lo que resta de 2005 y probablemente también 2006. Indudablemente, ello supone un freno a la reactivación económica.

En cuanto a la economía estadounidense, los últimos datos reflejan un gran dinamismo, por lo que en la segunda mitad del ejercicio probablemente pueda registrar un crecimiento algo mayor al observado en la primera mitad de año. En esta línea, pensamos que la crisis del *Katrina* tendrá un impacto limitado, de alguna décima, sobre el crecimiento agregado de esta economía.

Por último, en lo que se refiere al contexto europeo, otro factor que será determinante de la evolución de la zona en los próximos trimestres será la cotización del tipo de cambio del euro frente al dólar. Esperamos que éste se mantenga todo el ejercicio algo más depreciado que en 2004, en el entorno de los 1,2-1,25 dólares/euro, favoreciendo de esta manera la reactivación del sector industrial, y con ello del mercado de trabajo.

España

La demanda doméstica se ha mantenido fuerte durante el primer semestre, con el sector exterior como principal nota negativa.

Los últimos datos de la Contabilidad Nacional Trimestral española revelan un aumento del PIB del 3,4% durante el segundo trimestre de 2005, una décima más que en el primero. La demanda interna, por su parte, se mantiene como el motor del crecimiento, aportando 6 puntos porcentuales a este crecimiento. Una vez más, el punto negro de la economía siguen siendo las exportaciones netas. En este trimestre la aportación negativa del sector exterior ha sido del 2,4%.

El gasto de las familias ha estabilizado sus ritmos de incremento al 4,7%, mientras que el consumo de las administraciones públicas se ha situado en un 4,6%, registrando el total del consumo nacional 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, por un lado, al crecimiento constante de la inversión en construcción (que ha registrado un 5,8%) y, por otro lado, al fuerte dinamismo mostrado por la inversión en bienes de equipo y otros productos que aumentó un 9,8% interanual.

De nuevo, el comportamiento más adverso viene de la mano de la demanda externa, si bien ésta ha mejorado en una décima respecto de la aportación negativa del primer trimestre (que fue de 2,7 puntos). Este es el resultado de una significativa aceleración de las exportaciones, compensada parcialmente por el fuerte crecimiento de las importaciones. Las exportaciones de bienes y servicios se han incrementado en un 1,9% en tasa interanual mientras que las importaciones lo han hecho en un fuerte 8,0%.

A la vista de la información proporcionada por los indicadores de consumo, el gasto de las familias ofrecerá, a lo

largo del presente ejercicio, un aspecto bastante saludable. Sin embargo, el fuerte nivel de endeudamiento adquirido por los hogares junto con el elevado precio de los combustibles va a provocar una leve moderación durante el segundo semestre que se intensificará ligeramente en 2006. Todo esto se traducirá en un crecimiento medio anual del gasto de los hogares alrededor del 4,7% para 2005 y del 4,4% para 2006.

Por otro lado, la inversión en construcción, cuya evolución presentaba una moderada desaceleración en los últimos años, ha frenado netamente su pérdida de ritmo. En la actualidad 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. Creemos que la situación de estabilidad 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.

En 2005, la inversión de equipo y la construcción mantendrán un crecimiento elevado.

La inversión en bienes de equipo y otros productos, el otro componente de la formación bruta de capital fijo, ha repuntado notablemente mostrando una intensa aceleración en la primera mitad del presente ejercicio. Para este año, 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 ejercicio. Por ello, creemos que aumentará alrededor de un 9,1% (con un perfil de tenue desaceleración a lo largo de todo el ejercicio). Para 2006, esperamos una prolongación de la tenue pérdida de ritmo, que se traducirá en un incremento en torno al 6,8%.

Con esta imagen actual, nuestro escenario de previsiones para el presente ejercicio revela un crecimiento del PIB español del 3,3% para el conjunto del año, con una aportación de la demanda interna en torno a los 5,6 p.p. Para el 2006, creemos que el aumento interanual del PIB se mantendrá igual que el de este año. Sin embargo, la contribución de la demanda interna será algo menor, alrededor de los 5 p.p. Consecuentemente, el sector

exterior disminuirá su aportación negativa que pasará a ser de 1,7 p.p.

Estados Unidos

Estados Unidos ha mostrado un sólido crecimiento en la primera mitad de 2005, aunque ha crecido a un ritmo menor al exhibido en 2004. En este período el PIB creció a un ritmo del 3,6% en tasa interanual.

El crecimiento estadounidense del primer semestre se ha apoyado en la inversión, moderándose el consumo privado.

Aunque en términos de PIB los resultados han sido muy similares en el primer y segundo trimestre, la evolución de la demanda interna y del sector exterior ha sido un tanto diferente.

En el segundo trimestre de 2005 se moderó el crecimiento de la demanda interna con un aumento del 0,5% en tasa intertrimestral y un 3,5% interanual. [En el primer trimestre lo hizo a un ritmo del 1,0% intertrimestral y un 4,2% en tasa interanual]. La ralentización de la demanda interna se explica por la moderación del consumo privado y la caída en la acumulación de inventarios que ha restado 0,6 puntos a su crecimiento. Por su parte la inversión, tanto la residencial como la no residencial, ha mostrado un comportamiento muy favorable con un aumento del 2,2% intertrimestral, por encima del 1,8% del trimestre previo.

Las exportaciones ayudadas por un dólar debilitado han evolucionado de forma muy favorable aumentando un 6,7% en el primer trimestre y un 8,3% en el segundo. Por su parte, las importaciones de bienes y servicios se aceleraron en el primer trimestre y se frenaron bruscamente en el segundo. Respecto al trimestre anterior se mantuvieron casi estancadas. La aceleración de las importaciones entre enero y marzo hizo que el sector exterior contribuyese de forma negativa al crecimiento del PIB, restando un punto al crecimiento. Por el contrario, en el segundo trimestre el sector exterior contribuyó de forma positiva al crecimiento intertrimestral, gracias en parte a la aceleración de las exportaciones y a que las importaciones se mantuvieron casi estancadas en este período.

La dispar evolución de las exportaciones e importaciones en el segundo trimestre ha permitido reducir algo los

desequilibrios externos. Las exportaciones netas en términos de PIB se situaron en el -5,5% en el segundo trimestre, medio punto menos de la cota alcanzada en el primer trimestre.

La reciente evolución de los indicadores de actividad y demanda sugieren que se está reactivando la actividad económica. Por el lado de la oferta, destaca el mayor dinamismo de la industria y se mantiene el buen tono de la construcción. Por el lado de la demanda, se observan indicios de reactivación del consumo privado, a la vez que se mantiene el dinamismo de la inversión. Todo ello en un contexto de mejora del mercado de trabajo y de mayor optimismo de los agentes económicos.

En este contexto somos optimistas de cara a la segunda mitad de año y esperamos que se produzca un cierto repunte en la actividad. Dicho repunte vendrá de la mano del consumo privado, por un lado, y de la acumulación de inventarios por otro. En el segundo trimestre del año la caída en la acumulación de inventarios restó 0,6 puntos al crecimiento del PIB. Esperamos que en el tercer y cuarto trimestre aumente el ritmo de producción de las empresas que lo harán con el objetivo de reponer las existencias. La previsión para el conjunto del año es ahora del 3,7%, 2 décimas por encima de la esperada a comienzos de año.

De cara al 2006, las perspectivas son favorables, la previsión de PIB es del 3,5%, 2 décimas por debajo de lo estimado para el presente año. Anticipamos continuidad en la fortaleza del consumo, aunque moderará una décima su crecimiento. La inversión gozará también de buena salud pero perderá algo de dinamismo.

Eurozona

Tal y como preveíamos, el ritmo de crecimiento del PIB se ha suavizado en la Eurozona durante el segundo trimestre. La tasa interanual ha sido del 1,1%, frente al 1,3% del primer trimestre. Esta moderación ha procedido exclusivamente de la demanda doméstica, ya que las exportaciones netas han mantenido la misma contribución al crecimiento del trimestre previo (han detrído 0,4 puntos porcentuales al PIB).

El crecimiento de la Eurozona se ha moderado en el segundo trimestre, debido a la demanda interna.

Entrando en detalle en la composición de la demanda doméstica, se ha registrado una caída en el ritmo de crecimiento del consumo privado (sólo ha crecido a una tasa del 1,0%, frente al 1,5% del trimestre previo), y en el de la inversión (ha registrado una tasa interanual del 0,5%, frente al 0,9% del primer trimestre).

En cuanto a los datos disponibles para el tercer trimestre, hay indicios favorables por el lado de la actividad y la demanda. En particular, mejoran los indicadores de confianza del sector industrial, así como los del mercado de trabajo, y algunos indicadores de consumo efectivo de los hogares también parecen estar aumentando su ritmo de crecimiento. Estos dos últimos factores los hemos destacado en los últimos informes como factores clave para que se consolidara la recuperación económica, y nos permiten ser optimistas en relación al segundo semestre del año. Por ello, situamos nuestra previsión de crecimiento medio del PIB en el 1,3%-1,4% para 2005. Esperamos que la recuperación económica gane fuerza durante 2006, permitiendo que el ritmo de crecimiento se sitúe en el entorno del 1,7%-1,9%.

La confianza del sector industrial cayó de forma ininterrumpida entre enero y mayo. Sin embargo, este indicador empezó a mejorar en junio, y más acusadamente en julio hasta situarse en el nivel más alto registrado desde marzo; esto se ha debido a la mejoría que están experimentando las carteras de pedidos del sector. La tendencia del ritmo productivo también mejora sustancialmente, especialmente en el último mes, situándose en el máximo registrado desde febrero. De forma paralela, el stock acumulado de inventarios está disminuyendo, y actualmente ofrece el registro más bajo en los últimos cinco meses.

El ritmo de producción del sector industrial, medido por el Índice de Producción Industrial (IPI), ha venido ralentizándose progresivamente desde el último trimestre de 2004, pasando de tasas de crecimiento superiores al 2,5% en los meses estivales de 2004 a tasas en el entorno del 1,0% para el primer trimestre de 2005. Esta situación siguió acentuándose en el segundo trimestre, con tasas de variación interanual prácticamente nulas: el crecimiento interanual medio en este segundo trimestre ha sido sólo del 0,5%, el más bajo desde el tercer trimestre de 2003. No obstante, hay que destacar como indicios favorables que los

Hay indicios favorables en los indicadores de actividad y mercado de trabajo.

últimos tres meses el dato de IPI ha sido mejor a nuestra previsión. Ello unido a los buenos datos de las encuestas de confianza en el sector nos lleva a pensar que el ritmo de producción podría empezar a mejorar durante el segundo semestre. En esta línea, prevemos un crecimiento medio del IPI del 1,0% durante 2005, para alcanzar mejores ritmos durante 2006 (en el entorno del 1,7%).

Por sectores de producción, el de bienes de capital ha superado nuestra previsión en los dos últimos meses y la producción de bienes de consumo duraderos está reduciendo su ritmo de deterioro; por su parte, la producción de bienes intermedios continúa deteriorándose por el momento y los bienes de consumo no duraderos mantienen un crecimiento más o menos estabilizado pero muy débil.

Los indicadores del sector servicios se han mantenido bastante más estables que los de la industria durante 2005; con todo, durante el segundo trimestre se acusó algo la inestabilidad del panorama internacional, de manera que la confianza en el sector se redujo algunos puntos respecto de la media del primer trimestre. No obstante, el dato de julio para el índice sintético de confianza elaborado por Eurostat ha sido muy positivo, y casi ha alcanzado el nivel medio registrado por este indicador durante 2004; ello se ha basado en un repunte del ritmo de la demanda percibida por el sector, que se ha traducido también en una mejora de las expectativas para los próximos meses. Por su parte, el indicador de los gestores de compras (PMI) para el sector se ha mantenido durante todo el año 2005 muy estable en torno al nivel de 53 (53,3 para el último trimestre disponible, con datos hasta agosto), lo cual es un nivel bastante positivo teniendo en cuenta que el 50 indica la separación entre una situación expansiva y una situación contractiva.

La confianza del sector constructor comenzó a mejorar desde el segundo trimestre de 2004 y desde noviembre de dicho año lleva estabilizado en torno a un nivel de -13,5, lo que supone el mejor registro desde mediados de 2001. Este optimismo empresarial se basa en la mejora paralela de las carteras de pedidos del sector, pero todavía no se plasma en mejores ritmos de actividad: el índice de producción en el sector constructor ha registrado durante los primeros cinco meses de 2005 una caída media del 2,8% interanual. Queda por confirmar en lo que queda

del ejercicio actual y durante 2006 si la mejora en los pedidos se plasma finalmente en un mejor ritmo de producción del sector; por el momento, nuestra previsión para el índice de actividad es de una caída en torno al 2,0%.

Los indicadores del mercado de trabajo han mejorado sustancialmente en los últimos meses. Éste era uno de los puntos clave para la consolidación de la reactivación económica en el área, por lo que hay que valorarlo de forma muy positiva. La tasa de paro, que se mantuvo estancada en el 8,9% durante casi todo el año 2004 y luego en el 8,8% entre noviembre de 2004 y abril de 2005, disminuyó una décima hasta el 8,7% en mayo, y otra más en julio. De esta manera, alcanza actualmente el nivel de 8,6%, que aún siendo todavía elevada, es la más reducida desde febrero de 2003. Por su parte, el número de parados ha vuelto a caer en julio por tercer mes consecutivo: actualmente alcanza un nivel de 12,119 millones de personas, que es el registro más bajo desde diciembre de 2002. En la misma línea, parecen estar consolidándose las tasas de variación interanual negativas para este indicador (en el trimestre mayo-julio, la variación interanual ha sido del -2,3%), las cuales no se registraban desde 2001. En este contexto, esperamos que la tasa media de paro durante 2005 sea del 8,9%, para reducirse hasta el entorno del 8,6% en 2006.

Los indicadores de consumo privado siguen mostrando un comportamiento asimétrico. La confianza de los consumidores continúa sin recuperarse: viene cayendo suavemente desde mayo, y en julio ha alcanzado el nivel más bajo de los últimos catorce meses, a pesar de que las expectativas respecto del paro futuro han mejorado ligeramente. En cambio, los indicadores de consumo efectivo, como las ventas minoristas, vienen experimentando los últimos meses una ligera mejoría, ya que han superado nuestras previsiones en los tres últimos datos y su ritmo de crecimiento subyacente muestra una suave aceleración. Con todo, el crecimiento medio durante 2005 no es probable que supere el 0,9%, frente al 0,7% de 2004.

Durante los últimos nueve meses, el saldo de la balanza comercial ha superado nuestras previsiones. Pese a todo, el hecho de que las importaciones estén expandiéndose a un mayor ritmo de lo que lo hacen las exportaciones, ha conducido a una suave disminución del flujo anual móvil del saldo comercial (esto es, el saldo acumulado en los últimos doce meses). El hecho de que el

euro esté más débil este año que durante 2004 podría favorecer un mejor comportamiento del saldo comercial.

La tasa de inflación de los precios al consumo se ha mantenido, durante todo lo que llevamos de ejercicio, relativamente estable a niveles más bajos que los registrados durante el segundo semestre de 2004. Así, la inflación anual promedio durante el primer semestre ha sido del 2,0%, mientras que la correspondiente a la segunda mitad de 2004 fue del 2,3%.

El buen comportamiento de los precios durante 2005 ha sido posible gracias a la contención que ha mostrado la inflación subyacente, que ha caído progresivamente desde principios de año, hasta situarse en junio en un 1,4% interanual, que es la tasa más reducida desde principios de 2001.

El dato más reciente, correspondiente a julio, ha mostrado un ligero repunte de una décima respecto a junio en la inflación general, hasta el 2,2%. Ello se ha debido exclusivamente al componente energético de los precios, que ha vuelto a acusar el repunte del precio del petróleo. En cambio, la inflación subyacente se ha mantenido en el 1,4% de junio.

Alemania

En los últimos años la economía alemana ha basado su crecimiento en la demanda exterior y en una excesiva acumulación de existencias. Mientras, la demanda doméstica, especialmente el consumo privado, ha provocado que Alemania haya mantenido desde 2001 ritmos de crecimientos inferiores al 1%. Nada apunta a que esto cambie radicalmente en los próximos años. Nuestro escenario previsto para lo que queda de año y el próximo es que el PIB alemán se acelere muy tímidamente, pero que sus tasas de crecimiento se mantengan por debajo del umbral del 1% hasta el segundo semestre de 2006. Nuestra actual previsión es que el PIB alemán crezca un 0,7% en 2005 y algo menos de un 1% en 2006.

La reforma reciente llevada a cabo en el mercado laboral no está teniendo los frutos deseados, cuyo objetivo era la de generar un importante aumento en los ocupados y un mayor

La debilidad del consumo privado sigue lastrando el crecimiento alemán.

consumo. La mayor flexibilidad en los contratos se ha traducido en un aumento de los contratos temporales y una menor contribución a la seguridad social alemana. Dada la mayor inseguridad laboral, a pesar del aumento de los ocupados, el ahorro ha repuntado y se encuentra en niveles máximos, con el consiguiente estancamiento del consumo. La falta de consumo y la menor aceleración mundial, principalmente por el alto precio del petróleo, ha frenado el avance de la industria y de la inversión en maquinaria, las cuales apuntaban a comienzos de año a una aceleración superior que la que se está produciendo.

El alto precio del crudo, y las pocas expectativas de que éste caiga en el medio plazo, han mermado la recuperación de la mayoría de las economías occidentales. La fortaleza del euro está favoreciendo que el alto precio del crudo no se trasmita de forma tan fuerte al consumo privado de los hogares. Como contrapartida, en general, está dificultando una mayor aceleración de las exportaciones y de la industria. No obstante, el sector exportador alemán, gracias a su alta competitividad, no se ve resentido por la fortaleza del euro. La contención salarial hace que los costes laborales unitarios caigan. Esto tiene un efecto positivo en la competitividad y en el sector exportador alemán, pero un efecto negativo en el consumo privado. Este hecho, unido a lo comentado anteriormente, fomenta el ahorro y no ayuda a que el consumo privado despegue.

Finalizado el segundo trimestre del año, la economía alemana se mantiene débil, y todo apunta a que este año el PIB aumente por debajo del 1%, con la demanda interna creciendo muy tímidamente y el sector exterior aportando al crecimiento total algo menos que en ejercicios anteriores. Para 2006 la incertidumbre es aún mayor y casi cualquier escenario es posible. Por el momento, apostamos por una suave aceleración. La mejor noticia sería que se cumpliesen nuestros augurios de tímida recuperación del consumo privado. Esto animaría la producción nacional, al mercado laboral y alejaría a la economía alemana de su dependencia del exterior. Es un escenario posible, pero para nada seguro. Los cimientos de la economía alemana son aún muy frágiles como para apostar de forma fehaciente por este escenario.

Los precios aumentaron un 1,7% en 2004, y esta tasa se mantuvo en el primer semestre de 2005. Con la fuerte subida posterior del precio del crudo, el crecimiento de los precios ha

repuntado varias décimas en el tercer trimestre del año y la inflación se ha colocado en el 2,1% en este periodo del año. Para lo que resta de año y 2006 no prevemos caídas notables del precio del crudo. El poco dinamismo de la demanda interna alemana y la estabilidad de tipos de interés nos hace apostar por un escenario de inflación muy controlado y estable en torno a los niveles actuales del 1,7%-2,0%.

Reino Unido

La economía británica ha presentado en los últimos años ritmos de crecimiento superiores al de la media comunitaria. En 2004, este diferencial comenzó a reducirse y es posible que a lo largo de 2005 y 2006 sea prácticamente nulo. Según la publicación del PIB preliminar del segundo trimestre de 2005, éste aumentó un 1,8% con respecto al mismo periodo del año anterior. La revisión posterior reducía esta estimación inicial al 1,5%. Tanto el 1,8% como el 1,5%, no obstante, muestra una pérdida de ritmo muy notable con respecto a los registros de finales de 2003 y 2004, que fueron superiores al 3%. La desaceleración de la economía británica para 2005 está siendo de mayor intensidad a la inicialmente prevista. Esperamos que ésta se mantenga a lo largo del segundo 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 muy suave, aunque menor a la esperada en el Informe anterior. Con todo, prevemos que el PIB británico crezca en 2005 en torno al 1,9% y varias décimas menos en 2006.

El crecimiento británico se ha desacelerado en 2005 más de lo previsto.

El dinamismo de la demanda interna, que era el que mantenía el diferencial de crecimiento de la economía británica con respecto al resto de Europa, se ha frenado de manera brusca. Esta corrección del desequilibrio existente entre consumo interno y producción nacional está teniendo un efecto positivo en las cuentas exteriores, controlándose el déficit comercial, aunque aún se mantiene bastante alto.

Las familias y las empresas siguen sosteniendo un nivel de endeudamiento alto. La desaceleración del consumo, y el mantenimiento de los niveles de empleo, lo cual es un aspecto muy positivo de la economía británica, podrían corregir uno de

los mayores desequilibrios que presenta el Reino Unido. Las economías que basan su crecimiento en la fortaleza de la construcción y del consumo privado por mucho tiempo, como le ha ocurrido al Reino Unido, tiende a generar estos desequilibrios que, de no corregirse a tiempo, pueden sumir a la economía en una desaceleración brusca e incluso en una recesión de la cual resultaría difícil salir. No creemos que este sea el caso del Reino Unido.

Además de su ajuste económico, que consideramos natural y en algún sentido deseable para la futura estabilidad económica, los atentados sufridos en su capital han acelerado más la desaceleración de importantes indicadores como las ventas al por menor, la producción industrial o los permisos de construcción. Por todo esto, aunque sí prevemos que el Reino Unido crezca por debajo de un 2% este año y el próximo, creemos que su economía se recuperará con más fuerza que las demás en el siguiente ciclo económico expansivo, que podría comenzar en el segundo tramo de 2006.

La tasa de paro se mantiene en niveles históricamente bajos del 4,6%-4,8%. La gran flexibilidad del mercado laboral británico está facilitando que la destrucción de empleo sea poca, a pesar de la desaceleración de su economía. No obstante, de mantenerse esta pérdida de ritmo a lo largo del próximo ejercicio, prevemos que la destrucción de empleo comenzará a ser notable y se experimentarán subidas de varias décimas de la tasa de paro.

La inflación interanual medida por el crecimiento del RPI (retail price index) creció notablemente en el segundo tramo de 2004. En lo que llevamos de año, a pesar del repunte en el precio del petróleo, la fortaleza de la libra y la desaceleración de la demanda interna británica han más que compensado la subida del precio del petróleo y la inflación se ha reducido en lo que llevamos de año. No prevemos fuertes tensiones inflacionistas en la economía británica para lo que resta de año y 2006.

Latinoamérica

Argentina ha superado nuestras previsiones de crecimiento durante el primer semestre del ejercicio, ofreciendo una variación interanual del producto del 8,4%. El motor del crecimiento ha

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

sido la demanda interna y de manera especial el consumo privado. Por su parte la inversión privada ha perdido fortaleza en la primera mitad del año, motivado en parte por los continuos incrementos del tipo de interés.

Los depósitos y los créditos continúan creciendo a tasas elevadas, mostrando la recuperación del sistema bancario. Como nota negativa, señalar el incremento del nivel de precios y la dificultad que tiene la economía para generar empleo. Para el horizonte más cercano, esperamos la estabilidad del consumo privado en la segunda mitad del año, y la pérdida de ritmo de la inversión privada, motivado por la falta de inversiones extranjeras.

La economía mexicana ha registrado un buen ritmo de crecimiento durante el primer semestre, 2,6% interanual, aunque inferior a lo que preveíamos. La desviación ha procedido fundamentalmente de una fuerte desacumulación de inventarios, que ha restado casi un punto porcentual al crecimiento del PIB. El consumo privado ha registrado una suave desaceleración, mientras que la demanda de inversión ha mantenido la misma fortaleza exhibida en 2004. El sector exterior ha experimentado un fuerte deterioro, restando 1,5 puntos porcentuales al crecimiento del PIB. No se encontraban unos resultados tan negativos del sector externo desde el año 2000.

Los indicadores mensuales de actividad y demanda apuntan a una continuidad en la moderación del gasto de consumo privado y a una cierta pérdida de ritmo de la inversión en bienes de equipo. Todo lo cual conduciría a una leve reducción del ritmo de crecimiento hasta el entorno del 2,3%-2,5%. El resultado sería un crecimiento medio en 2005 del 2,6%-2,7%.

La economía brasileña ha crecido en la primera mitad del ejercicio un 3,7% anual, cifra inferior a nuestra previsión. El motor de la economía ha sido la demanda interna, que ha quitado protagonismo al sector exterior. Especial atención merece el consumo privado que se ha expandido un 3,2%. Por otro lado, el sector industrial ha crecido a buen ritmo en el primer semestre del año, con aceleración de la tasa de crecimiento del sector con el transcurso de los meses.

Después de la aceleración del crecimiento de los precios en los primeros meses del año, la rígida política monetaria ha tenido su efecto y los precios crecen a una tasa más lenta desde octubre. Esto ha permitido las primeras rebajas del tipo de interés desde 2003. De cara a la segunda mitad del año, esperamos la estabilidad de las tasas de crecimiento del consumo y la actividad industrial.

Perspectivas

El principal factor de riesgo e incertidumbre para el próximo semestre continúa siendo, como en el último informe, el precio del petróleo.

Después de haber estado situado por encima de los 60 dólares el barril en los últimos meses, las perspectivas son de continuidad en el entorno de dicho valor. Aparte de las dificultades relativas a la capacidad de producción de crudo, hay otros factores de corto plazo que también empujan su precio al alza: la saturación en la capacidad de refinado, o la elevada demanda de zonas con intenso crecimiento económico (Asia, fundamentalmente). Adicionalmente, algunos miembros de la OPEP desean mantener los precios elevados. Todo esto hace poco previsible una rebaja sustancial del precio en los próximos meses.

Esta carestía del petróleo tendrá un efecto significativo sobre los precios de las principales economías, y con ello puede tensionar al alza los tipos de interés. Por ello, aunque es cierto que el efecto del petróleo caro sobre el crecimiento no ha sido muy significativo por el momento, o al menos no tanto como en otras crisis, sí que probablemente significará una pérdida de algunas décimas al crecimiento de las Áreas importadoras de productos energéticos (Estados Unidos, Asia, Eurozona).

Para Estados Unidos, el escenario que consideramos más probable por el momento es de una ligera mejora en el ritmo de crecimiento durante el segundo semestre del año, alentado por una reactivación del consumo privado y la finalización del proceso de desacumulación de existencias. Consideramos que los efectos del *Katrina* serán de alcance moderado, por lo que esperamos que el crecimiento durante 2005 se sitúe en el 3,7%.

En cuanto a la Eurozona, los indicadores recientes apuntan a una mejoría de la actividad durante el segundo semestre, aunque las cifras de crecimiento seguirán siendo muy modestas: 1,3%-1,4% para el conjunto del año. El principal lastre sigue siendo la debilidad de la demanda doméstica en países como Alemania o Italia. En cualquier caso, el Área se verá favorecida en cierto grado por un euro que se ha mantenido durante todo el año algo más depreciado frente al dólar que en 2004. El escenario más probable es que la cotización de la divisa europea se mantenga en los próximos meses en el entorno del 1,20-1,25 dólares/euro. Por un lado, esto debe alentar algo las exportaciones industriales fuera del Área; por otro, podría traducirse en tensiones inflacionistas, aunque de momento éstas no se han visto materializadas, a pesar de la carestía de los bienes energéticos importados.

El escenario de tipos de interés más probable en Estados Unidos es que la Reserva Federal continuará con su sesgo alcista reciente, lo que podría situar el tipo de intervención en torno al 4,25% a finales de año, frente al 3,75% actual. En cambio, en la Zona Euro los mercados consideran como escenario más probable el mantenimiento de los tipos actuales hasta mediados de 2006, cuando serían elevados en pequeña cuantía.

Un factor de riesgo que continúa latente es el abultado déficit comercial estadounidense. Bajo un escenario optimista, que consideramos el más probable, esto conducirá antes o después a una considerable depreciación del dólar que permitirá corregir el desequilibrio del intercambio de bienes estadounidense con el resto del mundo. En un escenario más pesimista, la caída del dólar podría ser muy brusca ocasionando un fuerte tensionamiento de los tipos de interés que frenaría en seco el consumo y la inversión, con la consiguiente elevación del desempleo y una posible crisis financiera.