

**MODELO ECONOMÉTRICO
WHARTON UAM**
AÑO XXIII

**PERSPECTIVAS ECONÓMICAS
2004 - 2010**

**Instituto "L.R.KLEIN"
Centro Stone**

Noviembre 2004(*)

(*) Fecha de cierre de la predicción: 10 de Noviembre de 2004.

Copyright,

**Centro de Predicción Económica (CEPREDE)
Reservados todos los derechos. Prohibida toda
distribución secundaria sin permiso escrito.**

AUTORES DEL INFORME

Las predicciones presentadas son fruto de un trabajo en equipo en el que colaboran con el personal fijo y equipo asesor de CEPREDE, tanto expertos internacionales, como expertos nacionales de las instituciones asociadas.

La redacción del presente informe ha sido realizada por:

JULIÁN PÉREZ GARCÍA

Condicionantes y riesgos de Tipos de Interés y Tipos de Cambio

SANTIAGO LABIANO GORRAIZ

Han colaborado en la elaboración del informe:

**Guillermo García
Jorge Rodríguez**

ÍNDICE ANALÍTICO

SECCIÓN I.- INTERNACIONAL	1
I.1.- Situación actual	3
I.2.- Alternativas y revisiones de la predicción	4
I.3.- Perspectivas a corto y medio plazo	5
I.4.- Condicionantes y riesgos de la predicción	6
SECCIÓN II.- ÁREA EURO	13
II.1.- Situación actual	15
II.2.- Alternativas y revisiones de la predicción	16
II.3.- Perspectivas a corto y medio plazo	17
II.4.- Condicionantes y riesgos de la predicción	18
SECCIÓN III.- TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS DE CAMBIO	23
III.1.- Situación actual	25
III.2.- Alternativas y revisiones de la predicción	26
III.3.- Perspectivas a corto y medio plazo	27
III.4.- Condicionantes y riesgos de la predicción	28
SECCIÓN IV.- CRECIMIENTO	37
IV.1.- Situación actual	39
IV.2.- Alternativas y revisiones de la predicción	40
IV.3.- Perspectivas a corto y medio plazo	41
IV.4.- Condicionantes y riesgos de la predicción	42
SECCIÓN V.- EMPLEO	47
V.1.- Situación actual	49
V.2.- Alternativas y revisiones de la predicción	50
V.3.- Perspectivas a corto y medio plazo	51
V.4.- Condicionantes y riesgos de la predicción	52
SECCIÓN VI.- DÉFICIT PÚBLICO	55
VI.1.- Situación actual	57
VI.2.- Alternativas y revisiones de la predicción	58
VI.3.- Perspectivas a corto y medio plazo	59
VI.4.- Condicionantes y riesgos de la predicción	60

SECCIÓN VII.- PRECIOS Y SALARIOS	65
VII.1.- Situación actual	67
VII.2.- Alternativas y revisiones de la predicción	68
VII.3.- Perspectivas a corto y medio plazo	69
VII.4.- Condicionantes y riesgos de la predicción	70
SECCIÓN VIII.- DÉFICIT EXTERIOR.....	75
VIII.1.- Situación actual	77
VIII.2.- Alternativas y revisiones de la predicción	78
VIII.3.- Perspectivas a corto y medio plazo	79
VIII.4.- Condicionantes y riesgos de la predicción	80
SECCIÓN IX.- ESCENARIOS ALTERNATIVOS.....	83
IX.1.- Condicionantes de partida.....	85
IX.2.- Hipótesis de simulación.....	87
IX.3.- Principales resultados	91

ÍNDICE DE TABLAS CONTENIDAS EN EL ANEXO

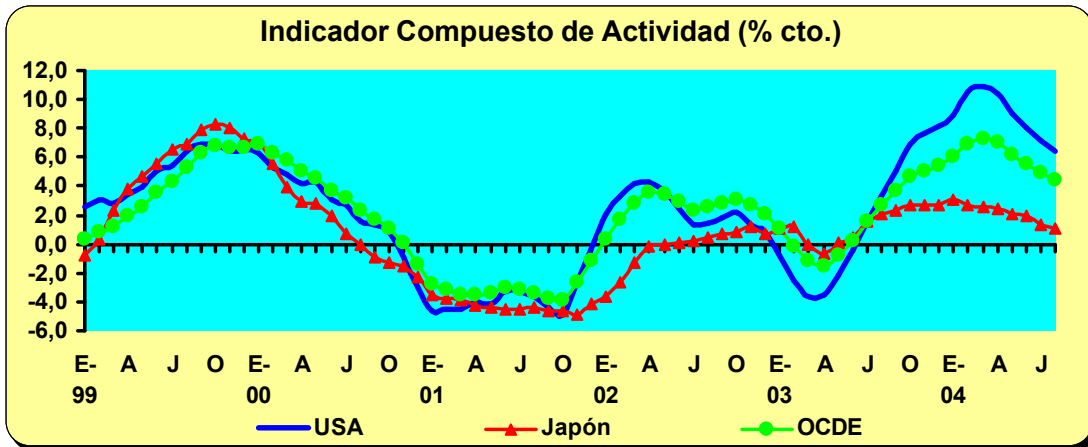
I.- TABLAS TRIMESTRALES (Modelo Wharton-UAM)	
- PIB a precios de mercado. Demanda. Euros Constantes (Base 1995)	A-3
- PIB a precios de mercado. Demanda. Euros Corrientes	A-4
- PIB a precios de mercado. Demanda. Deflatores	A-5
- PIB a precios de mercado. Oferta. Euros Constantes (Base 1995)	A-6
- PIB a precios de mercado. Oferta. Euros Corrientes	A-7
- PIB a precios de mercado. Oferta. Deflatores	A-8
- Empleo	A-9
- Salarios y Productividad	A-10
- Tipos de Interés y Tipos de Cambio	A-11
- Otras variables del Modelo Trimestral	A-11
II.- TABLAS RESUMEN (Modelo Wharton-UAM)	
- Principales Magnitudes de Demanda Interna.....	A-15
- Principales Magnitudes de Demanda Externa	A-16
- Principales Magnitudes de Precios	A-17
- Principales Magnitudes de Empleo.....	A-18
- Principales Magnitudes de Tipos de Interés y Tipos de Cambio.....	A-19
- Principales Magnitudes de Sector Público.....	A-20
- Principales Crecimientos internacionales	A-21
III.- TABLAS ANUALES (Modelo Wharton-UAM)	
- PIB a precios de mercado. Euros Constantes (Base 1995)	A-25
- PIB a precios de mercado. Deflatores	A-25
- PIB a precios de mercado. Euros Corrientes	A-26
- Demanda Interna. Euros Constantes (Base 1995)	A-27
- Demanda Interna. Deflatores	A-28
- Demanda Interna. Euros Corrientes	A-29
- Sector Exterior. Euros Constantes (Base 1995).....	A-30
- Sector Exterior. Deflatores.....	A-31
- Sector Exterior. Euros Corrientes.....	A-32
- Balanza por Cuenta Corriente.....	A-33
- Valor Añadido Bruto . Euros Constantes (Base 1995).....	A-34
- Valor Añadido Bruto . Deflatores	A-35
- Valor Añadido Bruto . Euros Corrientes.....	A-36
- Precios Sectoriales de Importación.....	A-37
- Precios Sectoriales de Producción	A-37
- Precios Internacionales de Materias Primas y Productos de Alimentación	A-38
- Precios Internacionales de Exportación.....	A-39
- Crecimiento internacional	A-40
- Precios Internacionales de Consumo	A-40
- Empleo por ramas de actividad.....	A-41
- Indicadores de Evolución Salarial	A-42
- Productividades Sectoriales por persona ocupada	A-42
- Población Potencialmente Activa (Por tramos de edad y sexo)	A-43
- Población Activa (Por tramos de edad y sexo).....	A-44
- Renta Bruta Disponible y Capacidad de Financiación. Total Nación.	A-45
- Renta Bruta Disponible y Capacidad de Financiación. Familias.	A-46
- Renta Bruta Disponible y Capacidad de Financiación. AA.PP.	A-47
- Ingresos y Gastos de las AA.PP.	A-48
- Deuda y Pagos por Interés de las AA.PP.	A-50
- Renta Bruta Disponible y Capacidad de Financiación. Empresas	A-51
- Tipos de Interés a Corto Plazo (Nacionales e Internacionales).....	A-52
- Tipos de Interés a Largo Plazo (Nacionales e Internacionales)	A-52
- Tipos de Cambio Moneda / Dólar y Moneda/ Euro	A-53

IV.- ESCENARIOS ALTERNATIVOS

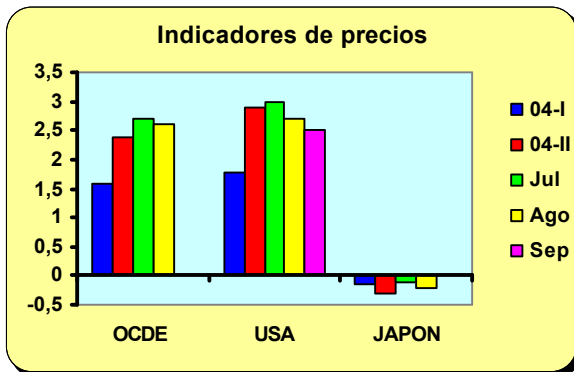
- Escenario 1. Entorno Internacional	A-57
- Escenario 1. Principales resultados	A-58
- Escenario 1. Diferencias con la solución anterior.....	A-59
- Escenario 2. Entorno Internacional	A-60
- Escenario 2. Principales resultados	A-61
- Escenario 2. Diferencias con la solución básica.....	A-62
- Escenario 3. Entorno Internacional	A-63
- Escenario 3. Principales resultados	A-64
- Escenario 3. Diferencias con la solución básica.....	A-65

Sección I.- INTERNACIONAL.

I.1.- SITUACIÓN ACTUAL



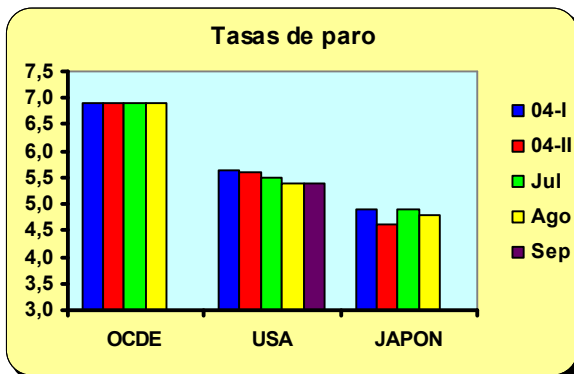
Desde finales del primer trimestre del presente año se ha frenado la tendencia de reactivación de los indicadores compuestos que se venía manteniendo desde mediados del pasado año.



Inflación (1)	UDD	Cto.
EEUU	oct-04	3,2
Japón	sep-04	0,0
OCDE(2)	sep-04	2,4
UE Armonizado	sep-04	2,1

(1) Medida con IPC (2) 16 países

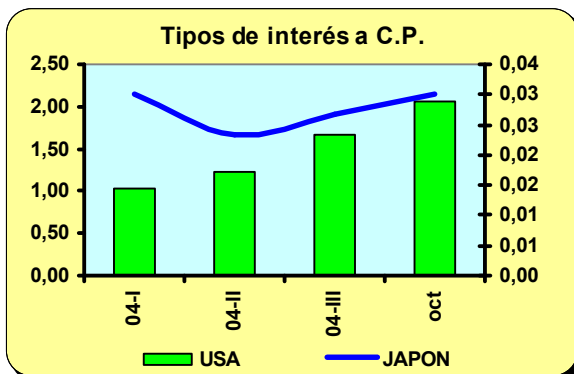
• Tras el verano parece haberse frenado la escalada de inflación inducida por la elevación de los precios del crudo.



Tasa Paro	UDD	Valor	Hace 1 año
EEUU	oct-04	5,5	6,0
Japón	ago-04	4,8	5,1
OCDE (1)	ago-04	6,9	7,2
UE	ago-04	9,0	9,1

(1) 16 países.

• Ligera reducción de la tasa de paro en Estados Unidos que no parece reproducirse claramente en el resto de países desarrollados.



T. de interés y Agr.Monet.	%Cto.Sep./Sep.			
	27-Oct.	C pl.	L pl.	M3
EE.UU.	2,06	3,99	5,0	4,8
Japón	0,03	1,42	4,1	2,1
Euro-11	2,15	3,78	9,7	6,0

Corto plazo: interbancario 3 meses Largo plazo: deuda pública 10 años

• Continúa la progresiva elevación de los tipos de interés a corto plazo en Estados Unidos, donde en el último mes se han situado un punto por encima de los registrados durante el primer trimestre del año.

I.2.- ALTERNATIVAS Y REVISIONES DE LA PREDICCIÓN

Predicciones alternativas				
	EE.UU.		JAPÓN	
	2004	2005	2004	2005
P.I.B	4,4	3,5	4,3	1,8
Máximo	4,6	5,4	4,7	2,5
Mínimo	4,2	2,5	4,0	0,2
Precios consumo	2,6	2,3	-0,1	0,0
Máximo	2,9	3,4	0,0	0,5
Mínimo	2,5	1,8	-0,3	-0,2

Fuente: Consensus Forecast. Octubre 2004.

Las nuevas estimaciones medias recogidas en Consensus Forecast, dibujan un panorama algo menos favorable que el presentado hace seis meses, al menos para la economía norteamericana, y que viene inducido, fundamentalmente, por la escalada de los precios del crudo, que en la actualidad se sitúan casi un 30% por encima de los adelantados en mayo.

Así, las nuevas estimaciones de crecimiento tanto para el 2004, como para el 2005, son ligeramente inferiores a las elaboradas en Mayo, si bien esta revisión a la baja se limita a dos décimas de crecimiento, tanto para el presente año como para el siguiente.

Algo más significativas son las revisiones efectuadas sobre las estimaciones de inflación y donde las nuevas previsiones se sitúan siete y cuatro décimas por encima de las presentadas hace seis meses, para el 2004 y el 2005 respectivamente.

En el caso de Japón, la situación es algo diferente, ya que mientras que las expectativas de inflación han sido revisadas ligeramente al alza, en una y dos décimas respectivamente, las previsiones de crecimiento son ligeramente superiores a las presentadas en mayo.

Especialmente significativa aparece la revisión al alza en el crecimiento estimado para el presente año, situándose 1,3 puntos por encima de la elaborada en primavera, situándose en un valor medio del 4,3%, cifra que no se registraba desde hace más de 10 años. Esta revisión ha venido inducida por el fuerte crecimiento mostrado por la economía japonesa durante el primer semestre del año, que, en promedio, se ha situado en el 4,7%.

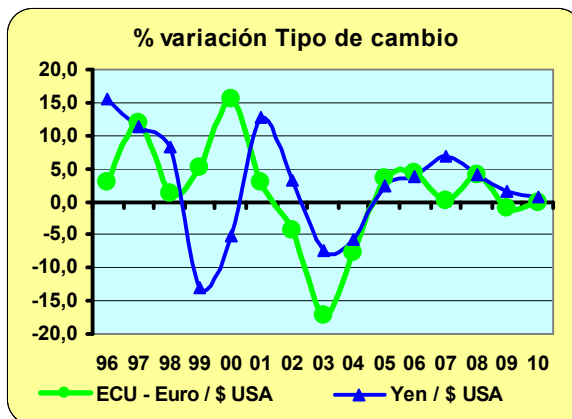
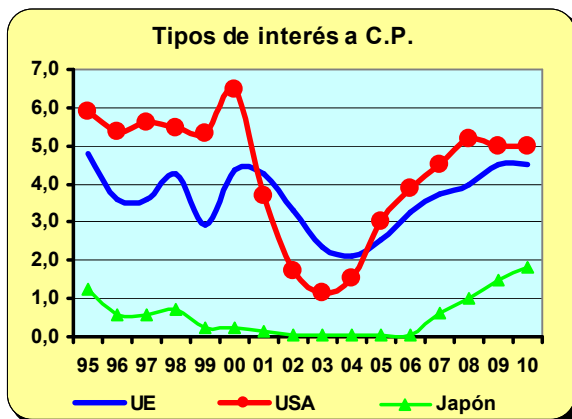
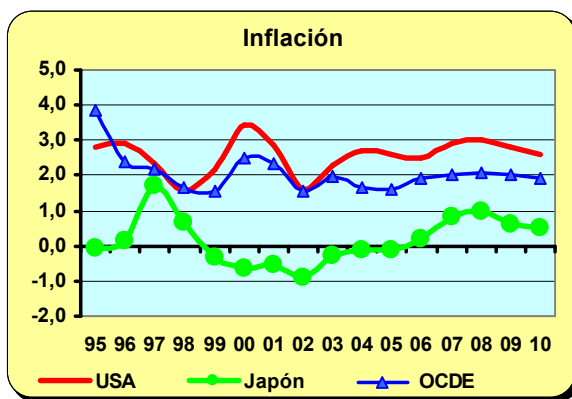
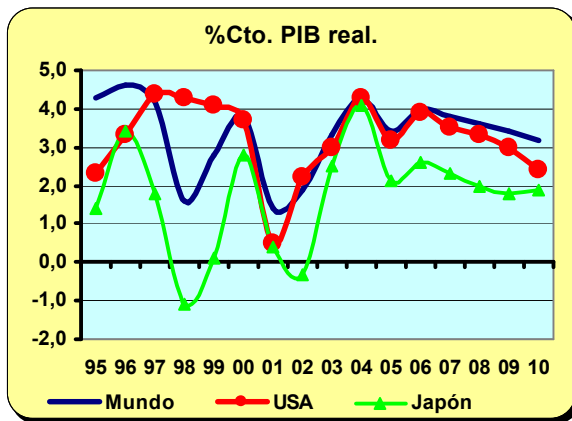
En cualquier caso, y al margen de las revisiones puntuales, las tendencias de evolución a corto plazo siguen siendo las mismas que las que recogíamos en nuestro informe anterior, y que adelantaban una cierta desaceleración del crecimiento para el próximo año 2005, tanto en la economía norteamericana, como en la japonesa.

	Áreas	Datos para 2004 en:				Datos para 2005 en:			
		My-03	Nv-03	My-04	Nv-04	My-03	Nv-03	My-04	Nv-04
PIB	OCDE	2,9	3,0	3,6	4,1	2,5	3,0	3,1	3,1
	EE.UU	3,6	4,0	4,6	4,4	3,0	3,6	3,7	3,5
	JAPÓN	0,8	1,3	3,0	4,3	1,4	1,9	1,7	1,8
INFLACIÓN	OCDE	2,0	1,9	1,5	2,5	1,2	1,3	1,6	2,4
	EE.UU	2,0	1,7	1,9	2,6	2,0	2,2	1,9	2,3
	JAPÓN	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,0

Fuente: Consensus Forecast. Octubre 2004 y CEPREDE (para las predicciones previas).

La elevación de los precios del crudo ha inducido una significativa revisión al alza de las expectativas de inflación y una cierta contención en los ritmos de crecimiento, manteniéndose las tendencias de desaceleración para el próximo año.

I.3.- PERSPECTIVAS A CORTO Y MEDIO PLAZO



• El escenario básico sigue marcando una evolución cíclica que se prolongaría hasta el 2007. Sin embargo, esta evolución cíclica presentará un cierto “bache” de crecimiento en el 2005, inducido por el shock generado por los mercados de crudo.

En efecto, los perfiles de evolución trimestral, tanto de Estados Unidos, como de Japón, ya adelantan esta desaceleración durante el presente año, y donde, en el cuarto trimestre podrían registrarse tasas de crecimiento casi dos puntos inferiores a las observadas a principios del ejercicio.

• El ciclo de crecimiento se reflejará en la evolución esperada de la inflación. Así, durante el periodo 2003-2004, se ha registrado una cierta reactivación de la inflación inducida, tanto por la aceleración del crecimiento mundial, como por los efectos derivados del shock petrolífero.

A más largo plazo, nuestro escenario básico contempla una evolución de la inflación, paralela al ciclo de crecimiento mundial, y donde los diferenciales de crecimiento entre las tres grandes economías se verían reflejados en términos de diferenciales de inflación, con niveles en torno al 3% para Estados Unidos, alrededor del 2% en Europa y por debajo del 1% en Japón, que abandonaría el proceso deflacionario que habría estado experimentando a lo largo de los últimos años.

• Políticas monetarias acomodaticias a lo largo del ciclo. Una vez superado el bache de crecimiento del 2001-2002, las políticas monetarias en la tres grandes áreas retornarán hacia valores más acordes con el crecimiento y la inflación esperados. De esta forma, y a medio plazo los tipos nominales americanos se estabilizarían en torno al 5%, los europeos alrededor del 4% y los japoneses en torno al 1%, lo que supondría unos tipos reales del orden del 2%, tanto en Europa como en Estados Unidos, y prácticamente nulos en Japón.

• Los tipos de cambio son una de las grandes incógnitas en el escenario de corto plazo. Tal como hemos reiterado en numerosas ocasiones, la evolución a corto plazo del tipo de cambio se convierte en un ejercicio de difícil ejecución cuando, como en la actualidad, los condicionantes fundamentales apuntan en direcciones contrarias. Así, mientras la rentabilidad diferencial de la economía norteamericana pese más que sus desequilibrios acumulados, la tendencia de corto plazo situaría el dólar en unos niveles sensiblemente más apreciados que los actuales, tal como se recoge en nuestro escenario básico.

I.4.- CONDICIONANTES Y RIESGOS DE LA PREDICCIÓN.

De acuerdo con las últimas estimaciones elaboradas por el F.M.I. en Septiembre del presente año, el conjunto de la economía mundial estaría alcanzando un máximo de crecimiento cíclico durante el presente año 2004, donde se alcanzaría una tasa de crecimiento del PIB mundial ligeramente superior al 4%.

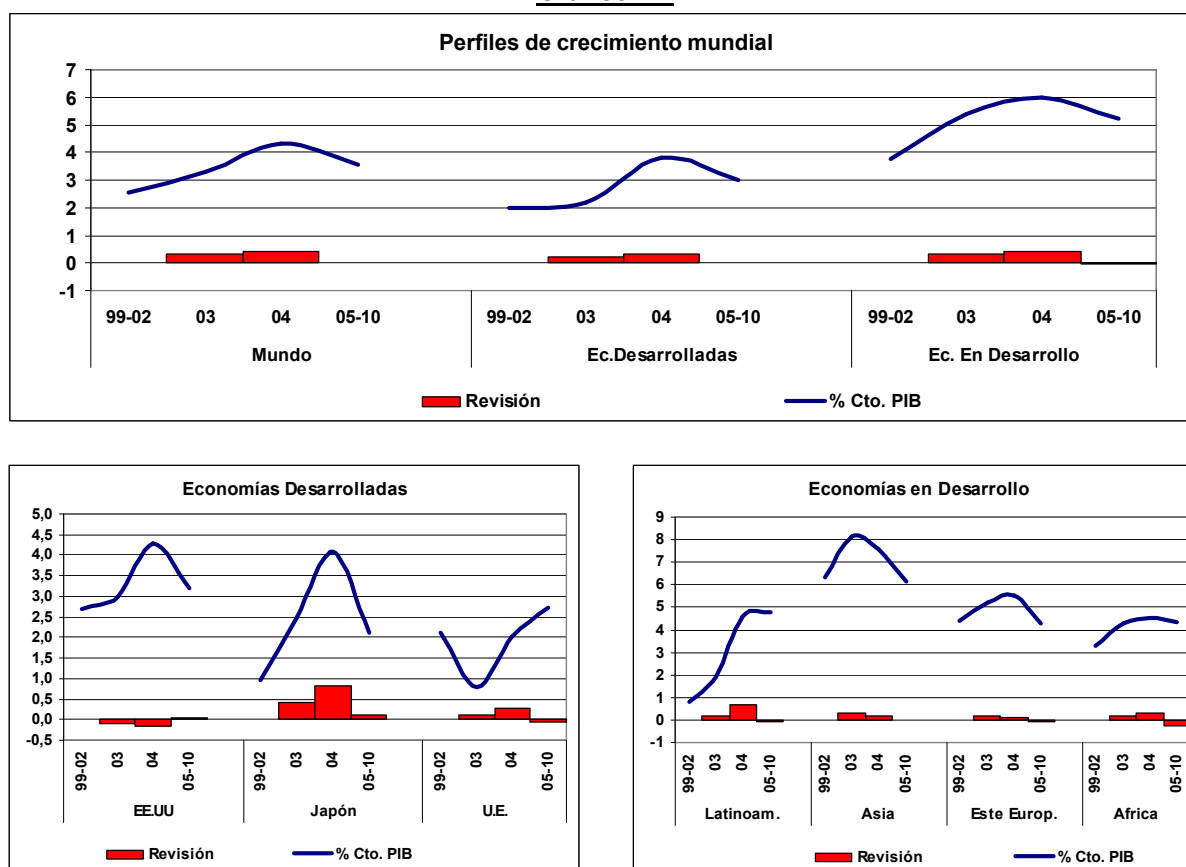
Estos ritmos de crecimiento se desacelerarían ligeramente durante los próximos años, hasta situarse en valores medios en torno al 3,5%, lo que supondría que la segunda mitad de la década presentaría unos resultados sensiblemente mayores a los registrados en la primera donde el crecimiento medio se habría situado en el 3%.

Estas nuevas estimaciones son algo más optimistas que las presentadas hace seis meses, tanto para el 2003, como para el 2004, para los que en la actualidad se barajan tasas de crecimiento algo menos de medio punto superiores a las recogidas hace seis meses.

Ahora bien, esta mejora de expectativas parece haberse truncado a raíz de la evolución experimentada en los mercados de crudo en los últimos meses, y las perspectivas adelantadas para el conjunto de la economía mundial en el próximo año son bastante menos optimistas que en la primavera, y se sitúan medio punto por debajo de las que presentábamos en mayo.

Así, las nuevas previsiones del FMI, bastante similares a las elaboradas por otros organismos, apuntan hacia una desaceleración del crecimiento mundial durante el próximo año de casi un punto, estimando un crecimiento del 3,4% frente al 4,3% que se estima para el presente año.

Gráfico I.1.



Fuente: CEPREDE, con base a los datos del F.M.I. Septiembre 2004.

Mejora de expectativas a corto plazo que parecen haberse truncado a raíz de la elevación de los precios del crudo.

Analizando las evoluciones registradas por las diferentes áreas geográficas, comprobaremos que las pautas de evolución siguen siendo bastante similares a las que presentábamos hace seis meses y que podemos concretar en los siguientes aspectos.

Entre las economías desarrolladas Estados Unidos seguirá marcando los ritmos de crecimiento más elevados, tanto a corto plazo, como a medio y largo plazo, ya que si bien la economía japonesa está presentando una fuerte expansión durante el periodo 2003-2004, no parece que estos ritmos sean sostenibles durante los próximos años, ya que están basados, fundamentalmente, en el fuerte tirón de su sector exportador con destino a China, y no parece que dichas tasas de crecimiento sean sostenibles a medio plazo.

Por el contrario, el crecimiento en Estados Unidos, está mucho más concentrado en su propia demanda interna, y que si bien está generando fuertes desequilibrios, tanto de la balanza de pagos, como de las cuentas públicas, no parece que dichos desequilibrios vayan a provocar un desplome de la actividad norteamericana, al menos en el escenario más probable.

Respecto al conjunto de la Unión Europea, el modelo de crecimiento es algo más difuso, ya que algunas economías tienden a aproximarse al modelo japonés, basando su expansión en el sector exterior, mientras que otras se aproximan más al modelo americano, basado en demanda interna.

En términos medios, nuestro escenario básico apuesta por una progresiva aproximación hacia el modelo americano con un mayor peso de la demanda interna y que, en el caso europeo, se vería apoyado por la dinámica de las exportaciones intra-comunitarias y el proceso de ampliación.

En cuanto a las economías en desarrollo, el conjunto del sudeste asiático junto con China, continúa siendo la zona más dinámica a nivel mundial, con ritmos de crecimiento medio superiores al 8% durante el presente año, y con una cierta tendencia hacia la moderación a medio plazo.

Tras el sudeste asiático, son los antiguos países en transición los que presentan unos ritmos más acelerados, aproximándose al 6% en el 2004, y moderándose igualmente a lo largo del horizonte de predicción.

Latinoamérica, parece ir superando progresivamente los problemas concentrados en alguna de sus grandes economías y presenta un perfil de recuperación a lo largo de todo el periodo considerado hasta situarse en un potencial de crecimiento cercano al 5%.

Este escenario básico no está exento de riesgos, tanto a corto, como a medio y largo plazo.

Entre los riesgos a corto plazo, debemos señalar, lógicamente, la evolución de los precios del crudo, que de mantenerse podría llegar a generar un periodo de crisis mundial similar al registrado a finales de los 70 y principios de los 80.

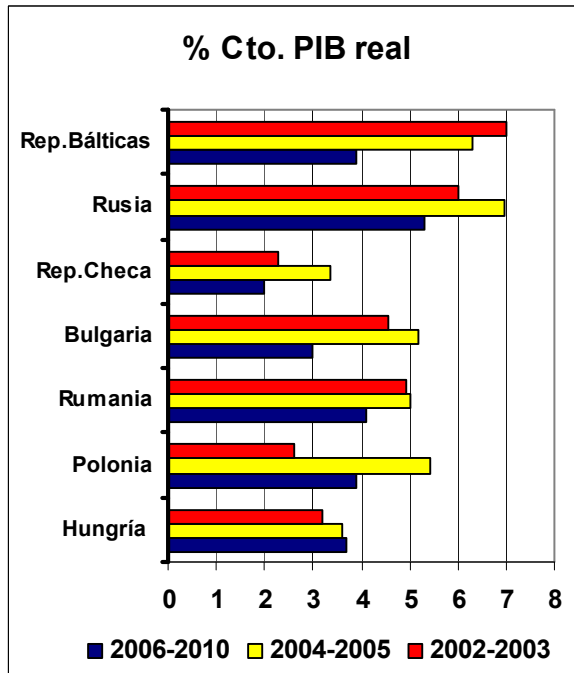
En cuanto a los riesgos de más largo plazo, podemos señalar la sostenibilidad del ritmo de crecimiento de la economía China, y su fuerte impacto sobre el conjunto del comercio mundial y especialmente sobre la dinámica de crecimiento de toda la zona oriental.

En el mismo sentido, y con un horizonte de medio plazo, debemos seguir atentos a los fuertes déficit acumulados por la economía norteamericana, y de cuyo ritmo de corrección depende en gran medida las expectativas generadas sobre el conjunto de la economía mundial.

El modelo de crecimiento mundial no parece haber experimentado cambios significativos, con una zona claramente dinámica alrededor de la economía China, un crecimiento sostenido basado en demanda interna y con fuertes desequilibrios en Estados Unidos, y una Unión Europea que no termina de definir claramente su futuro.

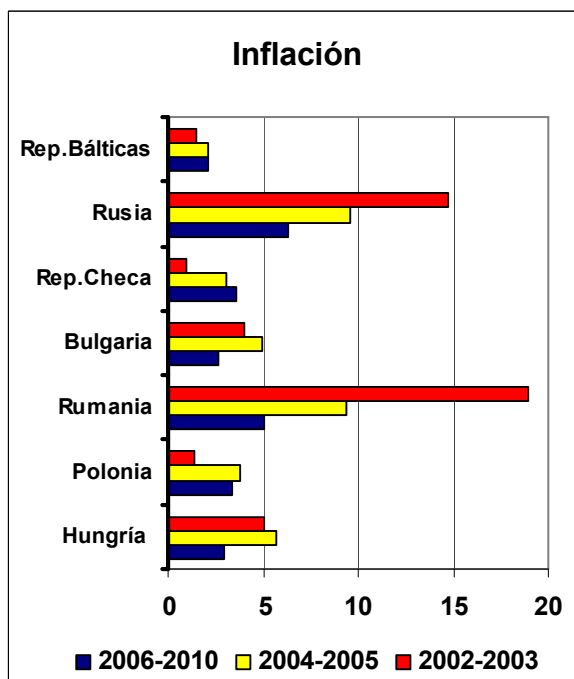
➤ Economías en transición.

Gráfico I.2.



Fuente: CEPREDE. Noviembre 2004. F.M.I. y Euromonitor

Gráfico I.3



Fuente: CEPREDE. Noviembre 2004. F.M.I. y Euromonitor

Datos Básicos.

Dentro de este primer agregado de economías en transición, seguimos incluyendo, por el momento, a los nuevos miembros de UE-25, por lo que se incluyen un total de 28 países, de los cuales 13 corresponden a la antigua Unión Soviética.

Su aportación total sobre el PIB mundial ascendería en 2003, al 7%, mientras que su cuota de exportaciones se limitaría al 6,4%.

Considerando que estos países concentran al 7,5% de la población mundial, su renta per cápita se aproximaría a los 6500 \$ por habitante y año, es decir un 93% de la media mundial, y algo más del 30% de la renta per cápita española.

Relaciones comerciales con España.

% s/ total	2001	2002	2003	% Cto.03/00
Exportaciones	4,7%	5,5%	5,7%	7,6
Importaciones	4,3%	5,1%	5,4%	15,4
Saldo (%PIB)	-0,2%	-0,2%	-0,3%	-

Perspectivas.

En términos medios, el conjunto de la zona habría visto acelerado su ritmo de crecimiento hasta el 5,5% durante el presente año, frente al 4,7% del bienio anterior.

Para el 2005, se adelanta una ligera desaceleración hasta el 4,7%, en línea con el entrono internacional, y que se reduciría ligeramente a medio plazo hasta situarse en un promedio anual ligeramente superior al 4% para el resto del horizonte de predicción.

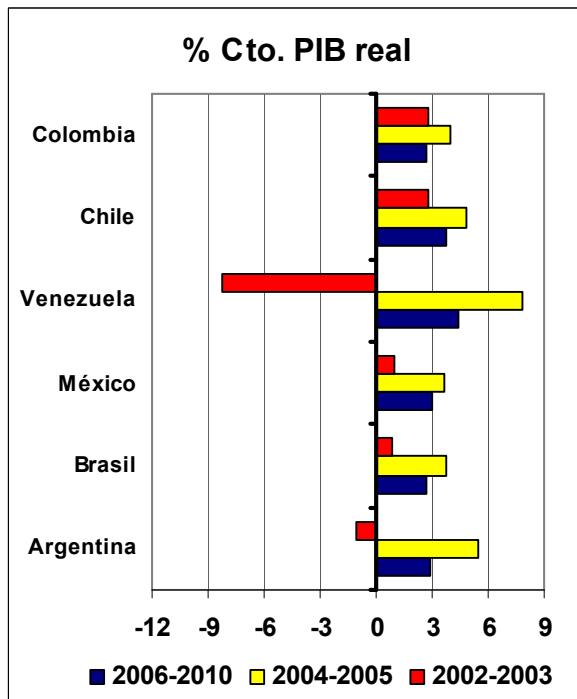
Este crecimiento sería bastante homogéneo entre los diversos países de la zona, destacando ligeramente la dinámica mostrada por el conjunto de repúblicas bálticas, que durante el bienio 2004-2005, alcanzarían tasas superiores al 6%, y Rusia que alcanzaría valores cercanos al 7% en ese mismo periodo.

En cuanto a la inflación, se aprecia una dicotomía clara entre los nuevos miembros de la UE-25, que presentan tasas medias en torno al 3,5%, y Rusia o las antiguas repúblicas soviéticas, que, aún con tendencia a la moderación, siguen presentando ritmos de crecimiento mucho más elevados.

Buena dinámica de crecimiento, compartida por la mayoría de las economías de la zona y altas divergencias en la evolución de la inflación.

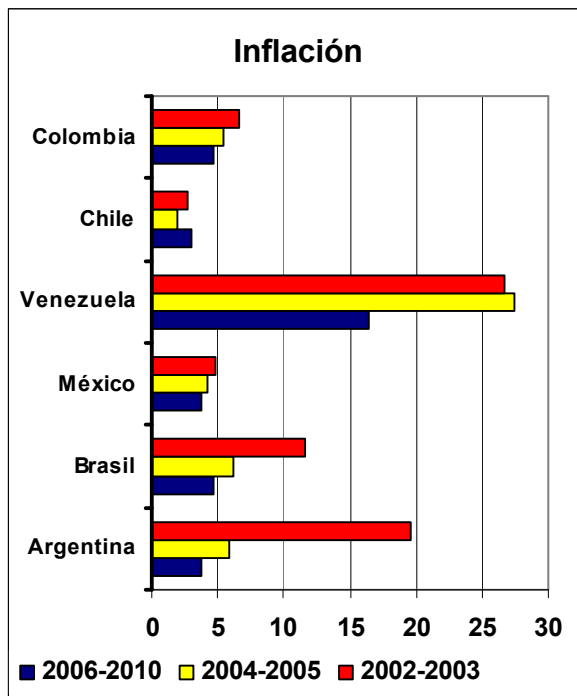
➤ Latinoamérica.

Gráfico I.4



Fuente: CEPREDE. Noviembre 2004. F.M.I. y Euromonitor

Gráfico I.5



Fuente: CEPREDE. Noviembre 2004. F.M.I. y Euromonitor

Datos Básicos.

En el área latinoamericana se incluyen un total de 33 países, que aportaron un total de producción equivalente al 7,6% del PIB mundial durante el 2003.

En ese mismo ejercicio su cuota de exportación sobre el total del comercio mundial ascendió al 4,1%.

Teniendo en cuenta que su población asciende al 8,4% de la población mundial, la renta media per cápita se sitúa en unos 6.300 \$, lo que supone el 90% de la media mundial y en torno al 30% de la española.

Relaciones comerciales con España.

% s/ total	2001	2002	2003	% Cto.03/00
Exportaciones	6,0%	5,4%	5,0%	-6,7
Importaciones	4,2%	4,3%	4,1%	3,2
Saldo (%PIB)	0,1%	0,0%	-0,1%	-

Perspectivas.

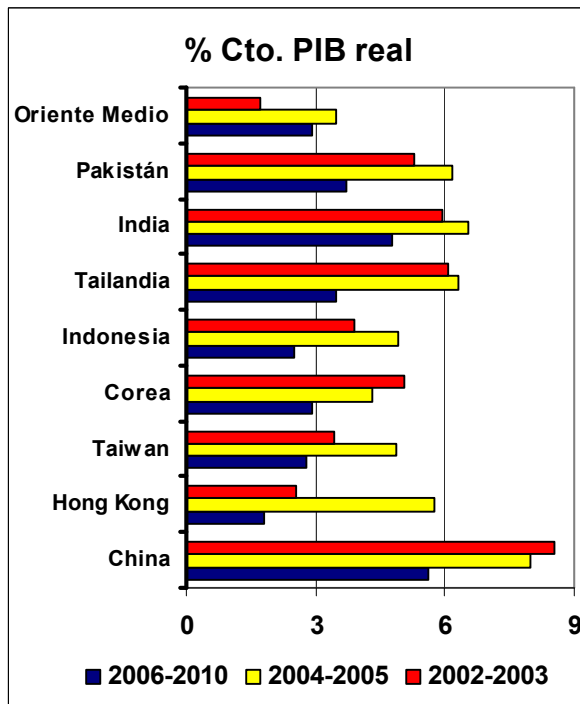
Tras un periodo de estancamiento, e incluso ligera recesión durante el 2002, el conjunto de la zona parece haber recuperado sus ritmos de crecimiento, desde un 2% en el 2003, hasta algo más del 4,5% que se prevé para el presente año.

Al igual que en otras zonas en desarrollo, el 2005 se presenta como un año de ligera desaceleración, estimándose un crecimiento medio en torno al 3,6%, y esperándose una posterior aceleración a medio plazo que elevaría las tasas de crecimiento medias hasta el entorno del 5%.

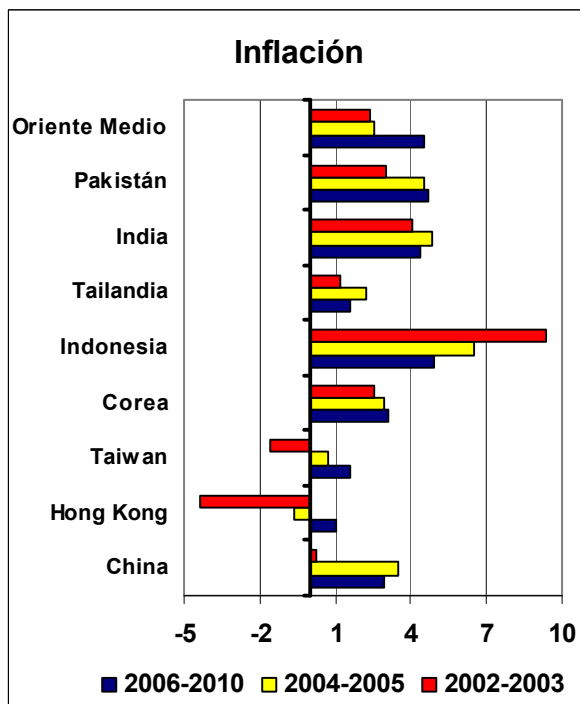
Por países, las mayores dinámicas se concentran, durante el bienio 2004-2005, en aquellas economías que más habían sufrido la pasada recesión, Venezuela y Argentina, mientras que, a medio plazo, los crecimientos se presentan bastante homogéneos entre los diversos países.

Respecto a la inflación, y dejando fuera el caso de Venezuela, el panorama se presenta bastante optimista, con tendencias decrecientes para la mayoría de las economías y que situaría la inflación media para el conjunto de la zona por debajo de 5% a finales del horizonte de predicción.

Se ha superado definitivamente la crisis de principio de la década, adelantándose una progresiva recuperación del crecimiento acompañada por una moderación de la inflación.

➤ **Asia.****Gráfico I.6**

Fuente: CEPREDE. Noviembre 2004. F.M.I. y Euromonitor

Gráfico I.7

Fuente: CEPREDE. Noviembre 2004. F.M.I. y Euromonitor

Datos Básicos.

Tal como adelantábamos en nuestro informe anterior, el conjunto de 23 países incluidos en este tercer agregado es bastante heterogéneo, tal como se refleja en las cifras detalladas que presentamos a continuación, y donde diferenciamos los nuevos países desarrollados del sudeste asiático, los países asiáticos en desarrollo y oriente medio.

2003	% PIB	% Pob.	Renta p.c. \$	% comercio
NICS	3,3	1,3	18.000	9,3
Asia en desarrollo	23,8	52,4	3.200	10,3
Oriente medio	2,8	4,0	4.900	3,6
Total	29,9	57,5	3.600	22,7

Fuente: F.M.I. Sep. 2004 y elaboración propia.

Relaciones comerciales con España.

% s/ total	2001	2002	2003	% Cto.03/00
Exportaciones	2,7%	2,8%	2,7%	2,1
Importaciones	8,0%	8,3%	8,7%	6,4
Saldo (%PIB)	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-

Perspectivas.

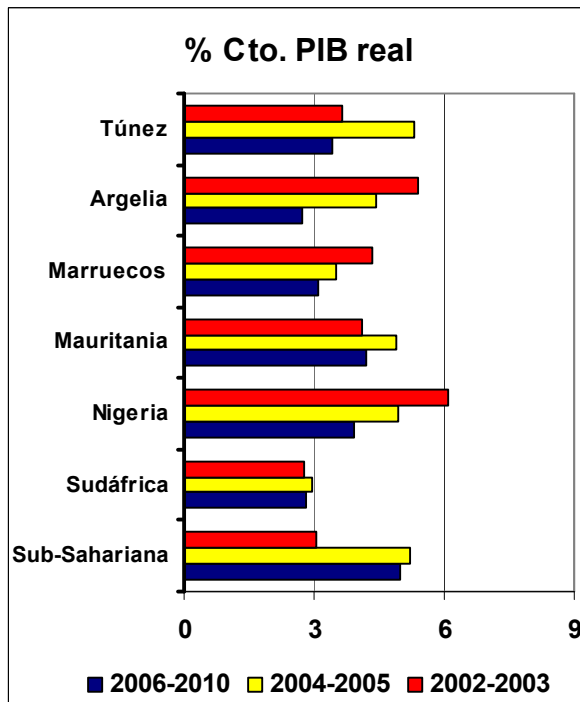
Tal como adelantábamos al principio de este apartado, las economías asiáticas son, con diferencia, las que mejores resultados están presentando en la actualidad, con tasas medias de crecimiento cercanas al 8% durante el presente año, si bien, tanto para el 2005, como para los ejercicios siguientes se prevé una cierta ralentización en sus tasas de crecimiento.

Esta desaceleración vendría provocada por una progresiva moderación de las tasas de crecimiento en China que reduciría, poco a poco, el ritmo de crecimiento de sus importaciones, que durante el 2003 y principios del 2004 habrían estado creciendo a tasas incluso superiores al 40%.

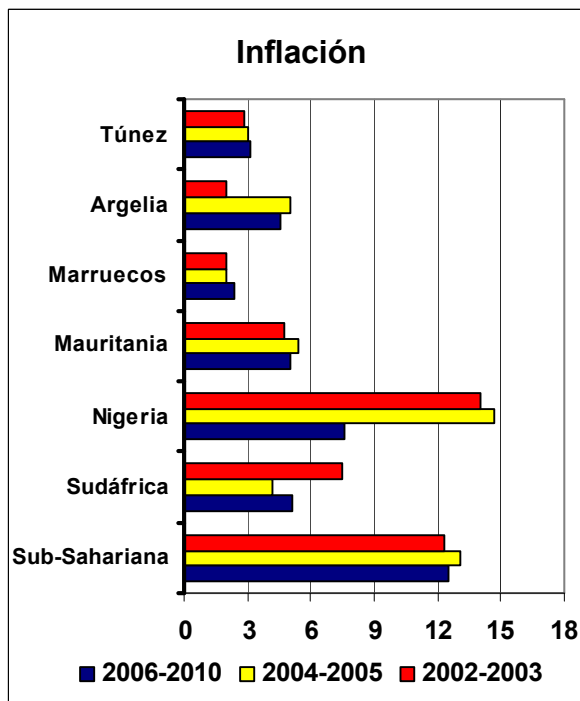
Respecto a la inflación, y exceptuando el caso de Indonesia, las tendencias que se aprecian en la mayoría de las economías es hacia una cierta reactivación en el crecimiento de los precios, tanto para el bienio 2004-2005, como en el resto del periodo de predicción.

No obstante, esta reactivación de la inflación debe entenderse como un cierto proceso de "normalización" ya que estas economías habrían estado experimentando una evolución de precios significativamente baja, incluso con deflación en algunos casos, y que revertirían hacia una banda en torno al 2-3%.

Se adelanta una cierta moderación en las tasas de crecimiento de la zona, propiciada por la economía China, y acompañada de una cierta reactivación de la inflación.

➤ **África.****Gráfico I.8**

Fuente: CEPREDE. Noviembre 2004. F.M.I. y Euromonitor

Gráfico I.9

Fuente: CEPREDE. Noviembre 2004. F.M.I. y Euromonitor

Datos Básicos.

En este último agregado englobamos un conjunto de 48 países, situados en el continente africano y entre los que se encuentran las economías más pobres del planeta.

En efecto, mientras que el 12,4% de la población mundial se sitúa en estos países, tan sólo se producen un 3,2% del total de bienes y servicios generados en el mundo.

Su cuota de exportación, mundial, centrada casi exclusivamente en materias primas, tan sólo alcanza el 2,1% del total mundial.

Su renta per cápita se limita a unos 1800 \$ por habitante y año, lo que supone en torno al 25% de la media mundial y algo más del 8% de la española.

Relaciones comerciales con España.

% s/ total	2001	2002	2003	% Cto.03/00
Exportaciones	5,7%	5,7%	5,8%	6,1
Importaciones	9,6%	8,9%	8,7%	-2,5
Saldo (%PIB)	-1,4%	-1,1%	-1,1%	-

Perspectivas.

El crecimiento medio en el conjunto del continente se ha mantenido bastante estabilizado a lo largo de los últimos años, experimentando una ligera aceleración durante el 2003 y el 2004 como consecuencia de la evolución experimentada por los precios de las materias primas, y los buenos resultados agrícolas.

Tal como puede apreciarse en el gráfico superior, este crecimiento es bastante homogéneo entre los distintos países, siendo ligeramente más moderado en el norte del continente.

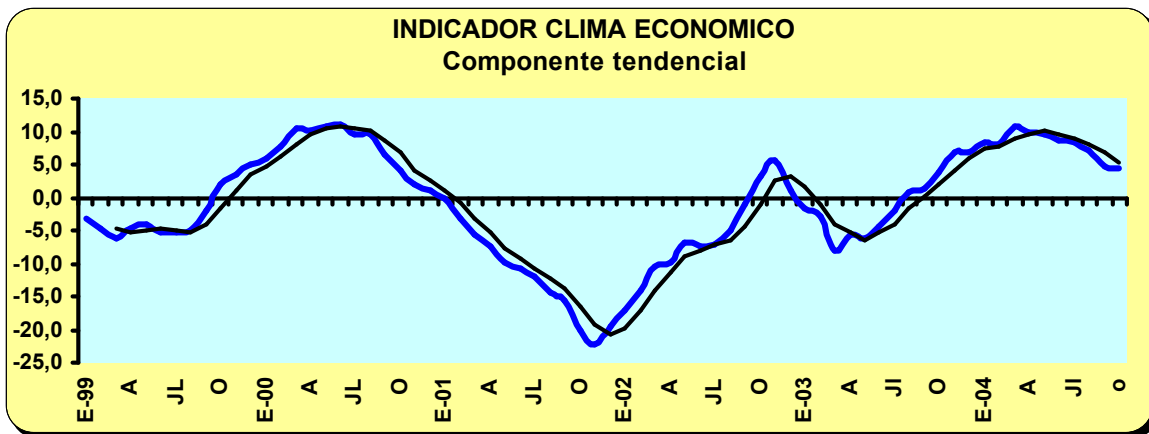
Las perspectivas a medio plazo, no muestran una evolución significativamente diferente de la actual salvo para las economías sub-saharianas, para las que los procesos de normalización y consolidación, política y económica, se espera que tengan un cierto efecto positivo sobre el crecimiento.

En cuanto a la inflación, se mantiene la dicotomía norte-sur, sin que, por el momento se aprecie una clara tendencia a la corrección en las economías sub-saharianas.

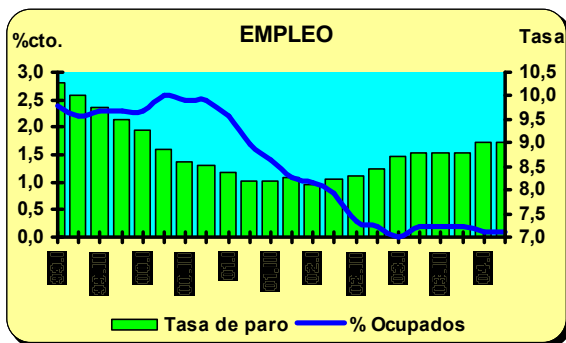
Crecimiento sostenido en el conjunto del continente, incentivado por los buenos resultados derivados de los mercados de exportación de materias primas.

Sección II.- ÁREA EURO.

II.1.- SITUACIÓN ACTUAL

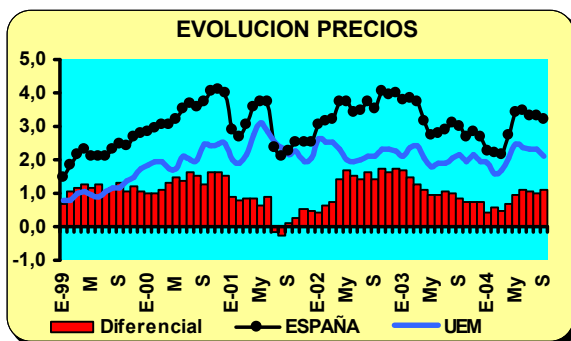


Desde Mayo se está registrando una desaceleración del I.C.E. en la Unión Monetaria, que se ha visto especialmente acusada después del verano; y que parece confirmarse en el avance de los datos trimestrales.



EMPLEO	U.D.D.	Cto.	A.A.
Ocupados	04-II	0,1	0,1
Parados	sep-04	1,0	1,3
		En % Pob.	
Tasa de paro	sep-04	8,9	

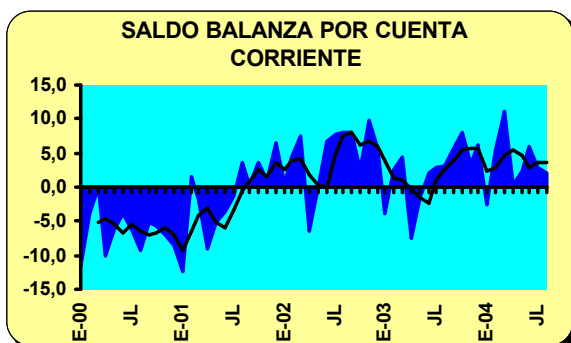
- El mercado laboral continúa prácticamente estancado, mientras que las cifras de desempleo van siendo progresivamente más elevadas.



IPC Armonizado	U.D.D.	Cto.	A.A.	
Total	sep-04	2,1	2,1	
Alimentación	sep-04	-0,2	1,4	
Energía	sep-04	6,4	3,2	
Servicios	ago-04	2,7	2,6	
COSTES		U.D.D.	Cto.	A.A.
I.C.M.O.(1)	04-II	2,1	2,4	

(1) Índice de Coste de la mano de obra

- Septiembre ya ha superado la barrera del 2% establecida por el BCE, y el avance de octubre presenta una nueva aceleración hasta el 2,4%.



Saldo exterior	U.D.D.	Mes.	A.A.
Balanza por c.c.	ago-04	2,1	27,2
Mercancías	ago-04	5,5	80,8
Servicios	ago-04	1,8	-18,5
Transferencias	ago-04	-5,2	-35,0
Cuenta de capital	ago-04	1,6	10,4

Miles de Millones de Euros

- La fortaleza del Euro está consiguiendo amortiguar el aumento de pagos derivado de la factura petrolífera sin que, por el momento se hayan deteriorado significativamente los ingresos por exportación.

II.2.- ALTERNATIVAS Y REVISIONES DE LA PREDICCIÓN

Si analizamos las distintas estimaciones alternativas recogidas en la tabla que aparece a continuación podremos comprobar que, al igual que sucedía para el conjunto de la economía mundial, las expectativas de crecimiento han sido revisadas al alza en la Eurozona, al menos para el presente año 2004, para el que se prevé un crecimiento algo menos de medio punto superior al que se adelantaba en mayo.

Este comportamiento de revisión al alza de las perspectivas de crecimiento para el presente año, que se refleja tanto en las predicciones semestrales como en las mensuales, (Consensus o The Economist) se verá truncado, con toda probabilidad, durante las próximas semanas, una vez valorados los avances de la contabilidad trimestral que, para el conjunto de la zona, presentan una desaceleración intertrimestral bastante acusada (0,3% del tercer trimestre frente al 0,5 del segundo).

De hecho, la única previsión que presenta un panorama más desfavorable es la realizada recientemente en el grupo EUREN, y que prevé un crecimiento tres décimas inferior al adelantado hace seis meses.

Respecto al año 2005, el diagnóstico es bastante incierto, ya que, por una parte las revisiones, aún siendo poco significativas, apuntan claramente hacia un cierto deterioro de expectativas con respecto a lo que se opinaba hace seis meses. Por otro lado, las tasas de crecimiento estimadas en la actualidad no muestran un perfil claro respecto al 2004, coexistiendo estimaciones que apuntan a una ligera reactivación, con otras que presentan un deterioro.

En términos medios y considerando el total de las 31 estimaciones que aparecen en Consensus Forecast, podríamos inferir que la probabilidad de alcanzar en 2005 un crecimiento superior al del 2004 es, tan sólo, ligeramente superior al 50% (16 sobre 31), mientras que la probabilidad de presentar una cierta desaceleración es del 32% (10 sobre 31).

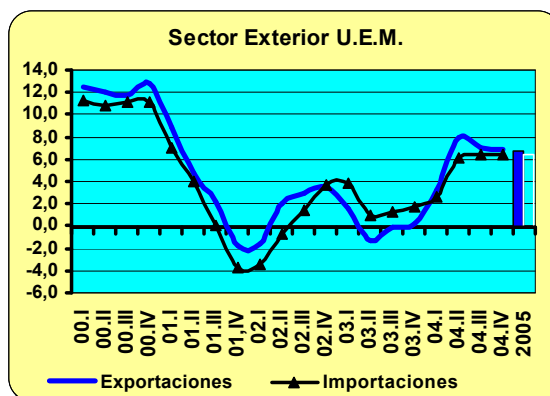
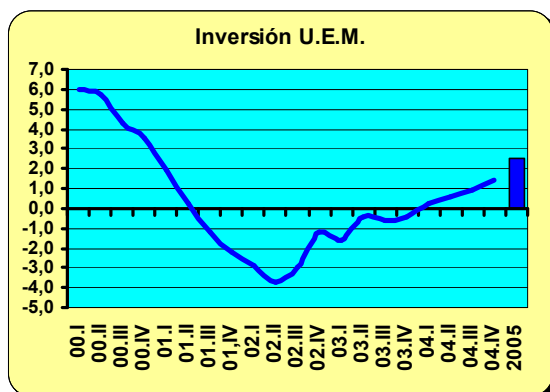
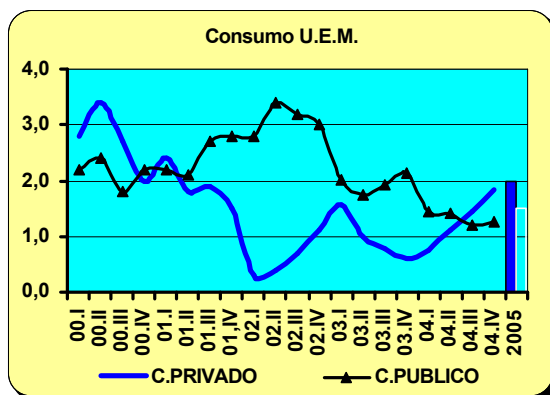
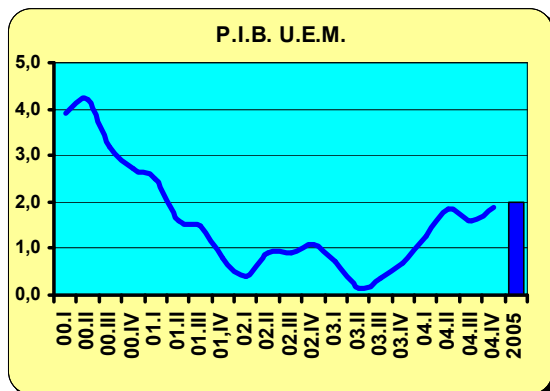
		Predicciones alternativas para la UE-12							
		PIB		Precios		Bza.cta.cte.(1)		Tasa de paro	
Fuente	Fecha	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Consensus	oct-04	1,9	2,0	2,1	1,8	-	-	9,0	8,8
	sep-04	1,8	2,0	2,1	1,8	-	-	9,0	8,8
The Economist	oct-04	1,9	1,9	2,1	1,7	0,6	0,6	-	-
	sep-04	1,8	2,0	2,1	1,7	0,5	0,5	-	-
FMI	sep-04	2,2	2,2	2,1	1,9	0,8	0,9	9,0	8,7
	abr-04	1,7	2,3	1,7	1,6	0,7	0,8	9,1	8,9
Comisión Europea	oto-04	2,1	2,0	2,0	1,9	0,8	0,8	8,9	8,9
	pri-04	1,7	2,3	1,8	1,6	0,7	0,6	8,8	8,6
Euren	nov-04	1,9	1,6	2,2	1,9	0,5	0,4	8,9	8,8
	may-04	2,2	2,4	2,1	1,7	0,4	0,3	8,8	8,6
B.C.E.	sep-04	1,9	2,3	2,2	1,8	-	-	-	-
	Máximo	2,2	2,3	2,2	1,9	0,8	0,9	9,0	8,9
	Mínimo	1,9	1,6	2,0	1,7	0,5	0,4	8,9	8,7

(1) Porcentaje del PIB.

Respecto a las expectativas de inflación, éstas han sido revisadas ligeramente al alza con respecto a las presentadas hace seis meses y como consecuencia de la elevación de los precios del crudo. Sin embargo, si observamos las estimaciones presentadas para el 2005, no parece que tal aumento de la inflación vaya a prolongarse durante el próximo año.

Ligera revisión al alza de las perspectivas de crecimiento respecto a las barajadas hace seis meses, aunque dicha tendencia podría revertir en los próximos meses a la luz de los resultados más recientes.

II.3.- PERSPECTIVAS A CORTO Y MEDIO PLAZO



· **La Unión Monetaria experimentará una cierta paralización en su proceso de recuperación cíclica.** El proceso de reactivación del crecimiento europeo que se venía registrando desde mediados del pasado año parece haberse frenado durante el tercer trimestre del presente año.

Tras esta ligera paralización, que nos llevaría a unos ritmos de crecimiento para el 2005 muy próximos a los del 2004 (en torno al 2%); nuestro escenario básico actual contempla un progresivo retorno hacia posiciones cíclicas más expansivas que se prolongarían hasta el 2006-2007.

· **Recuperación tardía del consumo privado.**

La componente de consumo privado presenta un cierto retraso en su perfil cíclico frente a la evolución global del PIB, habiéndose iniciado su reactivación a principios del presente año, estimándose que dicha reactivación irá consolidándose progresivamente a medida que se recupere el mercado laboral.

Por su parte, el consumo público sigue viéndose afectado por las necesidades de consolidación fiscal de algunas de las grandes economías europeas, y su evolución continuará siendo contra-cíclica, al menos durante los próximos trimestres.

· **La evolución de la inversión se ve restringida por la incertidumbre en las expectativas.**

En efecto, la formación bruta de capital fijo, aún presentando un perfil de lenta recuperación, no termina de actuar como factor dinamizador del crecimiento, y continúa mostrando tasas de evolución inferiores a las del conjunto del PIB. Teniendo en cuenta que las condiciones financieras siguen teniendo un cierto carácter expansivo, el escaso dinamismo de la inversión debemos achacarlo a la incertidumbre en las expectativas de evolución futuras.

· **El sector exterior sigue condicionando el perfil de recuperación de la economía europea.**

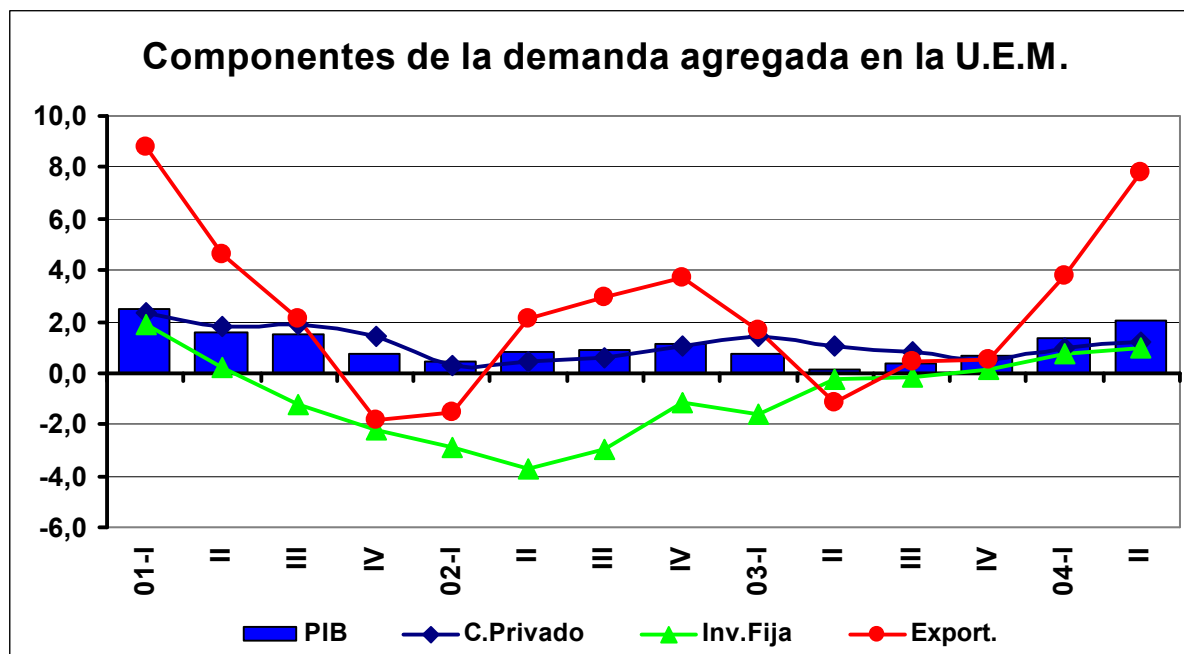
Tal como señalábamos con anterioridad, la evolución de las exportaciones europeas continúa siendo el factor más determinante en el desarrollo de la economía europea ya que, las grandes economías de la zona, siguen dependiendo de sus ventas al exterior para dinamizar el crecimiento. En este sentido, el mantenimiento de un Euro fuerte, y la desaceleración que parece estar experimentando el comercio mundial en los últimos meses, no parece que sean noticias especialmente favorables para los próximos trimestres.

II.4.- CONDICIONANTES Y RIESGOS DE LA PREDICCIÓN

Si analizamos la evolución experimentada por la economía de la Eurozona durante los últimos trimestres, podremos comprobar, fácilmente, que si bien, parece que se ha ido incorporando poco a poco a la recuperación experimentada por el conjunto de la economía mundial, esta recuperación es bastante más lenta en intensidad y excesivamente dependiente del sector exterior.

En efecto, y tal como puede comprobarse en el gráfico II.1, la tímida reactivación que ha experimentado la economía de la Unión Monetaria se ha debido, casi en su totalidad a una reactivación del comercio exterior.

Gráfico II.1.



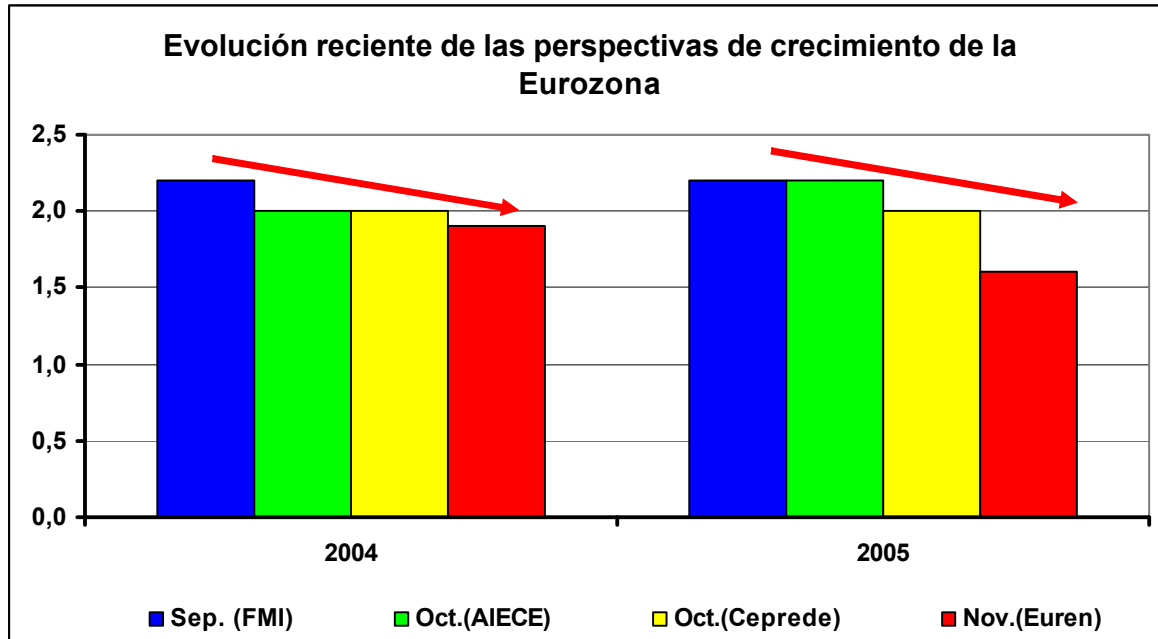
Fuente: CEPREDE Noviembre 2004. Datos de Eurostat.

Ahora bien, si tenemos en cuenta que el Euro sigue mostrando síntomas de fortaleza y que, de acuerdo con la mayoría de las estimaciones barajadas, el conjunto del crecimiento mundial, y por tanto del comercio, puede experimentar una cierta desaceleración durante los próximos trimestres, el panorama de crecimiento a corto plazo en la Eurozona parece bastante comprometido.

La excesiva dependencia que parece mostrar la economía europea frente al entorno internacional puede poner en peligro la continuidad en la reactivación del crecimiento.

De hecho y frente al escenario de evolución a corto plazo recogido en nuestra predicción básica, ya se han producido, tal como adelantábamos en los apartados anteriores, algunas correcciones a la baja una vez conocidos los datos de avance para el tercer trimestre de alguna de las grandes economías de la Eurozona.

A título ilustrativo, en el gráfico II.2 se han recogido algunas predicciones alternativas más recientes, partiendo desde la presentada por el F.M.I. a finales de septiembre, hasta la elaborada a primeros de noviembre por la red EUREN, pasando por nuestro propio escenario básico, elaborado a mediados de octubre, o los datos presentados en el último informe de la Asociación Europea de Institutos de coyuntura económica (AIECE) y elaborado a principios del mismo mes de octubre.

Gráfico II.2.

Fuente: CEPREDE Noviembre 2004.

Como queda patente en el mencionado gráfico, el escenario de evolución a corto plazo de la economía europea puede terminar siendo sensiblemente inferior al recogido en nuestro escenario básico.

Los motivos últimos de este deterioro de expectativas debemos encontrarlos en la aparente incapacidad de la demanda interna para sustituir al sector exterior como motor del crecimiento económico, tal como hemos venido poniendo de manifiesto a lo largo de nuestros últimos informes.

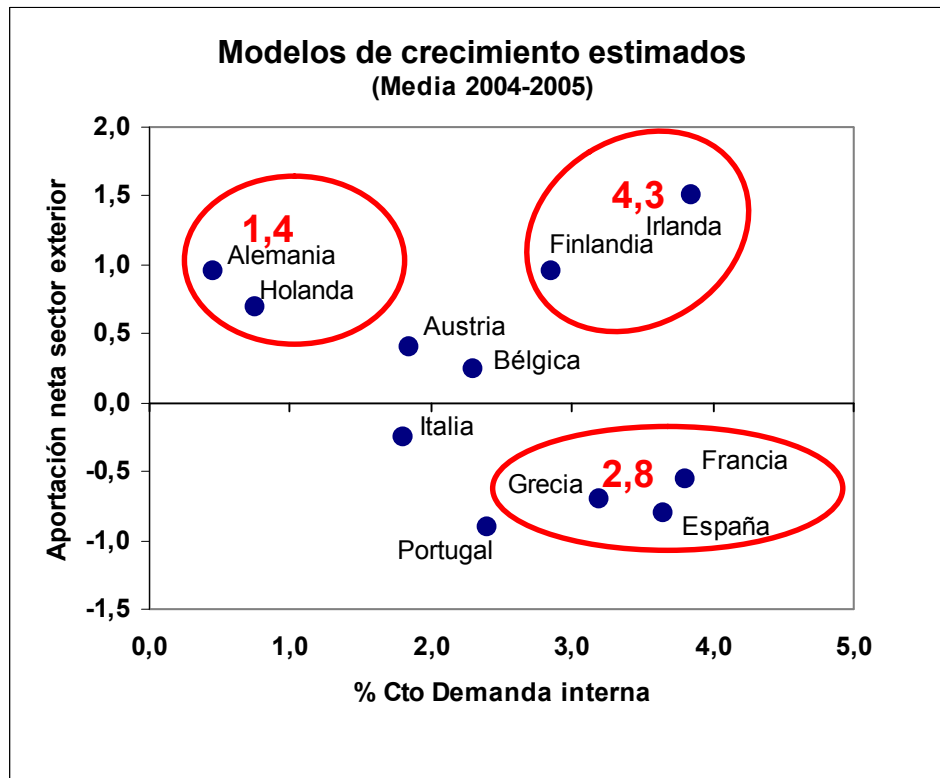
Las causas de esta atonía de la demanda interna son múltiples pudiendo destacar el estancamiento del mercado laboral, la recuperación de las tasas de ahorro, el proceso de reestructuración de los balances de las empresas tras la caída de los mercados financieros de principios de la década, o el estrecho margen de la política fiscal, que incluso se ha tornado ligeramente restrictiva en algunas de las grandes economías de la zona (Alemania, Italia, etc.).

La escasa reacción de la demanda interna sigue siendo el motivo básico de bajo crecimiento de la Eurozona.

En cualquier caso, debemos tener muy presente que aún cuando a efectos de análisis consideremos el agregado en su conjunto, la eurozona sigue siendo una suma de países con más peculiaridades que elementos compartidos, y cuya andadura en común, utilizando una misma moneda y una política monetaria única, es todavía demasiado joven.

En este sentido siguen existiendo importantes divergencias en cuanto a las fuentes del crecimiento de cada uno de los países miembros y que hacen que no exista un modelo compartido de desarrollo económico de forma tal que las diferentes medidas de política fiscal o monetaria, pudieran actuar de forma adecuada, tanto para el conjunto como para cada uno de los miembros.

Así, por ejemplo, si analizamos las perspectivas de crecimiento económico para los diferentes países integrados en la moneda única, diferenciando lo que podríamos denominar un crecimiento endógeno, basado en la demanda interna, de un crecimiento exógeno, basado en la aportación del sector exterior, podremos comprobar que coexisten, al menos, tres modelos diferentes de crecimiento, con resultados finales significativamente distintos, tal como recogemos en el gráfico II.3.

Gráfico II.3.

Fuente: CEPREDE Noviembre 2004.

En el gráfico anterior, se presenta, en el eje de ordenadas, la aportación al crecimiento del sector exterior, y en el eje de abscisas, el crecimiento de la demanda interna.

En dicho gráfico podemos comprobar que existe un primer grupo de países, integrado por Alemania y Holanda, cuyo crecimiento se basa, fundamentalmente en la aportación del sector exterior, y que para el bienio 2004-2005, podrían alcanzar un crecimiento medio en torno al 1,4%.

Un segundo grupo de países, integrado por Francia, Grecia y España, representaría un modelo de crecimiento diametralmente opuesto y donde la demanda interna jugaría un papel clave en el desempeño económico y que, para el mismo periodo, podría alcanzar valores medios en torno al 2,8%.

Aparentemente, existiría un tercer modelo, con unos resultados medios mucho más elevados, que estaría integrado por Irlanda y Finlandia, y en el que tanto la demanda interna, como la aportación exterior neta presentan unas elevadas perspectivas de crecimiento.

Ahora bien, este modelo no parece que sea reproducible para el conjunto de la Unión Monetaria ya que se trata de economías de muy pequeño tamaño, (aproximadamente 280.000 millones de euros de PIB, frente a los 2.400.000 millones de euros que representan cada uno de los otros dos grupos de países) y con unas características de desarrollo muy peculiares.

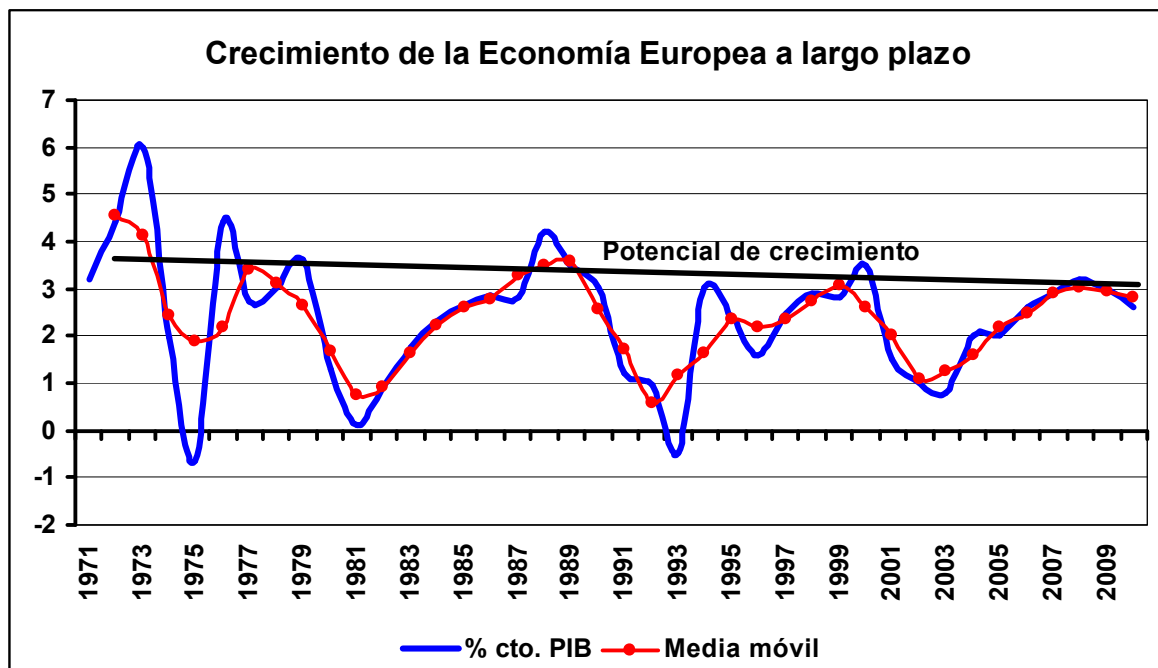
Frente a estos dos posibles modelos alternativos, y ante un entorno de moneda fuerte, inflación controlada y política monetaria ligeramente expansiva, parece que sería el segundo, el basado en el desarrollo de la demanda interna, el que mayores posibilidades de éxito podría tener en un futuro inmediato.

Adicionalmente, si tenemos en cuenta que estamos enfrentando un proceso de ampliación hacia un conjunto de países con una elevada potencialidad de demanda y, por tanto, con un mercado creciente, lo más aconsejable sería tratar de orientar el conjunto de la economía europea hacia un modelo de desarrollo más endógeno, potenciando el crecimiento de la demanda interna y el propio comercio intracomunitario, aprovechando así todas las ventajas del proyecto de moneda única y área de libre comercio.

La economía europea debería reorientar su modelo de crecimiento hacia un sistema basado en la demanda interna y el desarrollo del comercio intracomunitario.

Es precisamente esta idea del cambio hacia un modelo de crecimiento más autónomo y basado en la propia dinámica de la demanda interna y el comercio intracomunitario la que nos lleva a plantear un escenario de crecimiento a largo plazo para la economía europea como el que se recoge en nuestro escenario básico, y que, tal como reflejamos en el gráfico II.4, podría alcanzar de nuevo su crecimiento potencial en torno al 2007-2008.

Gráfico II.4.

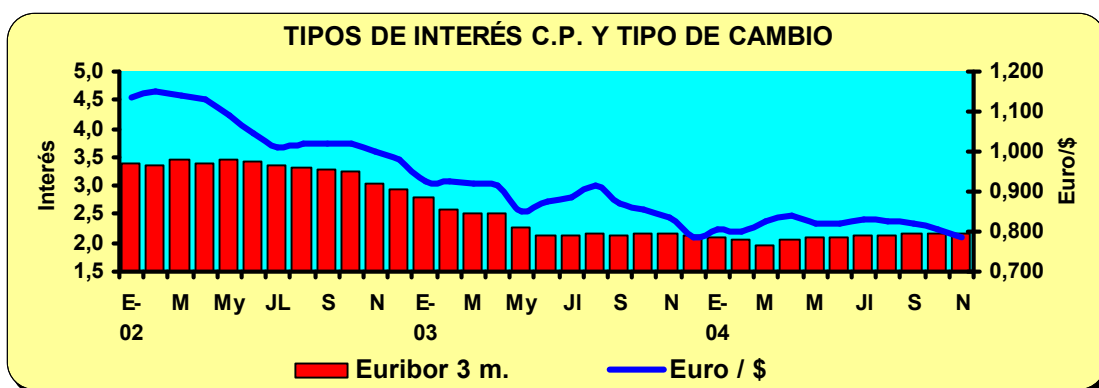


Fuente: CEPREDE. Noviembre 2004.

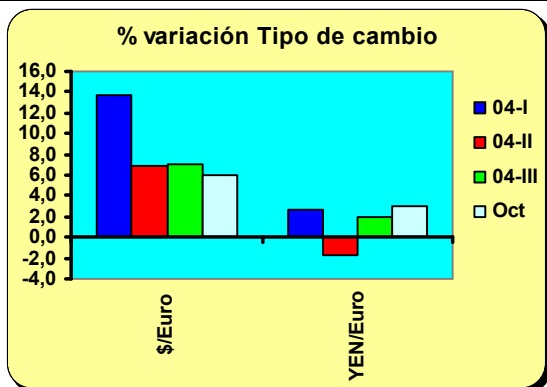
A largo plazo, nuestro escenario básico contempla una progresiva aproximación de los ritmos de crecimiento de la economía europea hasta su potencial de expansión y que podríamos fijar en valores ligeramente por encima del 3%.

Sección III.- TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS DE CAMBIO.

III.1.- SITUACIÓN ACTUAL

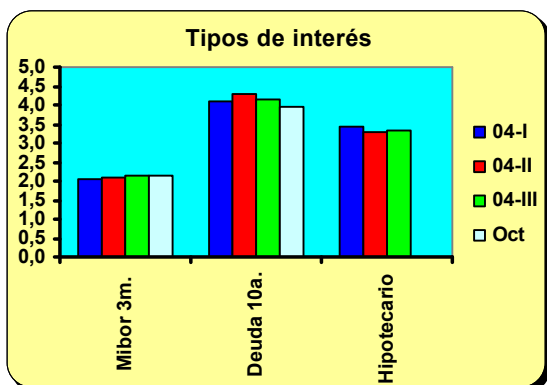


A partir del segundo trimestre se invirtió la tímida tendencia de recuperación del dólar y, desde entonces, el euro ha mantenido una posición de fortaleza que, por el momento, no ha dado síntomas de cambio.



Tipos de Cambio	Nov.04	% cto. En	
	Dato	1 Año	1 Mes
\$/Euro	1,29	7,5	3,8
Y / Euro	137,7	4,9	0,6
Libra E./Euro	0,70	0,4	1,3
Franco Sz./Euro	1,52	-1,9	-2,0

• No se han registrado movimientos significativos en los tipos europeos a pesar de la progresiva reactivación de los norteamericanos y, a juzgar por la evolución de los tipos a L.P. parece que estos movimientos al alza se van post-poniendo en el tiempo.

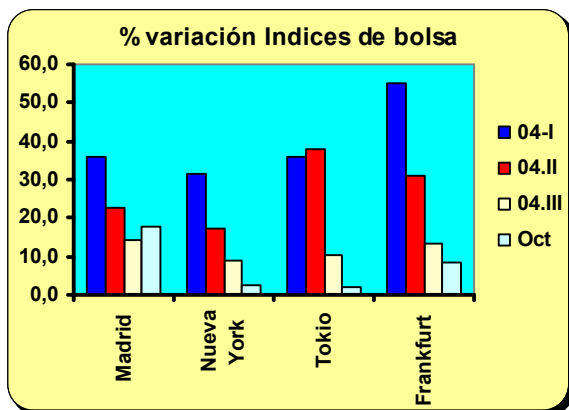


Tipos de Interés Oct.2004	Dato	Hace...		Mdo. Futuros A 3 m.
		1 Año	1 Mes	
Interb. 3 m.	2,17	2,15	2,15	2,17
Letras 1 año	2,25	2,26	2,20	-
Deuda 10 a.	3,89	4,35	4,05	3,91
Hipotecario (1)	3,36	3,43	3,39	-
Difer.LP-C.P(2)	1,72	2,20	1,90	-

(1) Tipo medio conjunto de entidades de crédito.(Sep-04).

(2) Diferencial tipo interbancario a 3 meses y Deuda 10 años.

• Los mercados de valores han ido perdiendo dinámica a lo largo de todo el año, y en algún caso como el japonés ya se encuentra en niveles inferiores a los de principios del año.



Índices de Bolsa	Porcentaje de cambio en...	
	Una semana	acum.. del Año
Francfort	0,4	6,4
Madrid	1,2	3,1
N. York	0,2	11,4
Tokio	2,5	-0,7

III.2.- ALTERNATIVAS Y REVISIONES DE LA PREDICCIÓN

Predicciones alternativas tipos de interés					
		Tipo. CP		Tipo LP	
Fuente	Fecha	Ene'05	Oct'05	Ene'05	Oct'05
I.E.E	oct-04	2,2	2,5	4,3	4,5
BBVA	oct-04	2,2	3,0	4,7	5,0
ICO	oct-04	2,2	3,0	4,3	4,7
AFI	oct-04	2,2	3,1	4,2	4,4
IFL-CarlosIII	oct-04	2,3	2,5	4,1	4,0
FUNCAS	oct-04	2,3	2,7	4,3	4,7
Goldman S.	oct-04	2,3	2,7	4,5	4,4
Consensus	oct-04	2,3	2,8	4,4	4,7
BSCH	oct-04	2,3	3,0	4,4	4,8
CEPREDE	oct-04	2,4	2,7	4,6	5,2
La Caixa	oct-04	2,4	3,4	4,7	5,3
Media		2,3	2,9	4,4	4,7
	Máximo	2,4	3,4	4,8	5,3
	Mínimo	2,2	2,5	4,1	4,0

· Parece existir un consenso unánime a la hora de adelantar una cierta recuperación durante los próximos tres meses ya que todas las estimaciones presentan unos niveles para enero del próximo año superiores a los registrados en la actualidad, si bien, esta elevación es bastante moderada, situándose, en promedio, en torno a los 0,2 puntos, para los tipos a corto y en 0,4 para los de largo.

· Esta tendencia al alza se prolongaría a lo largo del próximo año, aumentando, en promedio, otros 0,6 puntos entre enero y diciembre en los tipos a corto.

· Para los tipos a largo plazo la evolución a lo largo del próximo año es bastante menos clara, ya que, algunas instituciones incluso pronostican un ligero descenso de los mismos entre enero y octubre del 2005.

Con respecto a la estimación presentada hace seis meses, y tal como puede comprobarse en el cuadro que presentamos a continuación, las tendencias de la revisión siguen siendo las mismas que se vienen registrando a lo largo de los últimos informes, es decir, unos tipos de interés más moderados de los que preveíamos hace seis meses, y un Euro sensiblemente más fortalecido.

Estas revisiones se hacen especialmente patentes en el 2005, para el que se prevé un Euro más de un 10% más apreciado que el presentado en el informe anterior, y unos tipos de interés entre medio y un punto por debajo de los estimados en mayo.

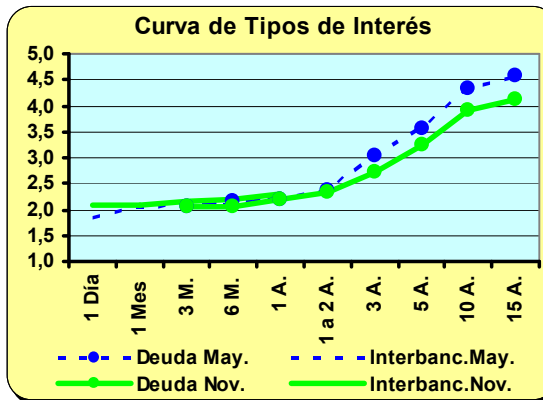
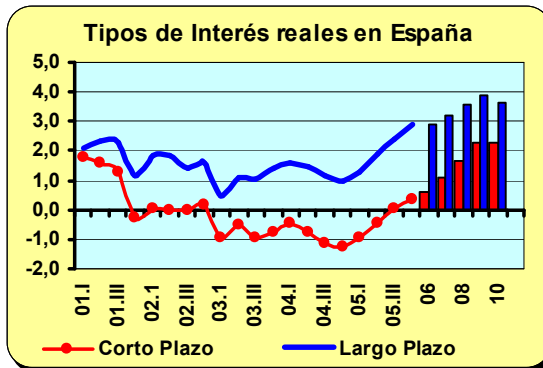
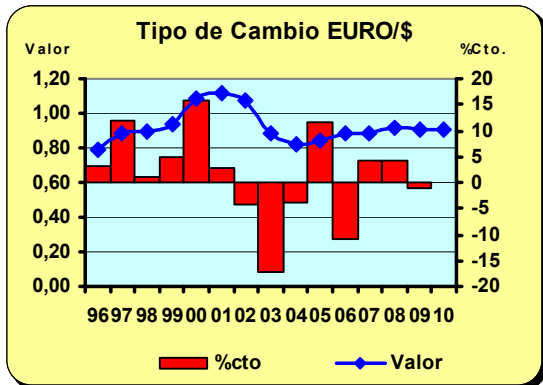
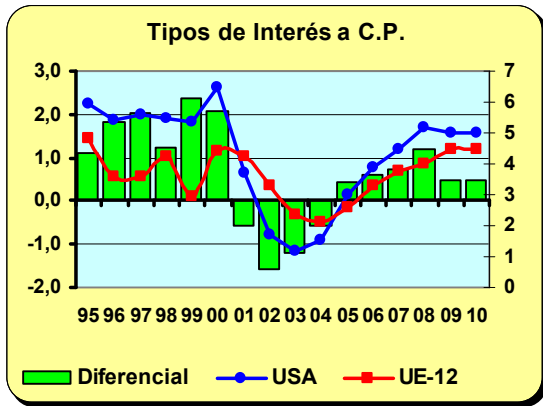
	Datos para 2004 en:					Datos para 2005 en:				
	Nv-02	My-03	Nv-03	My-04	Nv-04	Nv-02	My-03	Nv-03	My-04	Nv-04
T.C. EURO / \$	0,99	0,92	0,86	0,85	0,82	0,98	0,98	0,91	0,95	0,85
Euribor 3 Meses	4,0	2,5	2,4	2,3	2,1	4,5	3,5	2,9	3,3	2,6
Letras Tesoro 1 Año	4,1	3,1	2,5	2,8	2,4	4,6	3,6	3,0	3,7	2,8
Rendimiento Deuda	5,8	4,7	4,7	4,9	4,3	6,8	8,1	7,5	5,8	4,9
Crédito Bancario LP	6,8	7,6	7,0	7,8	6,5	5,5	5,5	5,3	5,3	6,5

A nivel internacional, las revisiones apuntan en la misma dirección, salvo en el caso de la Libra Esterlina, que aparece ligeramente más depreciada frente al dólar.

Revisión media		UE-12	USA	Japón	R.Unido
% variación tipo de cambio Moneda / \$	2004	-4,0	-	-6,7	3,4
	2005	-11,1	-	-7,7	2,7
Tipo de interés a L.P.	2004	-0,5	-0,3	0,0	0,3
	2005	-0,9	-0,6	-0,1	-0,6

Revisión a la baja en los tipos de interés esperados y mayor debilidad del dólar, especialmente para el 2005.

III.3.- PERSPECTIVAS A CORTO Y MEDIO PLAZO



- La mayor reactivación de los tipos de interés en Estados Unidos propiciará el retorno a diferenciales positivos durante el próximo año. Tal como observamos en el gráfico adjunto el perfil de ascenso de los tipos americanos es muchos más acusado que el europeo, por lo que los tipos americanos podrían situarse por encima de los europeos a partir del próximo año. Este diferencial iría aumentando progresivamente a lo largo del horizonte de predicción, para remitir ligeramente a finales del mismo.

- La debilidad del dólar se frenaría cuando la rentabilidad relativa de los activos americanos se tornara ligeramente positiva. En el escenario actual, la recuperación de los tipos de interés en Estados Unidos pondría freno al proceso depreciatorio de la divisa americana, que iría recuperando posiciones progresivamente hasta situarse, a finales del 2005, en torno al 1,15 \$ por Euro, frente al 1,25 con que cerraría el 2004. A largo plazo, este tipo de cambio tendería a estabilizarse en torno a un valor de equilibrio ligeramente por encima de la paridad.

- El mantenimiento de los tipos nominales junto con la aceleración de la inflación se traduce en unos tipos reales a corto plazo, incluso más negativos que los experimentados durante el 2003. De confirmarse la escasa reacción al alza de los tipos de interés en el conjunto de la Eurozona, España podría verse beneficiada por unos tipos de interés reales, similares, en promedio, a los experimentados el pasado ejercicio. Estos tipos negativos a corto plazo se podrían mantener hasta finales del próximo año.

- La curva de tipos de interés ha experimentado un cierto aplanamiento con respecto a la presentada en mayo, sobre todo en los tipos a largo. Este aplanamiento de la curva, que se hace más patente, como decíamos, en los tipos de largo plazo, podemos interpretarlo como un cambio en la percepción de los mercados respecto al proceso de reactivación de tipos de interés y que, en la actualidad, se ve más dilatado y de menor intensidad que el que se preveía hace seis meses.

III.4.- CONDICIONANTES Y RIESGOS DE LA PREDICCIÓN

A.- INTRODUCCIÓN

La economía mundial camina hacia su tercer año de expansión y, aunque es de esperar que modere su ritmo de crecimiento, se prevé que se situará en el año 2005 por encima del promedio de los últimos veinticinco años.

La expansión ha estado apoyada por una notable relajación de las políticas monetaria y fiscal. Es decir, por bajos tipos de interés y elevados déficit públicos. Ahora bien, una nueva variable ha entrado en liza desde nuestra anterior Junta Semestral de Mayo. Los precios de los crudos han desafiado todas las previsiones y en vez de recuperar posiciones consideradas como de equilibrio ha mantenido posiciones máximas cercanas a los 50 \$/barril, cota que han llegado a romper en varias ocasiones.

Con esta situación, es cuando menos sorprendente el comportamiento de algunas variables financieras. En concreto, mientras que sería de esperar un deterioro de las expectativas de inflación, es moderación en las mismas lo que se descuenta a partir de los tipos de interés nominales y reales de los bonos en EE.UU. Y lo mismo sucede en Europa y el resto de grandes áreas económicas mundiales.

Ante la pregunta de qué es lo que está ocurriendo, los más optimistas encuentran la explicación en que hay cambios de oferta en las economías que están permitiendo compensar las presiones inflacionistas. Mientras, para los pesimistas, la explicación está en la incertidumbre.

Cómo resultado de los posicionamientos en base a estas expectativas, las divisas están sometidas a una fuerte volatilidad, si bien dentro de una clara tendencia depreciadora del dólar como resultado de la conjunción de dos fuerzas muy distintas: la desconfianza de los inversores ante el mantenimiento e incluso aumento de los desequilibrios de EE.UU. y las medidas del resto de bancos centrales para rebajar la incidencia de la subida de los precios del petróleo manejando el tipo de cambio de sus divisas.

Veamos pues cómo estas dos corrientes han cruzado sus efectos en el devenir de los mercados financieros, incidiendo sobre el tipo de cambio de las monedas y sobre las expectativas de tipos de interés en sus diferentes plazos.

B- LOS TIPOS DE INTERÉS

1.- MARCO DE ACTUACIÓN

Los tipos de interés, tanto nominales como reales, de los bonos de EE.UU. y de la zona euro se están comportando como si no fuera de esperar un empeoramiento en las expectativas de inflación. Lo que de ellos se descuenta, habla de moderación de precios a pesar de la escalada y mantenimiento en tasas máximas de los precios de referencia de los crudos.

Es cierto que en un mundo más productivo, globalizado y con mercados de bienes y trabajo más liberalizados, hay más competencia y los precios para los consumidores tienen subidas más moderadas.

Pero también es cierto que, en el caso de EE.UU., el riesgo geopolítico y las dudas sobre la contabilidad empresarial han generado una bajada de confianza de consumidores y empresarios de manera que los descuentos en precios se han vuelto habituales cara a mantener el dinamismo del consumo. Las empresas contratan trabajadores a ritmo muy lento y los crecimientos salariales son muy moderados.

En cuanto a la zona euro, la principal ayuda a la contención de la inflación ha venido de la mano de un tipo de cambio del euro frente al dólar que se ha llegado a situar en máximos históricos rompiendo los niveles alcanzados el Febrero pasado. De esta manera se ha absorbido parte del negativo impacto que para los precios internos supone el encarecimiento del petróleo.

Ahora bien, siendo cierto todo lo anterior, no es descartable que a corto plazo nos encontremos con una inflación peor de lo previsto. Así, en EE.UU. los precios energéticos y la depreciación del dólar pueden conducirla hasta tasas del 4,0% en noviembre, lo que supondría un nuevo máximo desde el año 2001 (3,7%) teniendo que remontarnos hasta 1991 para ver una inflación más alta.

En cuanto a la zona euro, la apreciación del euro no ha sido suficiente para mantener los precios en las tasas de crecimiento deseadas por el banco central (<2,0%), alcanzando el 2,4% con datos a Octubre de la oficina de estadística de la UE, Eurostat.

Además, a medida que se intensifica la recuperación aumentan también las dudas sobre su sostenibilidad en el tiempo, dados los factores de riesgo existentes. Por una parte hay que destacar el creciente endeudamiento de las familias y del sector público en muchas economías. Así en EE.UU., el ahorro doméstico se sitúa en mínimos históricos, clara consecuencia de la notable expansión fiscal no compensada con un aumento del ahorro privado. Si no aumenta éste, la inversión tendrá que ser financiada con mayores flujos desde el exterior, aumentando así el ya elevado déficit corriente y llevando a aquella economía a una posición muy vulnerable a choques de confianza.

Por otra parte, la política comercial global ha pasado de un marco multilateral a un contexto de relaciones bilaterales como resultado de las políticas desarrolladas por EE.UU. Esto puede generar un incremento de la incertidumbre que frene los movimientos de capital y de mercancías y, con ello, el crecimiento mundial en el futuro. Y, por último, el mantenimiento del riesgo geopolítico conlleva descenso de los niveles de confianza e incremento de la aversión al riesgo que generan dudas en los mercados, no tanto con respecto al año 2004 como a la continuidad de la recuperación más allá de este final de año.

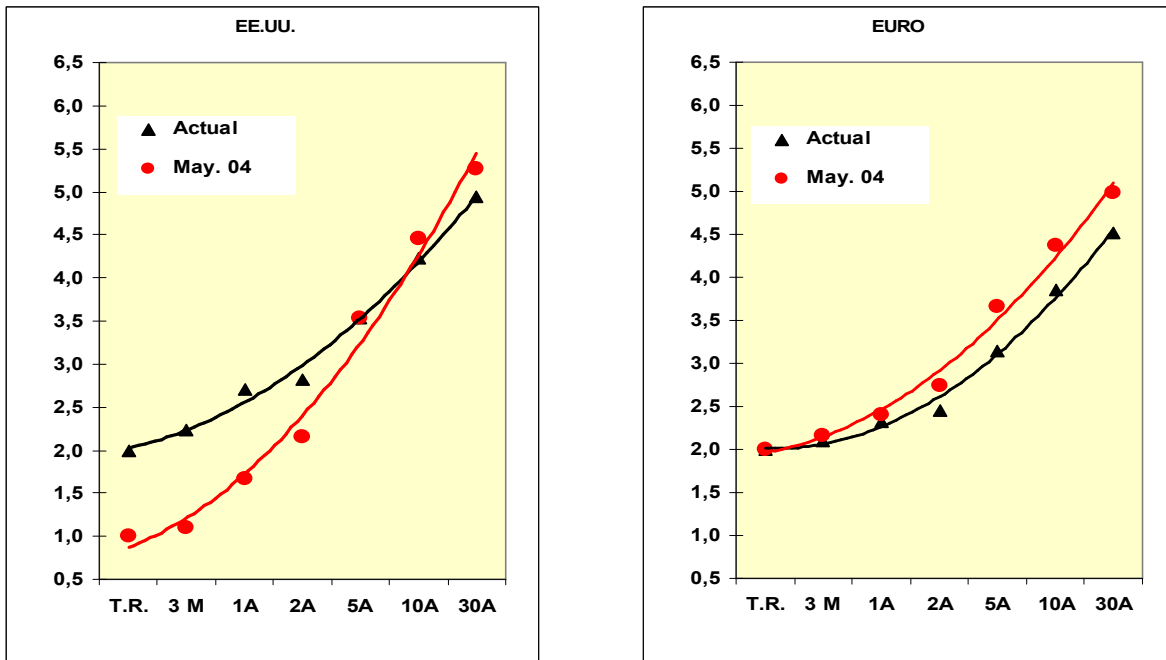
Ante tales repuntes de inflación, y si se retrasa la bajada del precio de los crudos, las tasas de interés de los bonos de EE.UU. y la UEM parecen bajas. Tan sólo se sostienen desde la posición más pesimista (Alternativa 1 de nuestro modelo) que plantea la conclusión del ciclo y, llevada a planteamientos extremos, expresa un aumento de la probabilidad de una recesión global el año próximo.

La cuestión es, si tipos tan bajos no estarán más bien alimentando un escenario inflacionista a medio plazo tanto en EE.UU. como en la zona euro y, con ello, un repunte importante de los tipos de interés en el futuro.

Por último, conviene recordar que, en los mercados financieros, los movimientos raramente suelen ser suaves y por mucho que la moderación en los movimientos sea deseada por los bancos centrales y las economías que representan, los mercados tienden habitualmente a sobredimensionarlos con la volatilidad que ello conlleva.

Veamos cual ha sido el comportamiento de las curvas de tipos de contado desde nuestra anterior Junta Semestral en Mayo del presente año para, a continuación ver la probabilidad de ocurrencia de las diferentes alternativas que se abren para el 2005. El siguiente gráfico (III.1.) refleja ese movimiento para las dos grandes áreas económicas que habitualmente analizamos en este informe.

Gráfico III.1.



Podemos observar cómo en el período transcurrido se ha producido un aplanamiento de las curvas tanto en EE.UU. como en la UEM, si bien en el primer caso ha venido de la mano de un doble movimiento en sentido inverso de los plazos cortos y largos, mientras que en la UEM, el movimiento se ha producido tan sólo por recorte de los plazos largos en claro mimetismo con sus referentes americanos.

2.- PERSPECTIVAS

Además, si nos fijamos con más detalle en los movimientos ocurridos, podremos sacar conclusiones para movimientos futuros que, en base a los anteriores, están descontando actualmente los mercados.

Si observamos el primero los gráficos que tras las previstas subidas del tipo de referencia por parte de la Reserva Federal, los tipos a tres meses han duplicado su tasa, descontando que el movimiento de alzas por parte del banco central todavía no ha finalizado y los tipos a un año se han incrementado más de un 60% sobre las tasas de hace seis meses. Por lo que respecta a los plazos largos, el descenso ha sido generalizado, reduciéndose 20 y 30 puntos básicos las referencias a diez y treinta años respectivamente.

Por lo relativo a la euro zona, los plazos cortos apenas han sufrido variación, si bien recientemente empieza a descontarse una mayor probabilidad de que el Banco Central Europeo se vea obligado a subir el tipo de referencia, inamovible en el 2,0% en el que se instaló en el mes de Junio del pasado año. En cuanto a los plazos largos, el mimetismo hacia el referente americano ha llevado a recortes de 30 y 40 pipos en el 10 y en el 30 años, manteniéndose así el signo positivo en los diferenciales entre ambas zonas económicas.

Si además nos fijamos en el detalle de lo sucedido en el diferencial entre las referencias a 5 y 2 años en cada una de las zonas, entraremos ya en lo que los mercados están descontando como futuros movimientos para los próximos meses.

Este diferencial que, para Estados Unidos se situaba el pasado mes de Mayo en niveles de 140 puntos básicos se ha reducido hasta los 70 en que se sitúa al cierre de este informe. Frente a este recorte de un 50% en el diferencial de las referencias centrales de la curva de contado

americana, los mercados han recortado tan sólo 30 puntos básicos, desde el 1,0% al 0,7% dicho diferencial en la curva de la zona euro.

Pero, lo que es más relevante, las previsiones para 2005 han variado con respecto a las de hace seis meses, recortando en un 50% el diferencial 5 años / 2 años para la curva americana con respecto a lo que se preveía entonces, mientras que no han variado perceptiblemente las expectativas para dicho diferencial en la curva de contado europea, manteniéndose los 90 puntos básicos de diferencial.

Si además tenemos en cuenta el resultado de las elecciones presidenciales, en el caso de Estados Unidos, con lo que conlleva de mantenimiento de política fiscal y su consiguiente dificultad para reducir el déficit público, es de suponer un incremento de la aversión inversora hacia activos nominados en dólares con el consiguiente mantenimiento de la debilidad de la divisa verde.

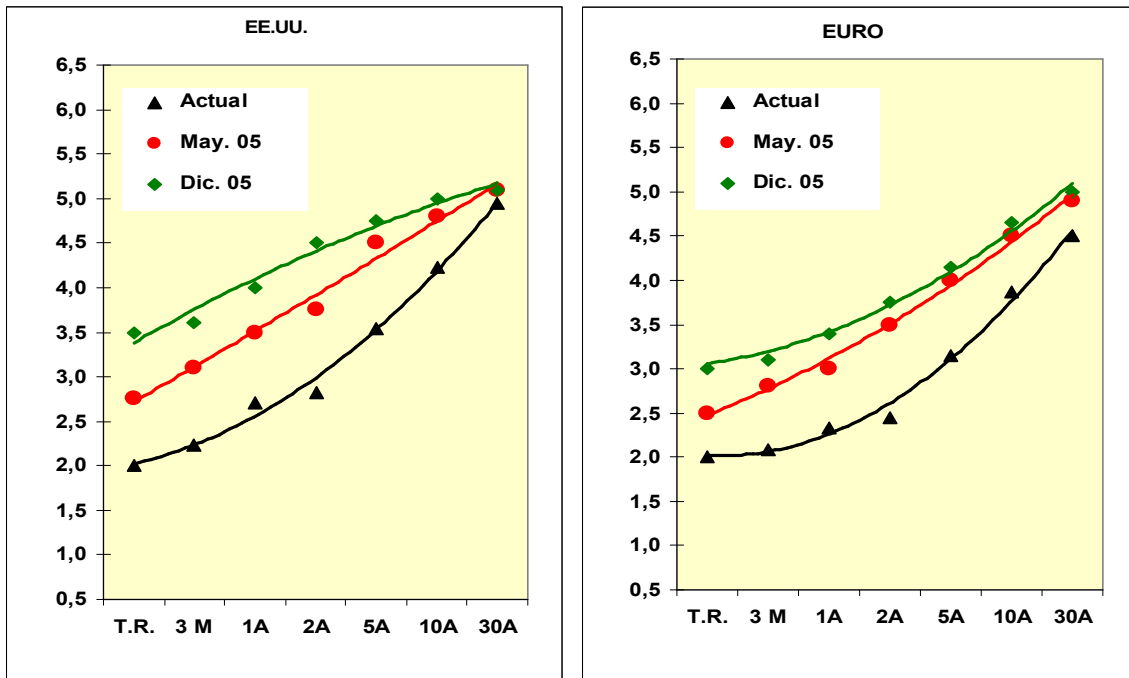
Con ello, a la Reserva Federal sólo le queda como arma para luchar contra la inflación, el endurecimiento de su política monetaria con subidas de tipos que serán más fuertes y continuadas cuanto más tiempo permanezca el precio del petróleo en sus actuales niveles.

La tendencia hacia un ciclo monetario más restrictivo en Estados Unidos, contrasta con los vientos que siguen soplando, hoy por hoy, en la zona euro. La apreciación vivida por el euro frente al dólar, volviéndose a aproximar a niveles de 1,30 dólares por euro así como una cierta corrección en la laxitud de las políticas fiscales, da un cierto margen al Banco Central Europeo para mantener la relajación monetaria actual.

Ahora bien, si se rompe en sentido negativo la correlación (ver Gráfico III.3. en el apartado de tipo de cambio) que hemos estado viviendo entre la cotización del euro y el precio referente en Europa del crudo (Brent), entraremos en una fase de restricción monetaria con subidas de tipos que serán mayores y más continuadas cuanto más en contra jueguen los factores tipo de cambio y precios energéticos mencionados.

Con estos puntos de partida, veamos cual es la opinión más generalizada de los mercados respecto a la evolución de los tipos de interés en los próximos meses a través de las curvas de contado(Gráfico III.2).

Gráfico III.2



En resumen, a fecha de cierre de este informe, y con respecto a la FED, el mercado asigna una cierta probabilidad a un aumento del precio oficial del dinero en el Comité de Mercados Abiertos del 14 de Diciembre, que sitúa en 25 p.b. Se piensa que el mensaje de la FED será de alerta ante los peligros inflacionistas y de aviso a la nueva administración sobre los peligros de una política fiscal laxa. Con ello, los plazos largos aumentan sus niveles, caminando el 10 años americano en busca del 5,0%. Con respecto al BCE, la mayor probabilidad señala una subida del tipo de referencia de 50 p.b. en el primer trimestre del año, con algunos analistas situándola antes del fin del actual. Los largos, tras la senda de los americanos, respetando el signo actual de los diferenciales.

C.- LOS TIPOS DE CAMBIO

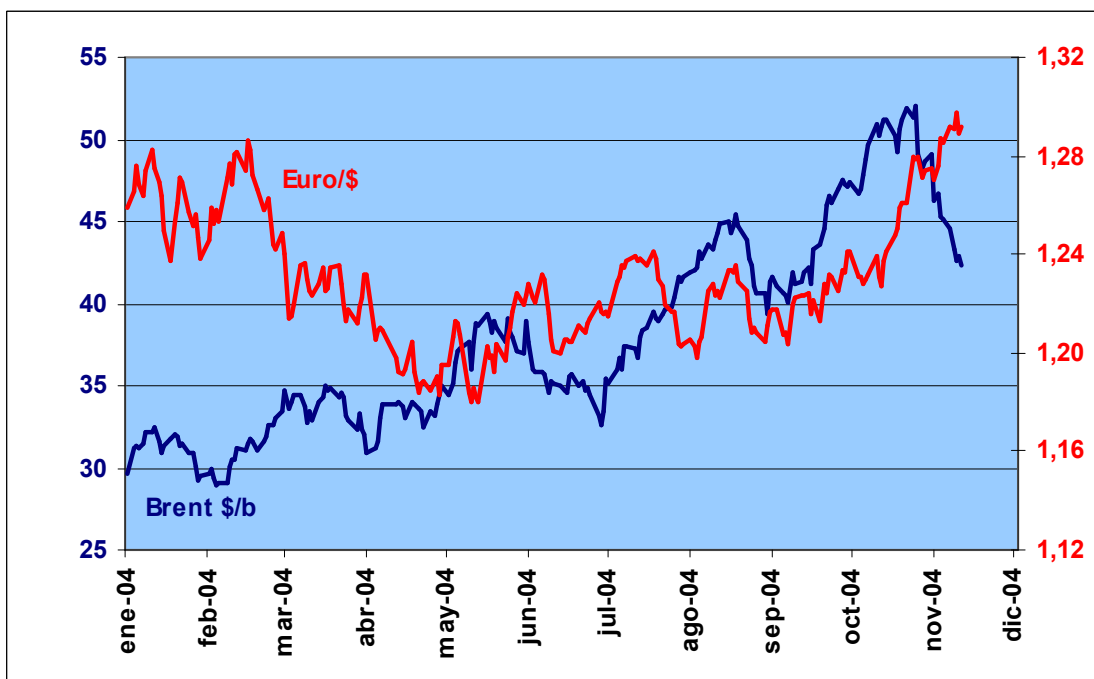
1.- ANTECEDENTES

En la evolución del dólar y el euro durante el semestre transcurrido desde nuestra anterior Junta, hay dos factores de carácter externo a los fundamentos básicos de las respectivas economías que han tenido una importancia clave en la evolución de su mutua relación.

Por orden de importancia y también cronológico, el primero ha sido la “conveniencia” para ambas economías de un euro fuerte o un dólar débil según desde donde se mire y, en ese orden de cosas, parece relativamente claro que ambos bancos centrales han favorecido la dirección e intensidad del movimiento “guiando” a los mercados en ese sentido. El segundo factor ha sido el resultado de las elecciones presidenciales en Estados Unidos con lo que de continuidad en las políticas económicas se le supone a la nueva administración.

Si observamos el siguiente gráfico (III.3.), vemos que a mediados del pasado mes de Abril se inicia un movimiento corrector en la evolución del euro que lleva a romper con el signo negativo que su correlación con el precio del crudo (medido a través del Brent, que es el que se considera referente en Europa), pasando a apreciarse en la misma forma que se encarecía el petróleo así medido.

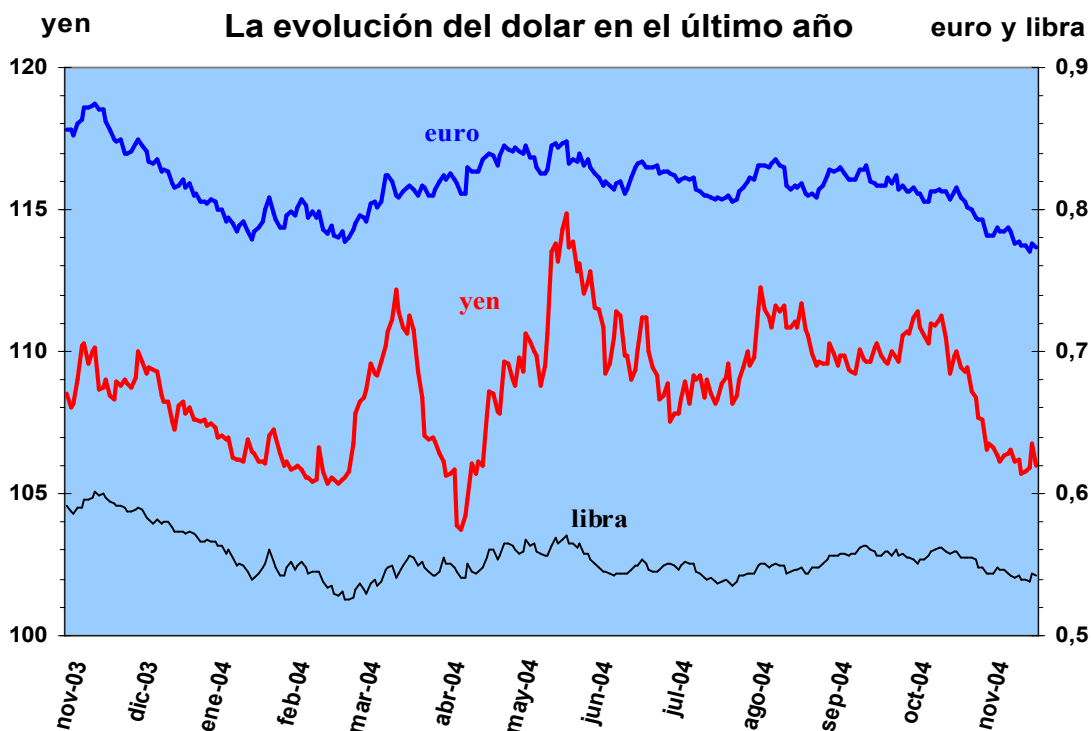
Gráfico III.3.



Esta relación, que tan sólo se ve alterada puntualmente por correcciones coincidentes con los movimientos de tipos por parte de la Reserva Federal americana, se mantiene inalterable hasta que se conoce la reelección del Presidente de EE.UU. fecha en la que el euro toma impulso de manera autóctona frente a la cotización del petróleo.

Todo parece indicar que en los mercados, una vez superada la resaca electoral, vuelven a tenerse en consideración los fantasmas de los desequilibrios gemelos de la economía americana. Sin duda ha contribuido a ello las declaraciones y “recomendaciones” que desde diferentes organismos e instituciones se han hecho a la nueva administración. Entre otros han lanzado sus mensajes el Fondo Monetario Internacional y la propia Reserva Federal a través de sus máximos representantes.

Gráfico III.4.



Así la caída de los bonos y el avance de sus rentabilidades vienen a reafirmar el temor a que políticas como la guerra contra el terror mantengan los déficit fiscal y exterior en máximos históricos. De momento están en el 3,6% y en el umbral del 6,0% respectivamente. Hay que tener en cuenta que la subida de las rentabilidades está en proporción inversa a la confianza del inversor en la capacidad de pago del emisor. O lo que es lo mismo, cuanto mayor es el riesgo que considera el inversor que va a soportar, mayor es la rentabilidad que exige.

El tema se complica si tenemos en cuenta que la depreciación del dólar es uno de los riesgos que corre el inversor extranjero. Si la divisa verde cede, las inversiones extranjeras se resienten ya que el tipo de cambio puede borrar parte de la rentabilidad obtenida. Esto provoca que dichos inversores, entre los que se encuentran gran parte de los gobiernos asiáticos, exijan una rentabilidad mayor para compensar el riesgo de la divisa. Con lo que se cierra un círculo vicioso cuya ruptura pasaría por un enfoque diferente de la política fiscal.

Ahora bien, tampoco hay que olvidar que un dólar débil facilita un ajuste del déficit corriente de EE.UU. vía ganancias de competitividad que, al incrementar sus exportaciones, compense su desequilibrio comercial.

En cuanto a Europa, ya hemos dicho que la fortaleza de su divisa le está permitiendo al Banco Central Europeo no tocar el instrumento de tipos de interés en su lucha para contener la

inflación con lo que esto supone de mayor distensión en sus relaciones con los gobernantes de los países miembros de la UEM. Con respecto al Reino Unido, el éxito en su lucha para aplacar la burbuja inmobiliaria que sufría el país ha llevado a que la confianza se instale de nuevo entre los inversores extranjeros, con lo que de apreciación puede suponer para su divisa.

Por último, Japón sigue preocupado por la alta volatilidad y, si bien el bajo precio del yen ha favorecido el que los inversores internacionales compren activos nominados en yenes, la ralentización económica que suponen los últimos datos conocidos de la evolución de aquella economía ha hecho que se enfríe la euforia de adquirir valores en Japón. Además, las declaraciones de altos responsables del gobierno nipón, dejan entrever la posibilidad de intervenir en el caso de que permanezca la fortaleza de su divisa frente al dólar (Gráfico III.4).

2.- PERSPECTIVAS

Todos los analistas coinciden en señalar que la depreciación del billete verde obedece a que los fundamentales han pasado a primer plano una vez despejadas las incertidumbres sobre quien sería ganador en los comicios. Con la continuidad de Bush como presidente de los EE.UU., la preocupación se centra de nuevo en los elevados déficit por cuenta corriente y público de aquella economía, los altos precios del petróleo y la debilidad en resultados empresariales que se vislumbra de cara al próximo año.

Ahora bien y hablando en concreto del dólar y el euro, esta tendencia de fondo de las divisas hay que corregirla en el corto plazo con una serie de referencias. Por una parte, el convencimiento de que EE.UU. continuará ampliando su diferencial de tipos de interés el año que viene, actuará como un resorte para el dólar al perder parte de su atractivo los activos monetarios denominados en euros, para los fondos que buscan rentabilidad en el corto plazo.

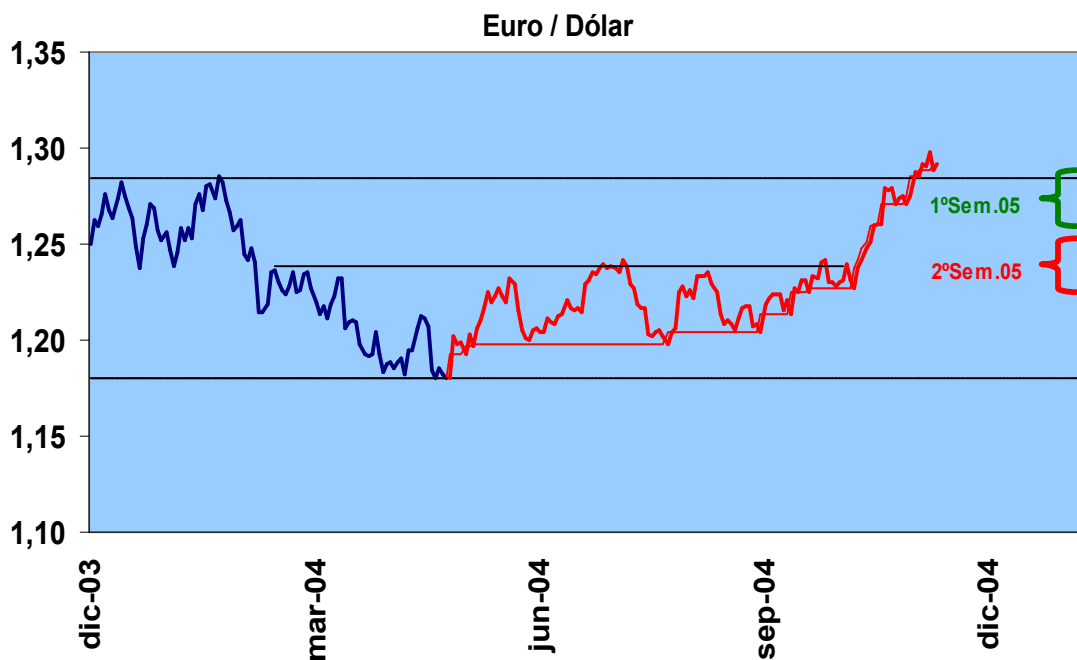
Todo parece indicar que, en el corto plazo, vamos a asistir al mantenimiento de un dólar débil. Bancos centrales e inversores de Oriente Medio están vendiendo dólares con el fin de diversificar sus carteras y limitar los riesgos de divisas. Al Banco Central Europeo le permite posponer subidas de tipos de interés en su lucha contra la inflación. Y por último y más determinante, a EE.UU. le facilita reducir su déficit corriente al favorecer las exportaciones.

Por otro lado, y refiriéndonos a un más largo plazo, no hay que olvidar que, aun así, dicho déficit en la balanza de pagos supera el nivel del 5% del PIB considerado como punto de no retorno por la teoría económica tradicional. Por consiguiente, antes o después, tendrá que ajustar su moneda, ajuste que, en beneficio de todos, ha de producirse despacio y de una forma gradual. A este respecto, incluso Greenspan considera que no es preocupante, si bien es necesario que la globalización continúe desarrollándose sin trabas ni proteccionismos y que gane flexibilidad el sistema financiero internacional, con lo que "los desequilibrios de las cuentas corrientes se reabsorberán sin riesgo".

Con todo ello y pensando en el medio plazo, en los mercados se han establecido dos líneas de referencia interesantes. Por una parte, la posible ruptura de la actual resistencia (130 centavos de dólar por cada euro) llevaría a una caída del dólar en busca de los referentes del ECU de los últimos cincuenta años (máximos en 140), con la consiguiente intervención conjunta de los Bancos Centrales que intentarían frenar el movimiento al perjudicar tal tipo de cambio los intereses de todos (Gráfico III.5.).

Por el lado contrario, el análisis técnico señala que fortalecimientos del dólar hasta niveles de 1,243 por cada euro, mantienen intacto el potencial alcista del euro estando el cruce preparado para continuar en la busca de máximos anuales y tan sólo la pérdida del nivel 1,2630 anularía/ retrasaría escenarios alcistas.

Gráfico III.5.



Pensamos que la banda más probable de fluctuación del cambio cruzado de ambas divisas para los próximos meses se ha establecido entre 1,30 y 1,25 dólares por cada euro, banda que se corresponde con el escenario alternativo 1 de CEPREDE. Tan sólo la corrección de los desequilibrios americanos, la disminución del riesgo geopolítico y una moderación del precio del petróleo llevarán al dólar hacia niveles de 1,20 por cada euro como los que contemplamos en nuestro escenario básico.

D.- CONCLUSIÓN

Con este panorama, mantenemos nuestra previsión para la tendencia del tipo de cambio del euro de Mayo pasado, pero retrasando el movimiento un año, de manera que niveles de 1,20 dólares por euro no es probable que los veamos hasta finales de 2005, para buscar posteriormente niveles más acordes con su "ppa" con resistencia en 1,20 y soporte en 1,15 dólares por euro. Pero hasta entonces, posibles rupturas del nivel 1,30 se verían contestadas con intervenciones conjuntas de los Bancos Centrales y deslizamientos por debajo del nivel de soporte (1,25) obedecerían a reducción de los desequilibrios y de los riesgos actualmente planteados. Mientras, los tipos de interés recobrarán niveles considerados "naturales" con las curvas aplanándose tras movimientos al alza de los plazos cortos tras haberse acercado los largos a niveles del 5,0%.

Cuadro III.1.
Tablas de previsiones

Tipos 3 meses

	12-nov	2º Trim 2005	4º Trim 2005
EE.UU.	2,23	3,10	3,60
R. Unido	4,80	5,00	5,00
Japón	0,05	0,10	0,10
Euro	2,09	2,80	3,00

Tipos 10 Años

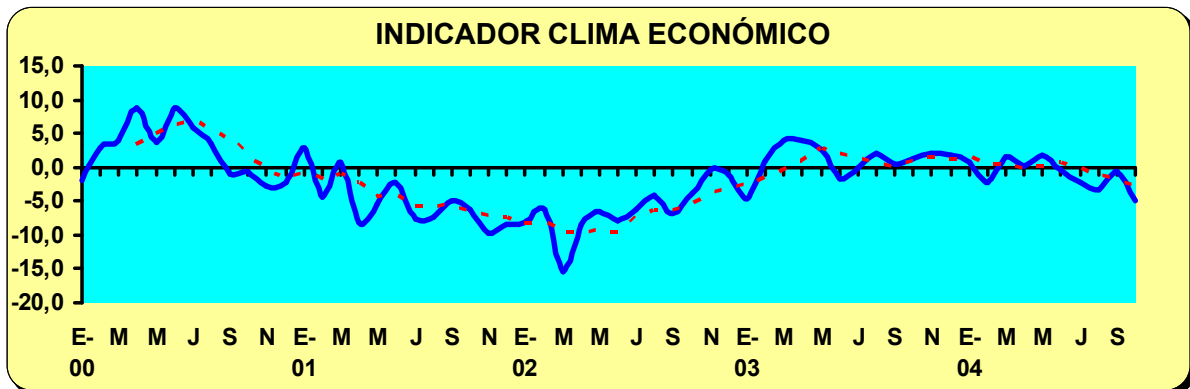
	12-nov	2º Trim 2005	4º Trim 2005
EE.UU.	4,23	4,80	5,00
R. Unido	4,67	5,25	5,50
Japón	1,46	1,50	1,55
Euro	3,86	4,50	4,75

Tipos de cambio

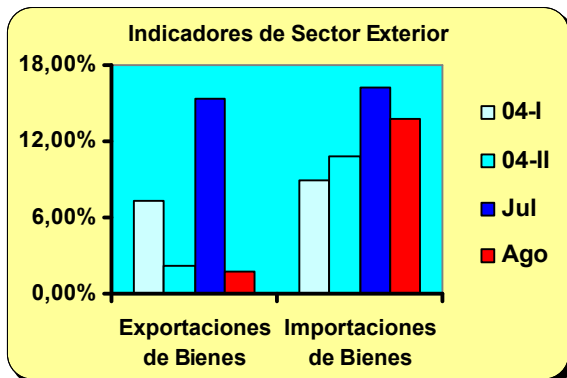
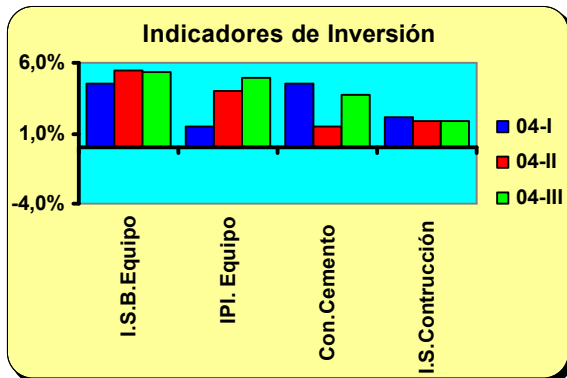
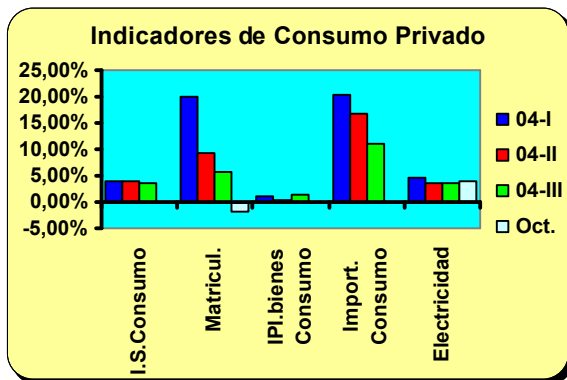
	12-nov	2º Trim 2005	4º Trim 2005
Dólar/Euro	1,29	1,25	1,20
Libra/Euro	0,70	0,68	0,65
Yen/Euro	136,93	130,00	125,00
Yen/Dólar	105,97	104,00	104,17

Sección IV.- CRECIMIENTO.

IV.1.- SITUACIÓN ACTUAL



El indicador de clima económico parece apuntar una cierta desaceleración desde el segundo trimestre del presente año.



Fuente	UDD	Cto.	AA	
I.S. Consumo	sep-04	3,6	3,3	
Matri. Turismos	oct-04	-1,7	10,2	
IPI B. Consumo	sep-04	2,6	0,6	
Import. Consumo.	ago-04	13,5	16,5	
Cons. Electricidad.	oct-04	3,9	3,9	
	UDD	Hoy	1 Mes	1 A.
I. Conf. Consumidor	oct-04	-12	-13	-12

• Los indicadores cuantitativos de evolución del consumo privado muestran unos valores ligeramente inferiores durante el tercer trimestre del año, mientras que la confianza de los consumidores permanece estable.

Fuente	UDD	Cto.	AA
I.S. B. Equipo	sep-04	6,7	6,2
IPI Equipo	sep-04	5,7	3,6
I.S. Construcción	oct-04	1,9	1,9
Afil. Reg. Construc.	oct-04	5,0	4,5
Cons. Cemento.	oct-04	-7,6	2,8
Licitación Oficial	ago-04	185,1	33,7

• Los indicadores de inversión en equipo presentan un perfil de sostenimiento o ligera recuperación, mientras que los de construcción parecen marcar una leve desaceleración.

Fuente	UDD	Cto.	AA
Export. Totales	ago-04	1,8	5,7
Import. Totales	ago-04	13,7	11,2
Ingresos Turismo	ago-04	-0,7	-0,5
Pagos turismo	ago-04	23,4	21,3
Ing. Otros Servicios	ago-04	-2,5	-1,7
Pag. Otros Servicios	ago-04	9,8	3,7

• Las importaciones presentan una progresiva recuperación durante el tercer trimestre mientras que las exportaciones presentan síntomas contradictorios y poco optimistas.

IV.2.- ALTERNATIVAS Y REVISIONES DE LA PREDICCIÓN

Predicciones alternativas Cto. P.I.B.			
Fuente	Fecha	2004	2005
Morgan Snatley	oct-04	2,5	2,4
BBVA	oct-04	2,5	2,6
CEPREDE	nov-04	2,5	2,6
Univ. Carlos III	oct-04	2,5	2,9
BSCH	oct-04	2,6	2,6
La Caixa	oct-04	2,6	2,7
C. Europea	oto-04	2,6	2,7
FUNCAS	oct-04	2,6	2,8
F.M.I.	nov-04	2,6	2,6
Consensus	oct-04	2,7	2,7
ICO	oct-04	2,7	3,0
Banesto	oct-04	2,7	3,1
I.E.E.	oct-04	2,7	-
UBS	oct-04	2,8	2,6
P.G.E.	sep-04	2,8	3,0
OCDE	may-04	2,9	3,3
Media		2,6	2,8
Máximo		2,9	3,3
Mínimo		2,5	2,6

- Si exceptuamos la estimación realizada por la OCDE, ya muy alejada en el tiempo, el diagnóstico medio se presenta bastante uniforme entre las distintas estimaciones alternativas, presentando un crecimiento medio del 2,6% para el 2004, y del 2,8% para el 2005.

- Esta homogeneidad en el diagnóstico se manifiesta en un inusual estrecho margen de dispersión entre las distintas estimaciones, y que limitaría a 3 décimas de punto para el 2004 y 4 para el 2005.

- En el mismo sentido, se observa un alto consenso respecto a la revisión de las predicciones ya que la práctica totalidad de las mismas han sido revisadas a la baja, tanto para el 2004, como para el 2005, de forma tal que las nuevas estimaciones de crecimiento de la economía española se sitúan 3 décimas por debajo de las presentadas en el informe anterior para ambos periodos.

Las predicciones de CEPREDE no han sido ajenas a este proceso de revisión a la baja, y tanto para el presente año 2004, como para el 2005, nuestras nuevas estimaciones de crecimiento del PIB son sensiblemente inferiores a las presentadas hace seis meses.

Si analizamos con mayor detalle la revisión efectuada sobre cada una de las distintas partidas comprobaremos que el descenso observado para el 2004 se ha debido, fundamentalmente, a una mayor dinámica de las importaciones, resultado de un tipo de cambio más favorable que el contemplado en la solución anterior.

Por el contrario, tanto la partida de inversión, como el consumo privado o las exportaciones, se han visto revisadas ligeramente al alza, las primeras como resultado de unos tipos de interés más moderados y la tercera como resultado de un entorno internacional más favorable.

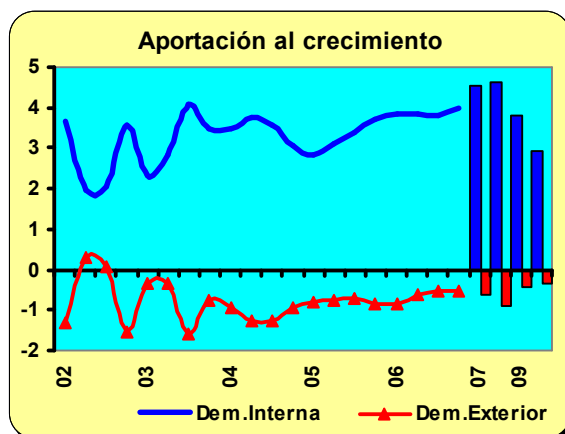
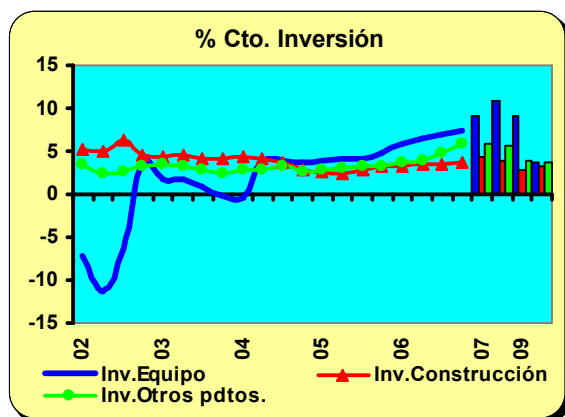
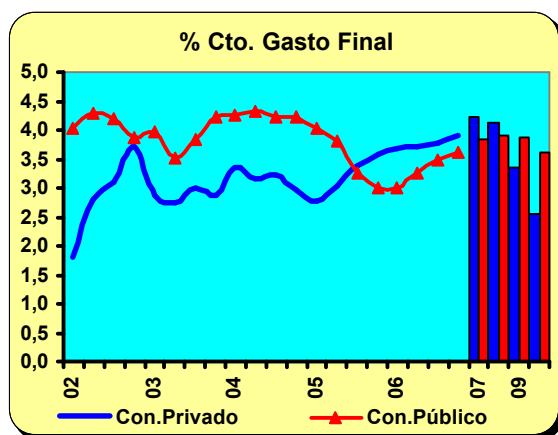
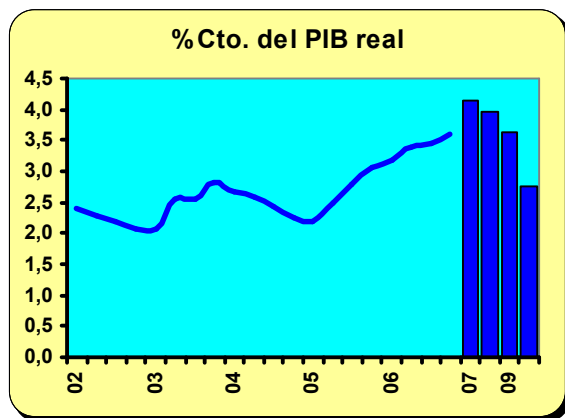
En cuanto al 2005, el proceso de revisión ha sido más homogéneo entre las distintas partidas, siendo la caída de expectativas, tanto nacionales como internacionales, la principal fuente de tales revisiones.

	Datos para 2004 en:					Datos para 2005 en:				
	Nv-02	My-03	Nv-03	My-04	Nv-04	Nv-02	My-03	Nv-03	My-04	Nv-04
P.I.B	3,5	2,8	2,9	2,9	2,5	3,9	3,5	3,3	3,2	2,6
Consumo Privado	2,8	3,0	3,0	3,1	3,2	2,9	3,2	3,7	3,4	3,2
Consumo Público	2,7	3,3	3,5	4,5	4,3	3,2	3,1	3,7	3,4	3,5
Form. Bruta Cap. Fijo	5,3	4,0	5,1	3,0	3,4	5,8	5,3	5,6	4,9	3,2
Exportaciones B. y S.	6,2	6,6	7,8	4,7	4,8	8,1	7,7	9,3	7,1	5,4
Importaciones B. y S.	5,9	7,8	9,6	5,8	7,6	7,0	7,6	10,9	8,4	7,0

Revisión media		U.E-12	EE.UU.	Japón	OCDE	Latinoamérica	Mundo
Cto. PIB real	2004	0,3	0,2	1,0	0,2	1,0	0,4
	2005	-0,2	-0,3	0,1	-0,3	-0,5	-0,2

Deterioro en las expectativas de crecimiento de la economía española, tanto para el 2004, como para el 2005.

IV.3.- PERSPECTIVAS A CORTO Y MEDIO PLAZO



- **La economía española experimentará una cierta desaceleración a finales del presente año y principios del 2005.** Como resultado del impacto negativo de los precios del crudo, y la contención del crecimiento mundial, la economía española podría experimentar un cierto proceso de desaceleración durante los próximos trimestres. No obstante, una vez superada esta desaceleración, se retomaría un cierto proceso de aceleración que alcanzaría su máximo en torno al 2007, siendo la demanda interna el principal factor que estaría contribuyendo a este ciclo de crecimiento.

- **La pérdida de poder adquisitivo derivada de la reactivación de la inflación estaría induciendo una contención en los ritmos de crecimiento del consumo privado.** Así, durante los próximos trimestres podemos esperar una moderación en las tasas de crecimiento de esta componente, que se reducirían hasta el 2,8% durante el primer trimestre del próximo año, para posteriormente ir retomando valores progresivamente mayores hasta situarse en niveles en torno al 4%.

En cuanto al consumo público, éste permanecería en niveles ligeramente expansivos a lo largo del citado proceso de desaceleración transitorio, para posteriormente retomar una cierta senda de contención hacia valores más acordes con el propio PIB.

- **La inversión en equipo no termina de acelerarse claramente ante la incertidumbre sobre el crecimiento económico, mientras que la inversión en construcción, continuará mostrando un crecimiento sostenido aunque ligeramente inferior al de años anteriores.** El mantenimiento de unas condiciones financieras favorables y unos ritmos de crecimiento sostenidos posibilitará el sostenimiento de unos ritmos de inversión en equipo bastante moderados, sin que veamos un despegue significativo hasta el momento más álgido del ciclo, en torno al 2007-2008.

Aunque con un ritmo de crecimiento mínimo que parece garantizado para los próximos años, el sector de la construcción podría experimentar un ligero descenso en sus ritmos de actividad a corto plazo, tanto por la moderación del mercado inmobiliario, como por el retraso en la licitación de obra pública.

- **La fortaleza del Euro está perjudicando a corto plazo la evolución de nuestro sector exterior.** Este comportamiento se iría corrigiendo a medio plazo a medida que el Euro retorne a posiciones más competitivas.

IV.4.- CONDICIONANTES Y RIESGOS DE LA PREDICCIÓN

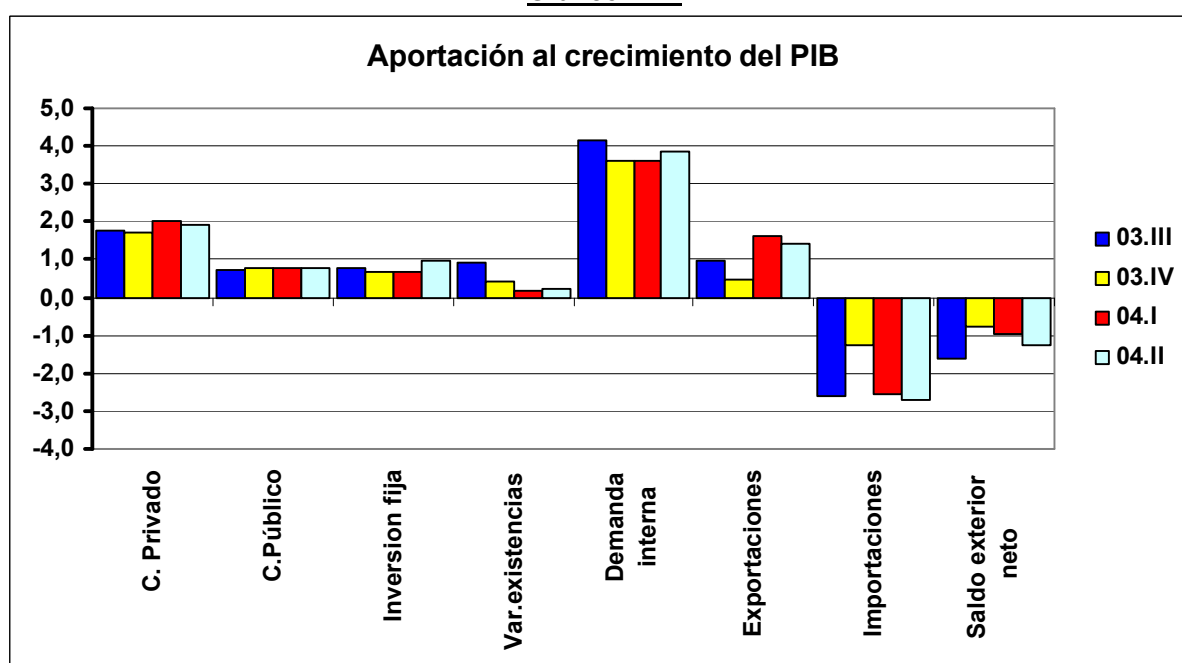
Desde el cuarto trimestre del pasado año, donde se alcanzó un máximo de crecimiento del 2,8%, la economía española ha venido experimentando un leve proceso de desaceleración que habría reducido las tasas de crecimiento hasta valores del 2,6% durante el segundo trimestre del año.

Esta desaceleración se hace más patente, si cabe, en términos de tasas intertrimestrales anualizadas, que se habrían visto reducidas desde el 2,9% del cuarto trimestre del 2003, hasta un escaso 2% en segundo trimestre del presente año.

La justificación a esta desaceleración experimentada en el ritmo de crecimiento del PIB debemos encontrarla en los factores externos, ya que el conjunto de la demanda interna habría venido mostrando un perfil de recuperación desde finales del pasado año.

En efecto, la aportación neta del sector exterior al crecimiento del PIB, se habría reducido en casi medio punto, entre finales del 2003 y mediados del 2004, tal como se refleja en el gráfico que presentamos a continuación.

Gráfico IV.1.



Fuente: CEPREDE. Noviembre 2004. Datos de la Contabilidad Trimestral INE.

A esta reciente reactivación de la demanda interna han contribuido, fundamentalmente, el consumo privado y la inversión en equipo, mientras que la menor aportación del sector exterior ha venido provocada por una significativa reacción de las importaciones y a una ligera contención de las exportaciones, al menos durante el segundo trimestre.

La mayor expansión de la demanda interna concentrada en los componentes con mayor propensión a la importación (Consumo privado e inversión en equipo), junto con unos tipos de cambio especialmente apreciados, estaría provocando la citada reactivación de las importaciones; mientras que la ligera contención observada en las exportaciones se concentraría en los mercados extra-comunitarios, frente a los que la fortaleza del dólar nos genera pérdida de competitividad, y que habrían reducido ligeramente su dinámica expansiva a lo largo del presente año.

Las tendencias más recientes apuntan hacia un deterioro de la aportación neta al crecimiento del sector exterior que no está siendo compensada por la leve reactivación de la demanda interna.

En cuanto a la posible evolución que experimentaría nuestro crecimiento trimestral, nuestra apuesta central apunta hacia una continuidad en este proceso de desaceleración al menos hasta el segundo trimestre del próximo ejercicio.

Ahora bien, esta nueva desaceleración que se experimentaría durante los próximos trimestres tendría un carácter sensiblemente diferente a la observada durante la primera mitad del año, ya que vendrá inducida por una contención de la demanda interna compensada, parcialmente, por una mayor aportación relativa del sector exterior.

Esta menor aportación de la demanda interna, vendría explicada a su vez, por los siguientes factores:

- Menor crecimiento del consumo privado como resultado de la menor renta real disponible que supone la elevación de las tasas de inflación.
- Progresiva contención de la inversión en construcción.
- Estancamiento de la inversión en equipo ante un entorno de deterioro de expectativas y posibles subidas de tipos de interés.

Por su parte, la mayor contribución relativa del sector exterior vendría provocada por una moderación en los ritmos de crecimiento de las importaciones en un entorno menos expansivo de la demanda interna.

Para los próximos trimestres cabría esperar una contención adicional del ritmo de crecimiento del PIB como consecuencia de una paralización en la expansión de la demanda interna.

Los datos conocidos a la fecha de cierre del presente informe sobre el avance de la Contabilidad Trimestral, coincidentes con la estimación realizada por el Banco de España, no parecen corroborar esta desaceleración adicional, al menos durante el tercer trimestre del año, para el que ambos organismos estiman un crecimiento del 2,6% frente al 2,4% que presentamos en nuestra solución y que supondrían un mantenimiento de los ritmos alcanzados en el segundo trimestre del año.

Con independencia de que finalmente la cifra estimada apunte hacia un estancamiento o hacia una ligera desaceleración, lo que sí parece claro es que no podemos esperar avances significativos en los ritmos de crecimiento del PIB durante los próximos trimestres.

Teniendo en cuenta que durante el primer semestre del año el ritmo de crecimiento medio de la economía española ha sido del 2,6%, no parece factible, por tanto, que se pueda alcanzar un ritmo de crecimiento superior a esta cifra para el conjunto del año 2004.

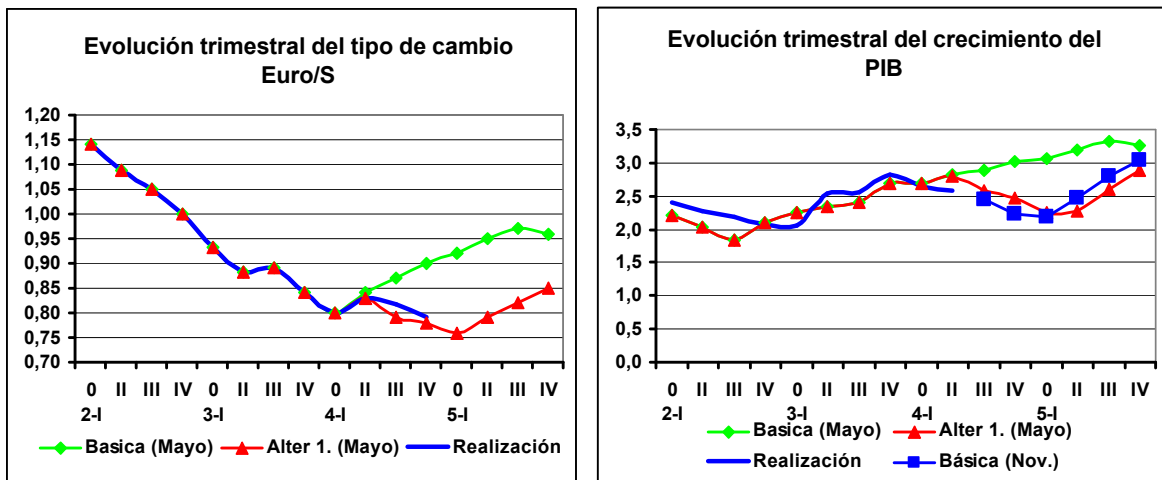
Si comparamos estas nuevas estimaciones con las que presentábamos hace seis meses, podremos comprobar, fácilmente que las realizaciones conocidas hasta la fecha se aproximan más a lo que presentábamos entonces como escenario alternativo 1, y que respondía a una evolución del Euro mucho más apreciada que la contemplada en el escenario básico, tal como se recoge en el gráfico que presentamos a continuación.

En dicho escenario alternativo, se presentaban unas tasas de crecimiento del PIB real, del 2,6% para el 2004 y del 2,5% para el 2005, frente al 2,9 y 3,1% respectivamente que se recogían en la solución básica.

En resumen, podríamos concluir, por tanto, que nuestro escenario básico actual se aproxima a lo que en mayo adelantábamos como alternativa 1 y que recogía una evolución mucho más fuerte del Euro tal como parece estar registrando en la actualidad.

Dicho de otra forma, el deterioro de expectativas de crecimiento para la economía española a corto plazo se habría visto especialmente condicionado por la fortaleza del Euro.

Gráfico IV.2.



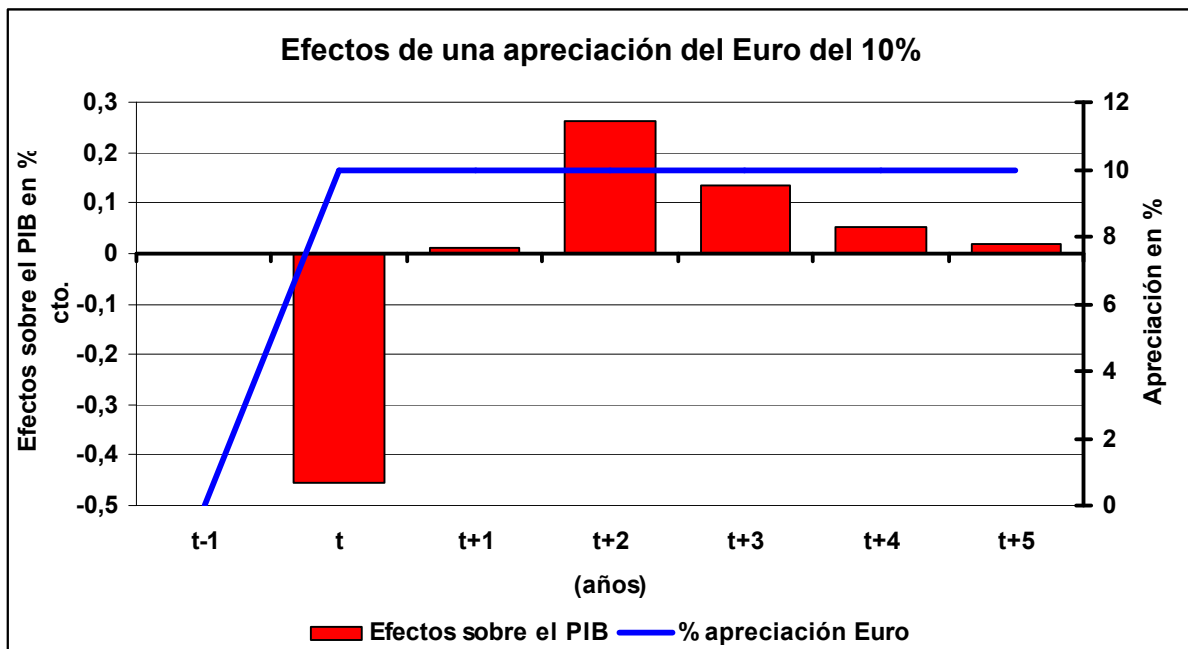
Fuente: CEPREDE. Noviembre 2004.

El menor crecimiento estimado para la economía española puede venir explicado por el fortalecimiento del Euro.

Ahora bien, tal como hemos recogido en ocasiones anteriores, una apreciación del Euro tiene efectos contrapuestos sobre el crecimiento del PIB a corto y medio y largo plazo.

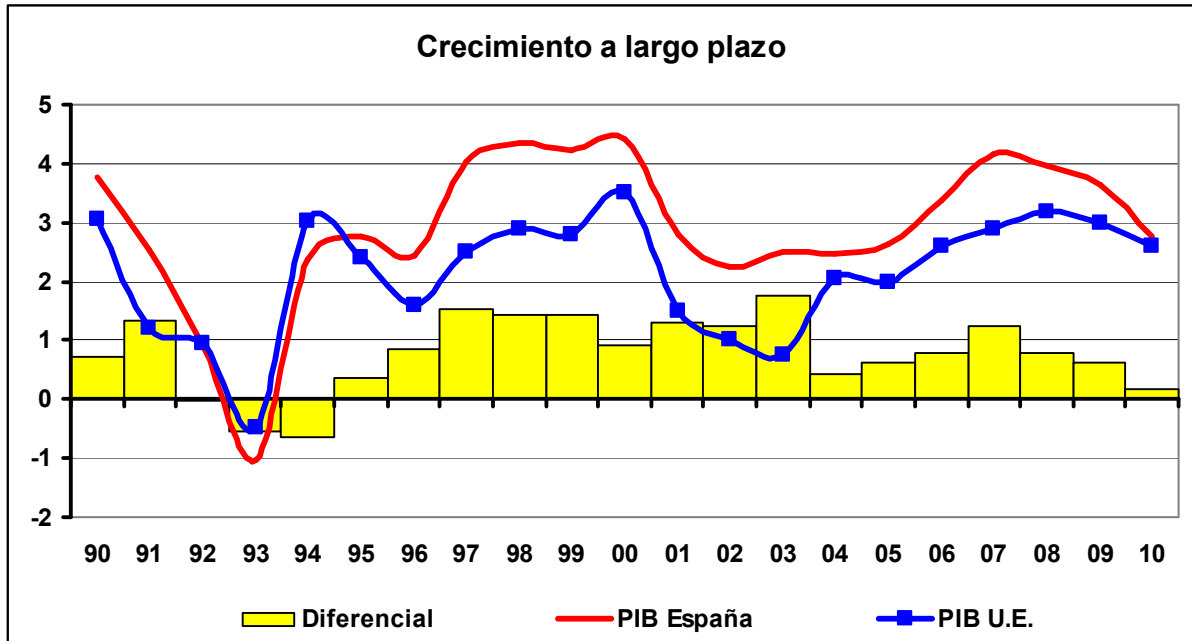
Así, mientras que a corto plazo, la apreciación supone un cierto deterioro en las tasas de crecimiento del PIB, estos efectos se tornan neutros e incluso ligeramente positivos a medio plazo, tal como se refleja en el gráfico que presentamos a continuación.

Gráfico IV.3.



Fuente: CEPREDE. Noviembre 2004.

Este efecto positivo que termina generando la fortaleza de una moneda, unido al proceso de cambio en el modelo de crecimiento en la Unión Europea que recogíamos en el apartado dedicado a la Unión Monetaria, estarían justificando la aceleración en el crecimiento que se contempla en nuestra solución básica y que presentaría un máximo cíclico en torno al 2007.

Gráfico IV.4.

Fuente: CEPREDE. Noviembre 2004.

Tal como se refleja en el gráfico anterior, la economía española aceleraría su crecimiento a partir del 2006, en paralelo con la reactivación estimada para el conjunto de la Unión Europea, para posteriormente ir aproximando progresivamente nuestras tasas de crecimiento a las registradas por nuestros socios comunitarios.

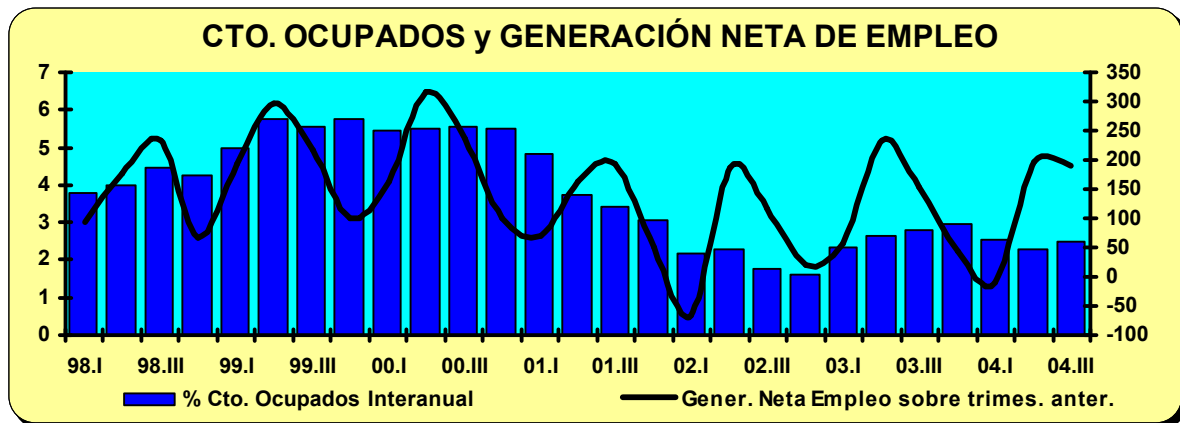
Como resultado de esta evolución, nuestra economía mantendría un cierto diferencial de crecimiento, que se iría recuperando progresivamente a medida que avanzamos en el ciclo expansivo, y que se moderaría a finales del horizonte de predicción.

En cualquier caso, este diferencial de crecimiento se situaría, en promedio, por debajo del registrado en la segunda mitad de los noventa y los primeros años del 2000, ya que los efectos específicos que habrían estado justificando estos fuertes diferenciales de crecimiento tenderán a desaparecer a medida que progresamos en nuestra convergencia real y nominal (sesgo expansivo de la política monetaria, fondos estructurales, fuerte creación de empleo, etc.)

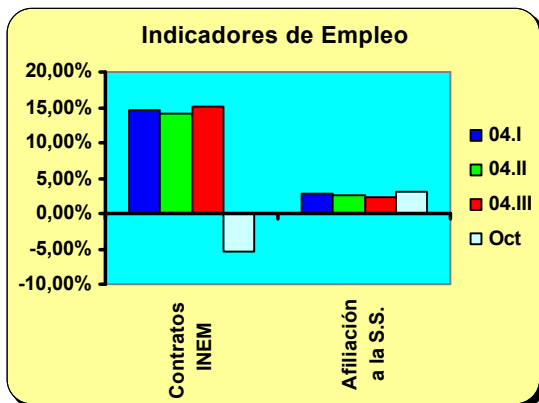
A medio plazo la economía española podría acelerar su crecimiento en paralelo con la Unión Europea, si bien los diferenciales en los ritmos de crecimiento se irían moderando a medida que avanzamos en el proceso de convergencia.

Sección V.- EMPLEO.

V.1.- SITUACIÓN ACTUAL

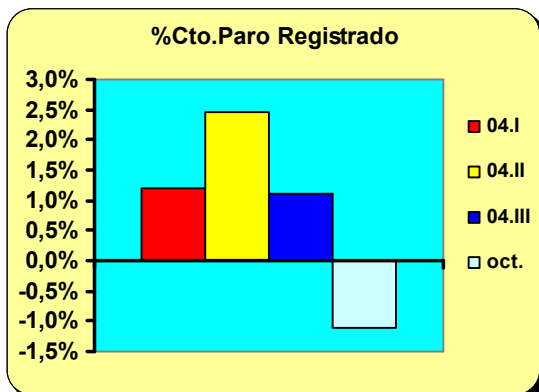


Los recientes datos de empleo del tercer trimestre apuntan hacia una posible recuperación en el ritmo de creación de empleo.



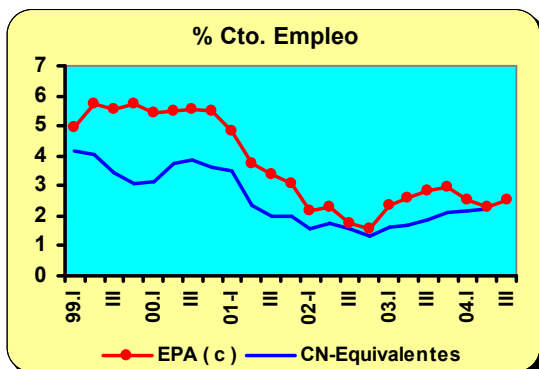
Fuente	UDD	Cto.	AA	Miles
				Perso.
Paro INEM	oct-04	-1,1	1,3	1.649
Contratos. INEM	oct-04	-5,5	11,7	1.472
Afiliación. S.S.	oct-04	3,1	2,7	17.264

• En el mismo sentido que los datos de la E.P.A. los indicadores de contratos y afiliación muestran una cierta mejoría en los últimos meses del presente año.



Fuente	UDD	Cto.	AA	Miles
				Perso.
Ocupados EPA	04.III	2,5	2,5	17.240
Activos EPA	04.III	1,8	2,0	19.272
Parados EPA	04.III	-3,9	-1,5	2.031
Tasa Paro EPA	04.III			10,54%

• Tras el máximo alcanzado en el segundo trimestre del año, el paro registrado en las oficinas del INEM ha ido reduciendo su tasa de crecimiento, reduciéndose incluso en términos interanuales durante el mes de octubre.



Fuente	UDD	Cto.	AA	Miles
				Perso.
Ocupados - C.T.	04.II	2,0	2,0	16.948
Puestos de Trabajo	04.II	2,0	2,0	17.212
Puestos Equivalentes	04.II	2,3	2,2	16.430

• Aunque aún no conocemos los datos definitivos de la Contabilidad Trimestral, estos podrían continuar aumentando ligeramente la tendencia mostrada desde principios del 2003.

V.2.- ALTERNATIVAS Y REVISIONES DE LA PREDICCIÓN

Predicciones alternativas de ocupados ^(*)			
Fuente	Fecha	2004	2005
BSCH	oct-04	1,8	1,6
La Caixa	oct-04	1,8	1,8
IEE	oct-04	1,8	-
BBVA	oct-04	1,9	1,8
C. Europea	oto-04	1,9	1,8
FUNCAS	oct-04	1,9	1,9
CEPREDE	nov-04	2,0	1,9
Consenso	oct-04	2,0	1,9
P.G.E.	sep-04	2,0	2,0
Caja Madrid	oct-04	2,0	2,0
I.Flores Lemus	oct-04	2,0	2,0
ICO	oct-04	2,0	2,1
Intermoney	oct-04	2,1	2,0
Media		2,0	1,9
	Máximo	2,1	2,1
	Mínimo	1,8	1,6

(*) Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

• El promedio de las estimaciones barajadas coinciden en adelantar una cierta reactivación del mercado laboral durante el presente año 2004, y en el que el total de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo crecería dos décimas por encima de la tasa registrada en el 2003.

• Ahora bien, esta reactivación del empleo no parece que vaya a prolongarse durante el próximo año para el que, en promedio, se estima un crecimiento del empleo ligeramente inferior al de este año.

• Al igual que sucedía con las estimaciones de crecimiento, el rango de dispersión de las predicciones de empleo es significativamente bajo, y se limita a 3 décimas para el 2004 y 5 para el 2005.

Comparando estas estimaciones con las realizadas hace seis meses podremos comprobar que el deterioro de expectativas de crecimiento se ha visto reflejado en una revisión a la baja de las tasas de crecimiento del empleo, tanto para el 2004, como para el 2005. No obstante, mientras que la revisión para el próximo año es de una magnitud similar en el caso del crecimiento y del empleo, para el presente año nos encontramos, una vez más, con un deterioro de la productividad esperada, ya que, la revisión en las cifras de empleo es menor que la registrada en las de crecimiento.

Por nuestra parte, hemos revisado ligeramente al alza las cifras de crecimiento del empleo para el presente año 2004, lo que supone, como decíamos, un cierto deterioro en la productividad esperada, mientras que para el 2005, se han corregido a la baja las estimaciones previas, manteniendo así los niveles de productividad que presentábamos hace seis meses.

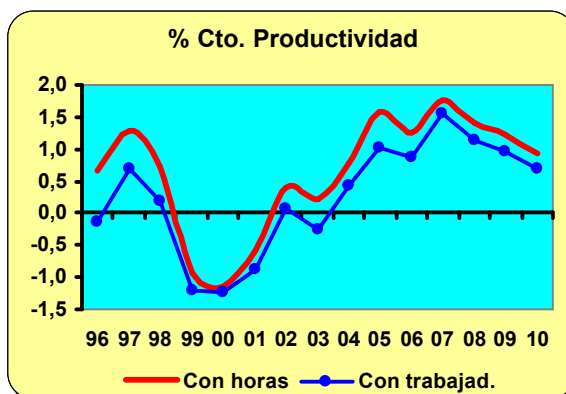
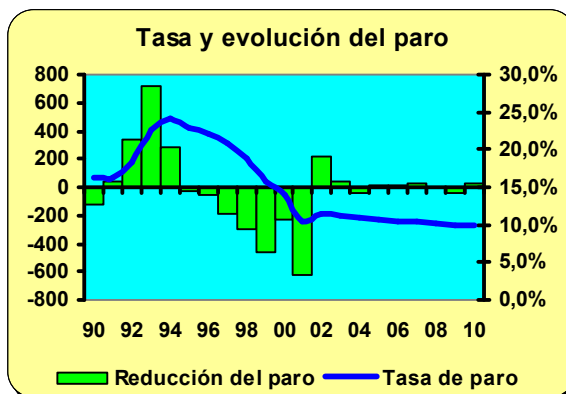
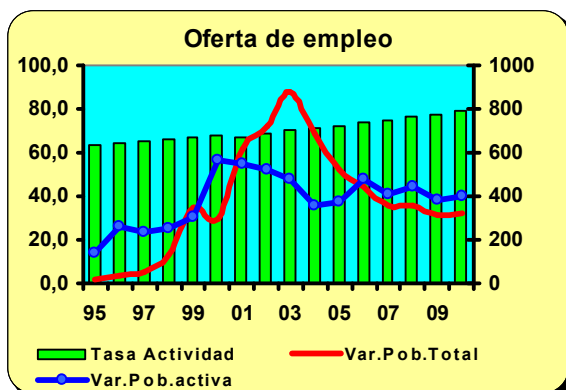
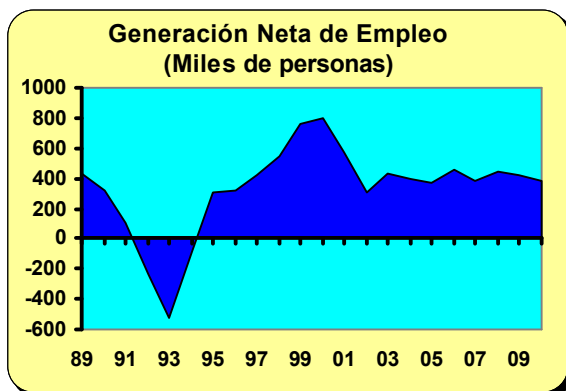
	Datos para 2004 en:					Datos para 2005 en:				
	Nv-02	My-03	Nv-03	My-04	Nv-04	Nv-02	My-03	Nv-03	My-04	Nv-04
Tasa de desempleo	10,3	12,4	11,7	11,3	11,0	8,8	11,9	11,1	11,2	10,9
Tasa de activ. Total	55,8	71,4	71,7	68,1	70,2	56,2	72,5	72,8	68,5	70,1
Hombres	71,3	82,1	82,6	78,3	81,6	71,7	83,0	83,5	78,5	81,9
Mujeres	41,3	60,2	60,3	57,5	58,1	41,8	61,6	61,7	58,1	59,7
Ocupados (Ptetc)	2,4	1,9	2,4	1,9	2,0	2,5	2,6	2,8	2,2	1,9

En el entorno internacional, las revisiones se situán, salvo en el caso de Japón, en la misma dirección que las apuntadas en el caso español, al menos para el 2004.

		U.E	EE.UU.	Japón	OCDE
%Cto. Empleo	2004	-0,1	-0,2	0,5	-0,1
	2005	-0,1	0,3	-0,1	0,0
Tasa de Paro	2004	0,1	-0,1	-0,2	-0,1
	2005	0,1	0,0	-0,3	-0,2

Ligero deterioro en las expectativas de empleo que viene acompañada de una cierta contención de los crecimientos esperados de la productividad.

V.3.- PERSPECTIVAS A CORTO Y MEDIO PLAZO



- Aunque con pequeñas fluctuaciones coyunturales derivadas de las propias variaciones en los ritmos de crecimiento, la economía española seguirá generando empleo a un ritmo medio en torno al 2% anual.

Teniendo en cuenta que el nivel de ocupación actual de la economía española es de unos 16 millones y medio, este crecimiento anual supone la generación de unos 320.000 puestos de trabajo netos al año.

- Los flujos migratorios tenderán a moderarse progresivamente hasta estabilizarse en valores medios en torno a las 300.000 personas año. Teniendo en cuenta que la mayor parte de esta población inmigrante está en edad de trabajar y, por tanto, engrosaría la cifra de población activa, la variación neta de la misma será bastante similar a la estimada para el total de la población. Adicionalmente, las tasas de actividad se irán viendo progresivamente aumentadas como consecuencia, nuevamente, de que el incremento de población se concentra en las cohortes en edad de trabajar.

- La tasa de paro permanecerá prácticamente estancada como consecuencia del ritmo de expansión de la población activa. En efecto, si comparamos las cifras estimadas de generación de empleo con respecto a las de evolución de la población activa, comprobaremos que no queda margen para una reducción efectiva del número de desempleados, de forma tal que los pocos avances que se registren sobre la tasa de desempleo se deberán únicamente al efecto estadístico de considerar una base de población activa permanentemente creciente. Así, a finales del horizonte de predicción nos podríamos encontrar con una tasa de paro del 9,8% resultado de una población parada similar a la del 2003 (en torno a los 2 millones) pero calculada sobre una población activa superior a 21,5 millones de personas.

- La aceleración cíclica estimada para el bienio 2007-2008 se traduciría en una recuperación de las tasas de crecimiento de la productividad. La necesidad de mantener los niveles de competitividad de la economía española inducirá necesariamente una recuperación de las tasas de crecimiento de la productividad que se volverían altamente procíclicas a lo largo del horizonte de predicción.

V.4.- CONDICIONANTES Y RIESGOS DE LA PREDICCIÓN

En nuestro informe de Mayo, recogíamos en este mismo apartado la desaceleración aparente que habrían presentado las cifras de la E.P.A. durante el primer trimestre del año, y que podían hacer presagiar una mayor desaceleración del crecimiento económico (en aquel momento no se conocían aún los datos de crecimiento del primer trimestre del año).

En aquel momento, y analizando la composición sectorial de la desaceleración del empleo, argumentábamos que no podían interpretarse aquellos datos en términos negativos, de menor crecimiento de la actividad, sino en términos positivos de mayores crecimientos de la productividad.

“La desaceleración mostrada en las cifras de crecimiento del empleo presentadas en la E.P.A. del primer trimestre, parecen responder más a una recuperación de la productividad que a una contención en la actividad”.

Informe semestral de predicción. CEPREDE. Mayo 2004.

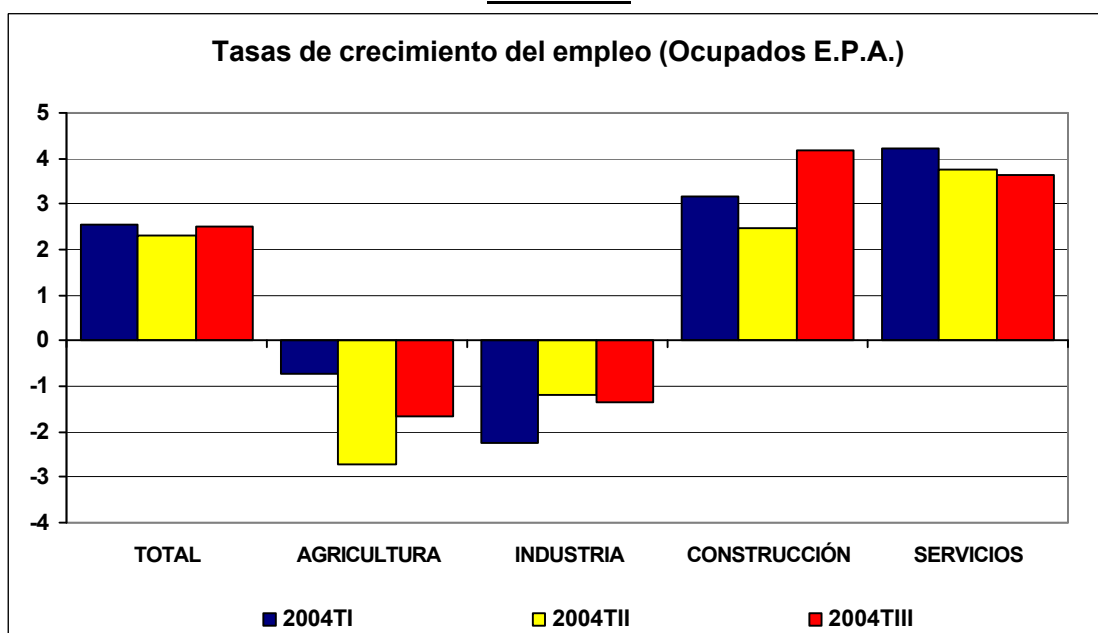
Una vez conocidos los datos del primer trimestre se confirmó este diagnóstico y frente a una contención del ritmo de creación de empleo de casi medio punto, el crecimiento del PIB permaneció prácticamente inalterado, es decir se registró un aumento de la productividad.

En el momento actual estamos experimentando una situación bastante similar, aunque a la inversa, es decir, conocemos el dato de la E.P.A. para el tercer trimestre del año, que presenta como decíamos en los apartados anteriores una cierta reactivación frente a los registros del segundo trimestre, y en el momento de escribir este informe, no se han publicado las cifras de la contabilidad trimestral para ese mismo periodo.

Teniendo en cuenta el peso que la creación de empleo tiene sobre la valoración de la actividad económica, podemos inferir, sin demasiado margen de error, que esa reactivación aparente en la creación de empleo esta influyendo sobre las estimaciones adelantadas para el tercer trimestre del año y que apuntan hacia un sostenimiento de la actividad.

Ahora bien, si realizamos un análisis similar al presentado en el informe anterior y comprobamos qué sectores han contribuido a esta reactivación del mercado laboral durante el tercer trimestre del año, podremos ver que, en términos de crecimiento interanual, tan sólo la construcción ha visto acelerado su ritmo de creación de empleo, mientras que el sector industrial ha aumentado ligeramente su caída y el de servicios ha desacelerado ligeramente su crecimiento.

Gráfico V.1.



Fuente: CEPREDE. Noviembre 2004. Datos E.P.A.

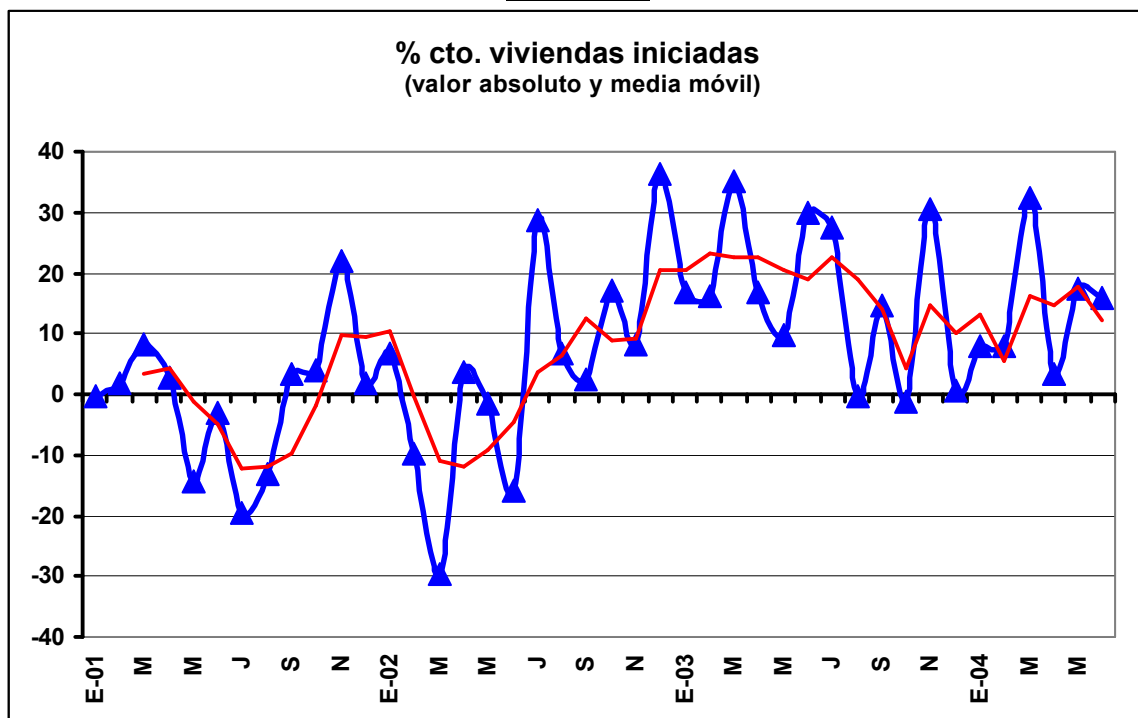
A la vista de estos datos, para que esta aceleración en el empleo se plasmara en una mayor dinámica de crecimiento económico, tendría que ser el sector de la construcción el que hubiera aumentado su dinámica en este tercer trimestre.

Como quiera que los indicadores disponibles no parecen corroborar esta reactivación del sector de la construcción, debemos inferir que lo que se está produciendo en estos últimos meses es una cierta contención en la productividad del sector de la construcción y, probablemente en el conjunto de la economía española.

Estas fluctuaciones en la productividad de la actividad constructora suelen ser bastante frecuentes debido a la diferente intensidad de trabajo que conllevan las distintas fases de ejecución de obras. Así, es sobradamente conocido el aumento de mano de obra que se precisa en las fases finales de la construcción residencial, por lo que no sería extraño que esta aparente reactivación del mercado laboral en la construcción respondiera más a una acumulación temporal de fases finales de construcciones residenciales que a una recuperación efectiva del sector.

Tal como se recoge en el gráfico V.2, a finales del 2002 y principios del 2003, se registró una significativa aceleración en el ritmo de crecimiento de las viviendas iniciadas. Si tenemos en cuenta que el periodo medio de construcción se sitúa entre 18 y 24 meses, no sería extraño que la aceleración registrada en la ocupación del sector de construcción estuviera respondiendo a la fase final de estas obras iniciadas hace un año y medio.

Gráfico V.2.



Fuente: CEPREDE. Noviembre 2004.

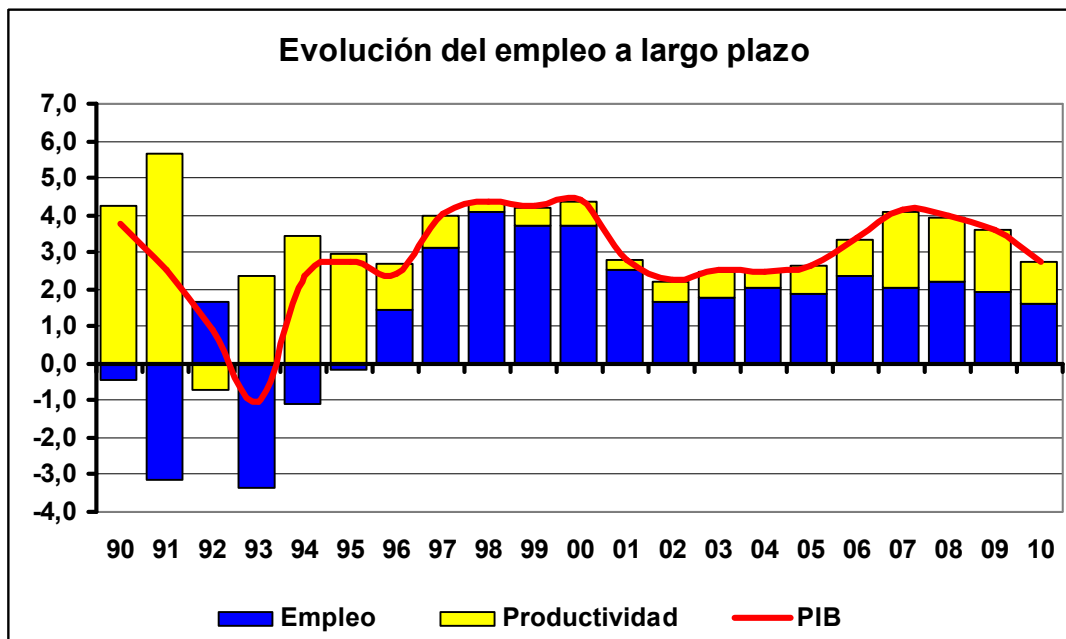
La aceleración del empleo en el tercer trimestre del año puede estar respondiendo a una situación coyuntural del sector de la construcción, más que a una reactivación real de la actividad económica.

Desde una perspectiva de más largo plazo, nuestra solución básica sigue recogiendo una reactivación progresiva de la productividad aparente del factor trabajo ya que, tal como hemos venido poniendo de manifiesto a lo largo de los últimos informes, esta ganancia de productividad es la condición necesaria para poder mantener la competitividad de nuestra economía, y su potencial de crecimiento.

Así, tal como señalábamos en el apartado anterior, la reactivación cíclica estimada para los próximos años podría garantizar un ritmo adecuado de generación de empleo al tiempo que posibilitar una mejora progresiva de la productividad.

Tal como puede comprobarse en el gráfico V.3. la diferencia fundamental entre el pasado ciclo expansivo y el que adelantamos para el 2007 está, precisamente en el comportamiento de la productividad, que presentaría los valores más elevados de los últimos años en un contexto de generación neta de empleo.

Gráfico V.3.



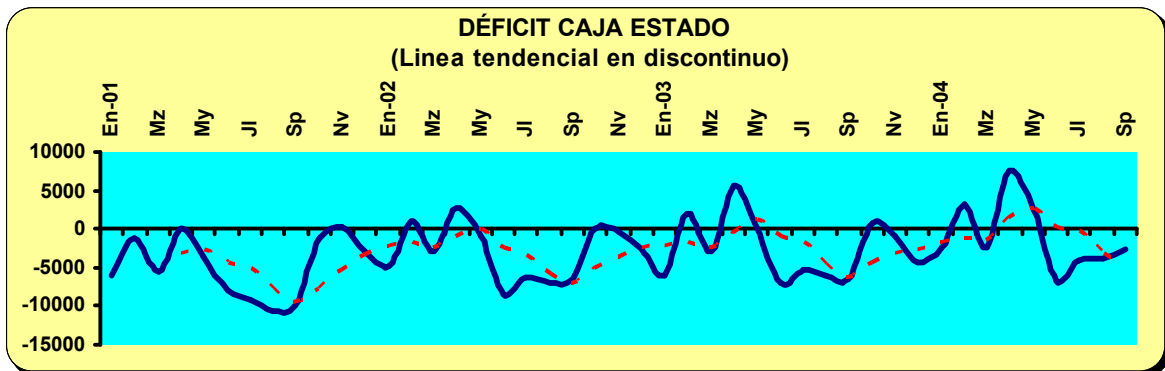
Fuente: CEPREDE. Noviembre 2004.

Lógicamente, estas ganancias de productividad no se generan de forma espontánea y la economía española, en su conjunto, deberá estar dispuesta a realizar los esfuerzos necesarios en innovación y desarrollo, y acometer las reformas estructurales que posibiliten este comportamiento.

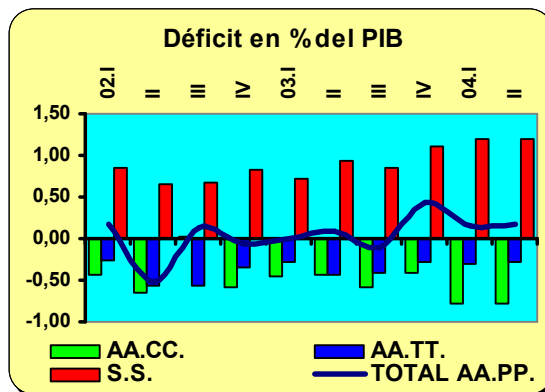
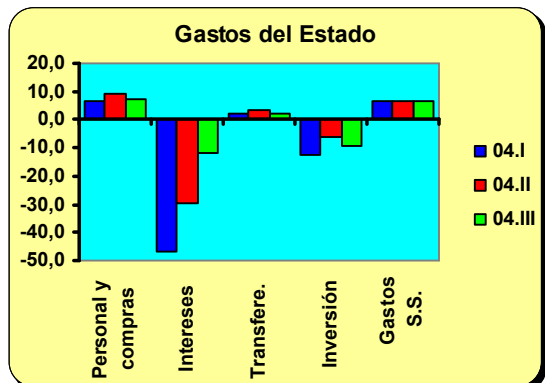
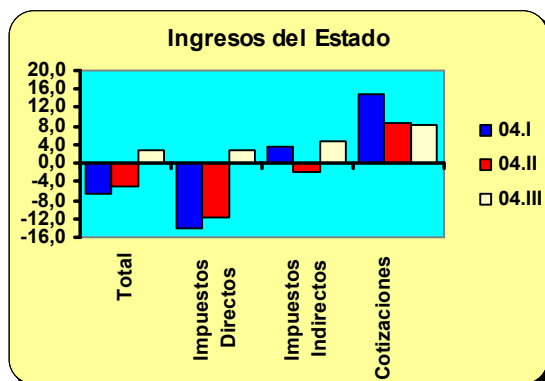
La economía española deberá afrontar sus esfuerzo destinados a posibilitar las necesarias ganancias de productividad que exige un mercado cada vez más competitivo.

Sección VI.- DÉFICIT PÚBLICO.

VI.1.- SITUACIÓN ACTUAL



El superávit acumulado por el Estado hasta septiembre se sitúa por encima de los 800 millones de Euros, frente a los algo más de 200 obtenidos en el mismo periodo del año anterior, y que suponen en torno al 0,1% del PIB.



INGRESOS	UDD	AA	mm €.	%
Total	sep-04	79,6	8,8	100%
IRPF	sep-04	22,6	3,1	35%
Sociedad.	sep-04	14,9	0,2	2%
IVA	sep-04	21,7	3,2	36%
Imp.Esp.	sep-04	7,4	0,8	9%
Cotiz.S.S	sep-04	55,1	7,7	

- El crecimiento de ingresos totales ha ido recuperándose a lo largo del año hasta alcanzar un acumulado cercano al 3% hasta septiembre, mientras que las cotizaciones sociales, tras haberse moderado en el segundo trimestre del año, parecen haberse estabilizado en los últimos meses.

GASTOS	UDD	AA	Bill.	Peso
Total	sep-04	82,1	7,4	100%
Personal	sep-04	13,9	1,5	20%
Com. B.S	sep-04	2,4	0,2	3%
Intereses	sep-04	13,7	0,0	1%
Transfer.	sep-04	47,4	5,0	68%
Inversión	sep-04	4,7	0,7	9%
Gast. S.S	sep-04	55,3	4,0	

- Los gastos totales del Estado estarían creciendo, hasta el tercer trimestre, a un ritmo acumulado en torno al 1%, lo que ha permitido un cierto aumento del superávit de caja.

Necesidad de financiación en % del PIB		
2º Trimestre 2004	UDD	Hace 1 año
Total AA.PP	0,2	0,1
Admón. Central	-0,8	-0,4
Admón. Territorial.	-0,3	-0,4
Seg. Social	1,2	0,9

VI.2.- ALTERNATIVAS Y REVISIONES DE LA PREDICCIÓN

Predicciones alternativas déficit público:			
Fuente	Fecha	2004	2005
OCDE	may-04	0,3	0,5
BBVA	oct-04	0,1	-0,2
Intermoney	oct-04	0,0	-0,2
C. Europea	oto-04	-0,1	0,0
FUNCAS	oct-04	-0,1	-0,1
IEE	oct-04	-0,1	-
ICO	oct-04	-0,2	-0,2
CEPREDE	nov-04	-0,4	-1,0
AFI	oct-04	-0,6	-0,9
ICAE	oct-04	-0,6	-0,9
BCSH	oct-04	-0,7	-0,5
Ins.Flores de L.	oct-04	-0,8	-1,2
P.G.E.	sep-04	-0,9	0,1
Caja Madrid	oct-04	-1,0	-0,4
La Caixa	oct-04	-1,2	-0,6
Media		-0,5	-0,6
	Máximo	0,0	-0,1
	Mínimo	-1,2	-1,2

• El cambio de gobierno parece haber inducido una elevada incertidumbre sobre la evolución del déficit público, tanto para el presente año, como para el siguiente, y así, los rangos de dispersión de las estimaciones alternativas se elevan hasta 1,2 puntos para el 2004 y 1,1 para el 2005.

• En cualquier caso, lo que sí parece claro es que el déficit público puede deteriorarse sensiblemente en estos dos ejercicios. Así, frente al ligero superávit alcanzado en el 2003, se pronostica un déficit del orden de medio punto del PIB, tanto para el presente año, como para el siguiente.

• Comparando estas estimaciones con las presentadas hace seis meses, se observa un deterioro claro de las perspectivas de evolución de las cuentas públicas, ya que la mayoría de las estimaciones han sido revisadas a la baja en una magnitud cercana al medio punto del PIB en ambos ejercicios.

En la misma línea que el resto de instituciones, CEPREDE ha revisado al alza el déficit estimado, tanto para el 2004, como para el 2005.

En ambos ejercicios el volumen total de ingresos en porcentaje del PIB ha sido corregido a la baja, como resultado de la mayor contención de actividad, mientras que los gastos han sido corregidos ligeramente al alza, fundamentalmente en el 2005, como consecuencia de la valoración de las nuevas políticas de gasto anunciadas en los Presupuestos Generales del Estado para el 2005.

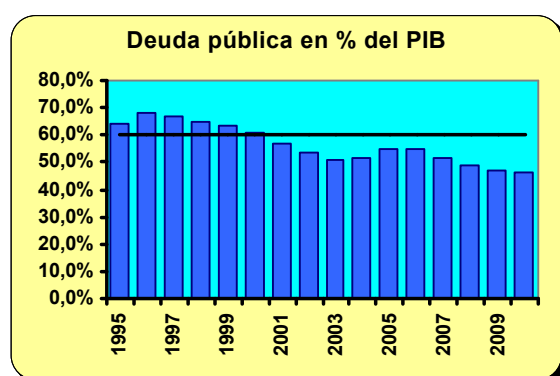
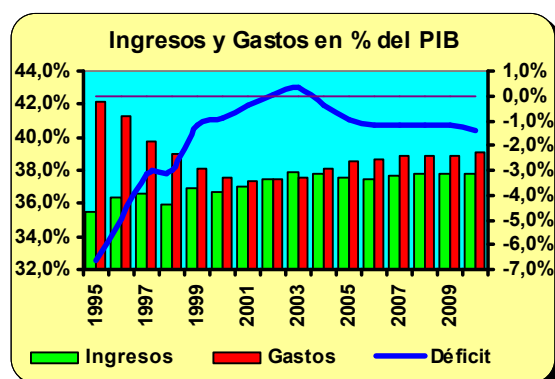
	Datos para 2004 en:					Datos para 2005 en:				
	Nv-02	My-03	Nv-03	My-04	Nv-04	Nv-02	My-03	Nv-03	My-04	Nv-04
Ingresos Totales % PIB	37,0	37,3	37,0	38,3	37,8	37,2	37,3	37,1	38,7	37,6
Gastos Totales % PIB	37,2	37,4	37,2	38,1	38,2	36,9	37,0	37,0	38,2	38,6
Déficit en el % del PIB	-0,1	-0,1	-0,2	0,3	-0,4	0,3	0,3	0,1	0,4	-1,0
Deuda Pública en % del PIB	56,4	52,5	50,6	50,2	51,4	52,4	50,5	49,2	49,5	54,6

En el contexto de la Unión Europea, las nuevas cifras estimadas de déficit público, son, como en España, algo más negativas para el 2004 que las adelantadas en mayo, mientras que la estimación para el 2005 permanece invariante, de lo que debemos deducir que se está descontando un mayor esfuerzo de consolidación fiscal durante el próximo ejercicio.

Revisión media		U.E	EE.UU.	Japón	OCDE
Déficit público en % del PIB	2004	-0,2	0,1	0,3	-0,1
	2005	0,0	-0,3	0,2	-0,3

Significativo aumento de la incertidumbre ante la nueva política económica que, en cualquier caso, se supone va a deteriorar las cuentas públicas, tanto en el 2004 como en el 2005.

VI.3.- PERSPECTIVAS A CORTO Y MEDIO PLAZO



• Las nuevas líneas de política económica parecen más proclives a una mayor expansión del gasto, lo que nos conduciría a una situación ligeramente deficitaria durante los próximos ejercicios. Los compromisos de gasto asumidos por el nuevo gobierno no parecen que puedan ser financiados en su totalidad con los ingresos fiscales por lo que probablemente vuelvan a aparecer cifras ligeramente negativas en los saldos presupuestarios.

En cualquier caso, estos niveles de déficit permanecerán claramente por debajo de los límites establecidos en el Tratado de Maastricht y serían compatibles con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

• El retorno a las cifras deficitarias se traducirá en un cierto aumento de la deuda bruta de las Administraciones Públicas, al menos a corto plazo. De registrarse las cifras de déficit recogidas en nuestra solución básica, el volumen de deuda bruta en porcentaje del PIB podría incrementarse ligeramente durante el 2005-2006, frenando así la tendencia de contención que se venía registrando desde mediados de los noventa.

INGRESOS	00-02	2003	2004	05-10
Con. Capital	1,5%	1,6%	1,6%	1,7%
Ing. Corrientes	36,3%	37,0%	36,9%	36,7%
Imp. Indirectos	11,5%	12,0%	11,8%	11,4%
Imp. Directos	10,6%	10,7%	10,7%	10,8%
Cotizaciones	13,4%	13,7%	13,7%	13,6%
Trans. Corrient.	-0,4%	-0,3%	-0,4%	-0,3%
Rentas Prop.	1,1%	1,0%	1,0%	1,3%
Ing. Netos Cap.	-0,8%	-0,7%	-0,7%	-0,8%
TOTAL	37,0%	37,9%	37,8%	37,7%

GASTOS	00-02	2003	2004	05-10
Gas. Corrientes	16,5%	16,1%	16,4%	17,0%
Subvenciones	1,1%	1,2%	1,2%	1,0%
Intereses	3,1%	2,6%	2,6%	2,8%
Prestaciones	12,3%	12,3%	12,5%	13,2%
Consumo Final	17,7%	17,9%	18,1%	18,1%
Gas. Capital	3,3%	3,6%	3,7%	3,7%
TOTAL	37,5%	37,6%	38,2%	38,8%
DÉFICIT	-0,4%	0,4%	-0,4%	-1,1%

• Comparando las cifras estimadas para el 2004 con las realizaciones del 2003, donde se alcanzó un superávit del 0,4% del PIB, comprobaremos que el deterioro estimado para el presente año se debe, fundamentalmente a un aumento de los gastos totales en porcentaje del PIB, en torno al 0,6%, y un ligero descenso de los ingresos netos, del orden del 0,2%.

• Este aumento del gasto se distribuye a partes iguales entre un aumento de las prestaciones sociales y del gasto en consumo final, junto con un ligero aumento de los gastos en inversión. Por su parte, el descenso de ingresos se concreta en unas menores transferencias netas y una ligera contención en los ingresos por impuestos indirectos.

• Respecto al resto del horizonte de predicción las tendencias apuntadas son bastante similares, y el deterioro adicional del déficit vendría inducido por un aumento del gasto que no se ve reflejado en un aumento similar en los ingresos, siendo las partidas de prestaciones sociales, y pagos por intereses las que en mayor medida verían aumentada su proporción sobre el total del PIB.

VI.4.- CONDICIONANTES Y RIESGOS DE LA PREDICCIÓN

Como es costumbre en los últimos años, el apartado de condicionantes y riesgos del déficit público se dedica a la presentación y breve análisis de las grandes cifras presentadas en los Presupuestos Generales del Estado para el próximo ejercicio.

Tal como se recoge en el proyecto de P.G.E para el 2005, los objetivos básicos de la nueva política económica se centran en la “*consolidación de un crecimiento económico equilibrado y el manteniendo una economía estable a lo largo del ciclo*”.

Para conseguir estos objetivos se establecen como prioridades de la política económica la *estabilidad presupuestaria, el impulso de la productividad y la transparencia y la calidad del marco regulatorio*.

De estas tres grandes prioridades, y teniendo en cuenta todo lo expuesto en los capítulos precedentes, nos parece especialmente relevante la referencia explícita a la necesidad de avanzar en las ganancias de productividad, por lo que hemos elaborado la tabla que presentamos a continuación y donde se recogen, de forma sucinta, las principales actuaciones de política económica, diseñadas para avanzar hacia este objetivo, así como las partidas concretas de gasto público sobre las que se actuaría en los presupuestos del 2005.

Tabla VI.1
Política económica de fomento de la productividad

Actuaciones	<p>Medidas de incremento de la competencia en los mercados:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Profundizar el mercado de distribución (farmacia, tabacos, etc.) • Potenciar la intermodalidad del transporte, especialmente marítimo y ferroviario posibilitando la entrada de nuevos operadores. • Fortalecimiento del órgano regulador de la actividad postal aumentando su independencia. • Aumentar la competencia en los servicios profesionales. • Promover el mercado de alquiler para facilitar la movilidad laboral. • Garantizar el acceso generalizado a las nuevas tecnologías, especialmente en hogares y PYMES. • Aumentar la protección jurídica de los derechos de propiedad intelectual. • Evitar la doble financiación, pública y privada en los medios de comunicación. • Aumentar la transparencia en los mercados energéticos. • Racionalización del uso del agua. • Potenciar las medidas de lucha contra el cambio climático. <p>Reformas en los mercados de factores:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Potenciar la financiación empresarial mediante entidades de capital riesgo. • Aumentar la eficiencia del mercado hipotecario. • Reducir la temporalidad en el mercado laboral. • Mejorar la adaptación de la negociación colectiva a la situación específica de cada empresa. • Aumentar la empleabilidad de los trabajadores. • Perfeccionar el sistema de protección social. <p>Refuerzo del sistema de I+D+i, infraestructuras y educación. Promover el clima empresarial y el espíritu emprendedor. Potenciar en los organismos de defensa de la competencia</p>
Políticas de gasto	<p>Aumento de la inversión en infraestructuras del 9,1% Incremento del total de recursos destinados a I+D+i de un 25,4%. Aumento de la dotación para educación (becas) de un 6%.</p>

Fuente: P.G.E. para el 2005. Libro Amarillo. Septiembre 2004.

Los P.G.E. para el 2005 recogen, en su declaración de intenciones, el fomento de la productividad como un elemento central de la política económica.

Para la elaboración de los actuales P.G.E. para el 2005 se ha considerado un escenario macroeconómico como el que presentamos a continuación y donde se han incluido, a efectos comparativos, las estimaciones equivalentes elaboradas por CEPREDE.

Tabla VI.2
Cuadro Macroeconómico Básico
(Tasas de crecimiento)

	2003	2004	2005	2004	2005
		PGE		CEPREDE	
Gasto en consumo final privado	2,9	3,2	3,2	3,2	3,2
Gasto en consumo final AA.PP.	3,9	4,0	3,5	4,3	3,5
Formación bruta de capital fijo	3,2	3,3	4,0	3,4	3,2
Equipo y otros productos	1,7	2,2	5,1	2,8	3,8
Construcción	4,3	4,2	3,2	3,8	2,8
Variación de existencias (*)	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0
Demanda interna	3,2	3,5	3,4	3,5	3,3
Exportaciones	2,6	4,8	6,4	4,8	5,4
Importaciones	4,8	6,9	7,3	7,6	7,0
PIB real	2,5	2,8	3,0	2,5	2,6
PIB nominal	6,6	6,3	6,3	6,3	5,9
Deflactor del consumo	3,1	3,1	2,9	3,0	2,8
Empleo	1,8	2,0	2,0	2,0	1,9
Tasa de paro	11,3	11,1	10,8	10,9	10,8

(*) Aportación al crecimiento del PIB real

Fuente. P.G.E. para el 2005 y CEPREDE. Noviembre 2004.

En una primera lectura de los datos presentados en la tabla anterior, podemos deducir que, en general, el escenario macroeconómico de los presupuestos es ligeramente más optimista que el elaborado por CEPREDE, sobre todo para el 2005, donde la diferencia en el crecimiento del PIB real ascendería a casi medio punto.

Ahora bien, consideramos que es importante resaltar que este optimismo no es fruto, tanto de un cierto voluntarismo o de la necesidad de generación de expectativas implícitas en toda estimación oficial, sino más bien del propio desfase entre la construcción del escenario macroeconómico y la situación actual, en la que las perspectivas de crecimiento se han ido reduciendo significativamente en los últimos meses.

A título de ejemplo las perspectivas medias recogidas en Consensus Forecast para el crecimiento de la economía española en Julio, momento en el que se empieza a elaborar el escenario macroeconómico, ascendían al 2,8 % para el 2004, y el 3,0% para el 2005, exactamente las mismas cifras recogidas en los P.G.E.

A partir de ese momento, estas expectativas se han ido reduciendo a un ritmo aproximado de una décima al mes, tanto para el 2004 como para el 2005, hasta situarse en los niveles actuales del 2,5-2,6% para ambos ejercicios.

La cifra de crecimiento agregado recogida en los P.G.E. respondía a las expectativas existentes antes del verano, pero se ha visto desfasada por el significativo deterioro que han sufrido desde entonces dichas expectativas.

En el momento actual, no parece factible, por tanto, que se cumplan las previsiones de crecimiento recogidas en los citados P.G.E. por lo que no sería extraño que se registraran ligeras desviaciones al alza en el déficit estimado para el próximo ejercicio.

Tratando de profundizar un poco más en la diferencias observadas entre el escenario macroeconómico oficial y las estimaciones de CEPREDE, comprobaremos que para el ejercicio del

2005, la diferencia fundamental se centra en el comportamiento de las exportaciones, para las que los P.G.E. pronosticaban un crecimiento un punto superior al recogido por CEPREDE.

En el mismo sentido, también se registran algunas diferencias significativas en las componentes de inversión, y especialmente en la partida de equipo y otros productos, y en las que la estimación oficial se sitúa más de un punto por encima de la presentada por CEPREDE.

Pasando al análisis concreto de las partidas de ingresos y gastos recogidas en los P.G.E. para el 2005, y expresadas en términos de porcentaje del PIB nominal para poder comprobar su incidencia sobre el crecimiento económico, lo primero que podemos detectar es que el objetivo de estabilidad presupuestaria parece haber primado en la elaboración de dichos presupuestos, ya que, tanto el volumen de ingresos no financieros en porcentaje del PIB como el de gastos, permanecen prácticamente inalterados frente a los finalmente presupuestados para el 2004.

Tan sólo cabría destacar alguna reubicación de las partidas de ingresos y gastos como las que apuntamos a continuación:

- Contención de los ingresos no tributarios como resultado, fundamentalmente, del cambio de ubicación del organismo de Loterías y apuestas del Estado, que a partir del próximo año pasa a considerarse dentro de la actividad pública empresarial.
- Aumento de los ingresos tributarios en un 0,7% del PIB, en los que los impuestos directos aumentarían en 0,3 puntos del PIB y las cotizaciones sociales en 0,4 puntos.
- Aumento de un 0,3% del PIB en las transferencias corrientes compensado, parcialmente con una disminución en 0,1 puntos en las partidas de gastos de personal y gastos financieros.

Como resultado final, el déficit presupuestario consolidado para el Estado, los Organismos Autónomos y la Seguridad Social, tan sólo se vería incrementado en algo menos de una décima del PIB.

De acuerdo con estos datos, el posible deterioro del déficit total de las Administraciones Públicas que parece detectarse en el análisis de las diferentes estimaciones alternativas vendría inducido, o bien por el efecto negativo de un crecimiento de la actividad menor al considerado, con la consiguiente reducción relativa de ingresos, o bien, por un aumento del déficit en el conjunto de Administraciones Territoriales.

El déficit presupuestado para el conjunto de la Administración Central y la Seguridad Social, permanece estable con respecto al del 2004, por lo que las posibles desviaciones vendrían provocadas por el deterioro del escenario macroeconómico considerado o por las Administraciones Territoriales.

Tabla VI.3
Presupuesto de Ingresos no financieros
(En % del PIB)

	2004	2005
Ingresos Tributarios	24,4%	25,1%
Directos	7,2%	7,5%
Indirectos	5,0%	5,1%
Cotizaciones Sociales	12,1%	12,5%
Ingresos no tributarios	3,3%	2,7%
Tasas y otros	0,6%	0,5%
Trans. Corrientes.	1,5%	1,5%
Ingresos patrimoniales	1,2%	0,7%
Ingresos No financieros	27,7%	27,8%

Fuente. P.G.E para el 2005 y Elaboración Propia.

Tabla VI.4
Presupuesto de Gastos no financieros
(En % del PIB)

	2004	2005
Personal	3,1%	3,0%
Gastos corrientes	0,8%	0,8%
Gastos financieros	2,4%	2,3%
Trans. Corrientes	19,0%	19,3%
Fondo contingencia	0,3%	0,3%
Capital	2,2%	2,2%
Gastos no financieros	27,9%	27,9%
Déficit no financiero	-0,1%	-0,2%

Fuente. P.G.E para el 2005 y Elaboración Propia.

No quisiéramos cerrar este apartado sin realizar una pequeña referencia a las medidas adoptadas por el nuevo gobierno en Julio del presente año, y que, según se recoge en el propio proyecto de P.G.E. para el 2005 podría elevar el déficit conjunto de las Administraciones Públicas hasta valores ligeramente inferiores al 1% del PIB durante el presente año 2004.

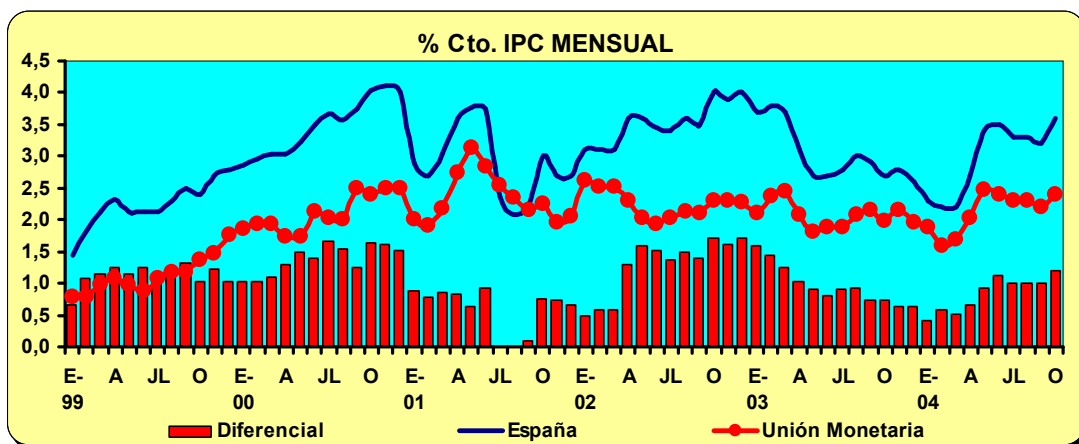
De entre estas operaciones cabe destacar la amortización de la deuda con la autonomía andaluza por la liquidación del sistema de financiación 1997-2001 y la asunción de la deuda de RENFE y el déficit de RTVE.

Agregando estas tres actuaciones el déficit del Estado se vería incrementado en un 1,4% del PIB; si bien, dado que una parte de este gasto adicional se traduciría en ingresos de las Administraciones Territoriales, que por tanto reducirían ligeramente su déficit específico, el conjunto consolidado de las Administraciones Públicas podría presentar finalmente un déficit global ligeramente inferior al 1%.

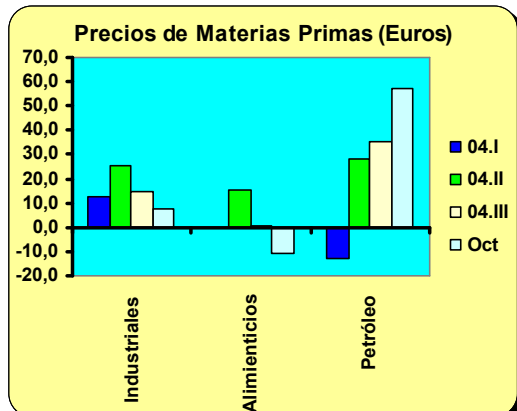
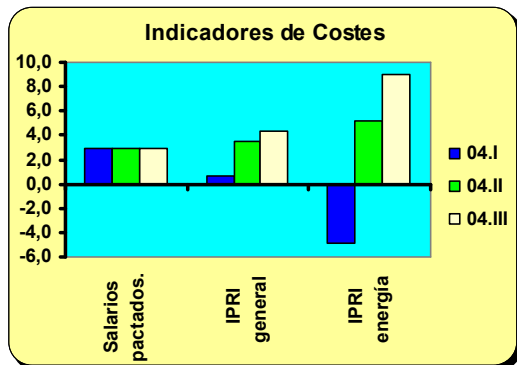
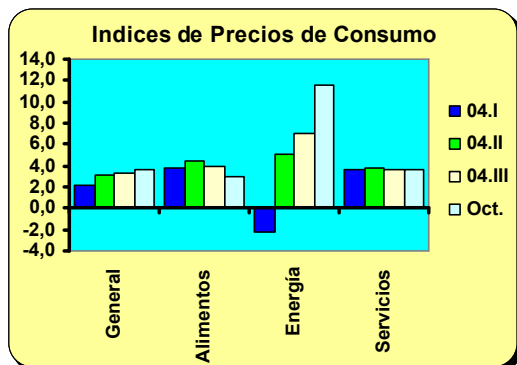
La inclusión de algunos gastos no presupuestados en el 2004, podría elevar el déficit total de las Administraciones Públicas hasta valores cercanos al 1% del PIB durante el presente año.

Sección VII.- PRECIOS Y SALARIOS.

VII.1.- SITUACIÓN ACTUAL



Tras el máximo alcanzado en Mayo, la inflación se ha ido moderando progresivamente hasta octubre, donde se ha producido una nueva aceleración hasta el 3,6%.



IPC	UDD	Mes	%cto.	A.A.	Peso
General	oct-04	1,0	3,6	3,0	100%
Subyacente	oct-04	1,0	2,9	2,6	-
Alimentación	oct-04	0,0	3,0	4,0	29%
Energía	oct-04	2,6	11,5	4,1	4%
Transportes	oct-04	1,2	8,2	3,9	17%
Servicios	oct-04	0,1	3,6	3,7	34%
Vivienda	oct-04	0,8	4,5	3,4	17%

- Los precios energéticos son los principales responsables de la nueva aceleración registrada en la inflación española.

Costes	UDD	Cto.	AA
Salarios Pactados	ago-04	2,9	2,9
IPRI General	sep-04	4,6	2,8
Energía	sep-04	11,0	2,9
B. Consumo	sep-04	2,0	2,5
B. Intermedios	sep-04	5,8	4,0
B. Equipo	sep-04	1,6	1,3

- Los precios industriales continúan reflejando los incrementos de los inputs energéticos sin que, por el momento hayan aparecido síntomas de contención.

Materias Primas (Oct. 2004)	% cto en un mes		% cto. en un año	
	En \$	En €.	En \$	En €.
General	-1,2	-3,4	3,7	-2,9
Alimentación	-1,9	-4,0	-4,7	-10,8
Indus. General	-0,4	-2,6	14,7	7,4
Indus. N. Aliment.	-7,9	-9,9	-7,4	-13,3
Indus. Metal	4,9	2,6	35,1	26,5
Petróleo (Brent)	14,8	12,3	67,8	57,1
Cto T €./\$: Mens:-2,2			Anual:6,8	

VII.2.- ALTERNATIVAS Y REVISIONES DE LA PREDICCIÓN

Predicciones alternativas de inflación:			
Fuente	Fecha	2004	2005
G Sachs	oct-04	3,1	2,8
P.G.E. (*)	sep-04	3,1	2,9
C. Europea	oto-04	3,1	2,9
M.Stanley	oct-04	3,1	3,0
AFI	oct-04	3,1	3,1
BBVA	oct-04	3,1	3,2
ICO	oct-04	3,0	2,7
Carlos III	oct-04	3,0	2,8
CEPREDE (*)	nov-04	3,0	2,8
Consensus	oct-04	3,0	2,8
FUNCAS	oct-04	3,0	2,8
La Caixa	oct-04	3,0	2,8
Banesto	oct-04	3,0	3,0
I.E.E.	oct-04	3,0	-
FMI (**)	sep-04	2,8	2,7
The Economist	oct-04	2,7	2,5
OCDE	may-04	2,4	2,6
Media		2,9	2,8
	Máximo	3,1	3,0
	Mínimo	2,7	2,5

(*) Deflactor del Gasto Privado, (**) Def. del PIB

· La media de las estimaciones más recientes de inflación, (excluyendo la de la OCDE) coinciden en adelantar unos ritmos de inflación durante el presente año similares a los registrados en el 2003.

· Para el 2005, si bien el diagnóstico medio parece apuntar hacia una leve moderación adicional de los precios (2,8 frente al 2,9 del presente año), existen algunas instituciones, de momento minoritarias, que pronostican una cierta aceleración de inflación.

· Comparando estas estimaciones con las presentadas hace seis meses comprobaremos que se ha producido una unánime revisión al alza que ascendería hasta el medio punto para la inflación estimada en el 2004 y 0,2 puntos para el 2005.

· En cualquier caso debemos recordar que estas estimaciones han sido realizadas antes de conocerse el dato de octubre por lo que no sería extraño ver nuevas revisiones al alza en los próximos meses.

Al igual que las de resto de instituciones, nuestras propias estimaciones han sido revisadas igualmente al alza, presentando en la actualidad un panorama bastante menos optimista que el que recogíamos hace seis meses.

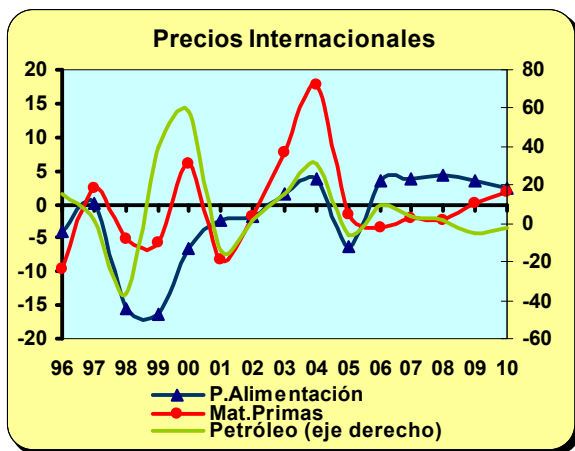
Puede resultar extraña la revisión efectuada sobre los deflactores de exportaciones e importaciones, y que han venido inducidas por la mayor fortaleza del Euro respecto a los niveles estimados en Mayo.

	Datos para 2004 en:					Datos para 2005 en:				
	Nv-02.	My-03	Nv-03	My-04	Nv-04	Nv-02.	My-03	Nv-03	My-04	Nv-04
Deflactor PIB	2,9	3,0	3,4	3,1	3,7	2,5	2,9	3,4	3,1	3,2
Deflactor C. Privado	2,4	2,4	2,4	2,5	3,0	2,3	2,2	2,1	2,3	2,8
Deflactor C. Público	2,4	2,4	2,8	3,1	3,1	2,1	2,1	2,7	3,3	2,8
Deflactor Inversión	3,7	4,1	4,2	4,8	6,4	2,2	3,6	4,0	3,0	4,0
Deflactor Exportaciones	1,4	1,6	1,5	1,4	0,5	2,2	1,9	2,4	2,3	1,4
Deflactor Importaciones	1,2	1,6	0,7	2,2	2,2	1,4	1,0	1,1	2,0	1,5
Cto. Salar. por persona	3,2	3,5	4,0	4,2	3,8	3,2	3,3	3,6	4,2	3,4
Cto. Salar. Real Persona	0,8	1,1	1,6	1,7	0,8	0,9	1,1	1,5	1,9	0,6

Revisión media		UEM	USA	Japón	OCDE
% Cto. Precios de consumo	2004	0,4	0,9	0,1	0,2
	2005	0,3	0,9	0,1	0,4

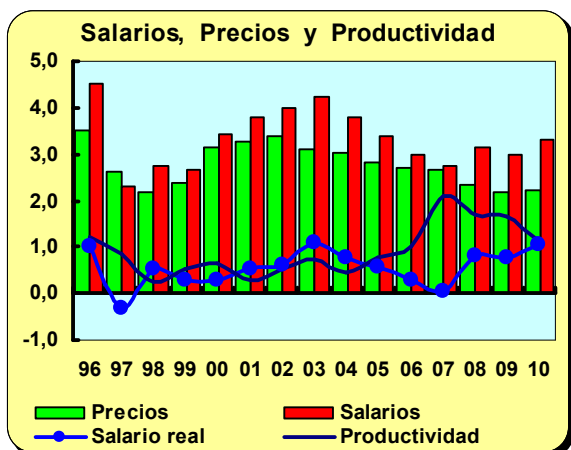
Deterioro en la expectativas de inflación, tanto para el 2004, como para el 2005, compensado, parcialmente por la mayor fortaleza del dólar.

VII.3.- PERSPECTIVAS A CORTO Y MEDIO PLAZO



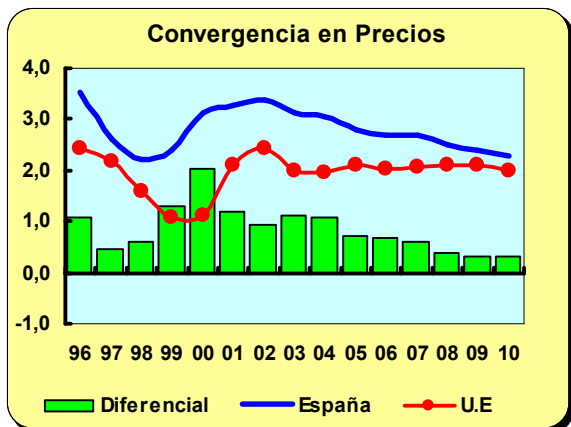
- El shock de precios durante el 2004 está afectando a la práctica totalidad de materias primas, tal como puede apreciarse en el gráfico adjunto, si bien el impacto sobre los precios del crudo ha sido ligeramente inferior que el registrado a finales de los noventa, el impacto sobre el resto de materias primas está siendo bastante superior, como en el caso de los metales, y que en algunos casos podría superar incluso el crecimiento registrado en los mercados de petróleo.

Este incremento generalizado en todos los precios de materias primas, incluidas las alimenticias que tradicionalmente venían presentando tasas negativas, viene a proporcionar mayores argumentos a favor de la hipótesis de un fuerte tirón de la demanda como causa fundamental del repunte de precios internacionales.



- La moderación salarial está contribuyendo a mitigar parcialmente el efecto negativo de los costes de materias primas. En efecto, durante el presente año 2004, se han estado negociando incrementos salariales en convenio por debajo de la inflación registrada lo que ha propiciado el mantenimiento de unos costes salariales medios ligeramente inferiores a los del 2003.

A medio plazo, y de acuerdo con nuestro escenario básico, este proceso de moderación salarial se verá complementado con una cierta recuperación de la productividad que posibilitará una contención de costes laborales unitarios, y finalmente de la inflación.



- A corto plazo se mantendrá, o incluso aumentará ligeramente, nuestro diferencial de inflación con respecto a la Unión Europea. Mientras se mantenga una política monetaria de sesgo expansivo, será difícil reducir nuestro diferencial de inflación con respecto a la Unión Europea. En este sentido, nuestro nuevo escenario de tipos de interés mantenidos, o con ligeras elevaciones propiciará la persistencia de este diferencial de inflación al menos durante los próximos trimestres.

A más largo plazo, nuestra apuesta básica sigue apuntando hacia una contención progresiva de dicho diferencial, siempre y cuando se cumplan las condiciones establecidas de aumento de la productividad y contención de costes laborales unitarios.

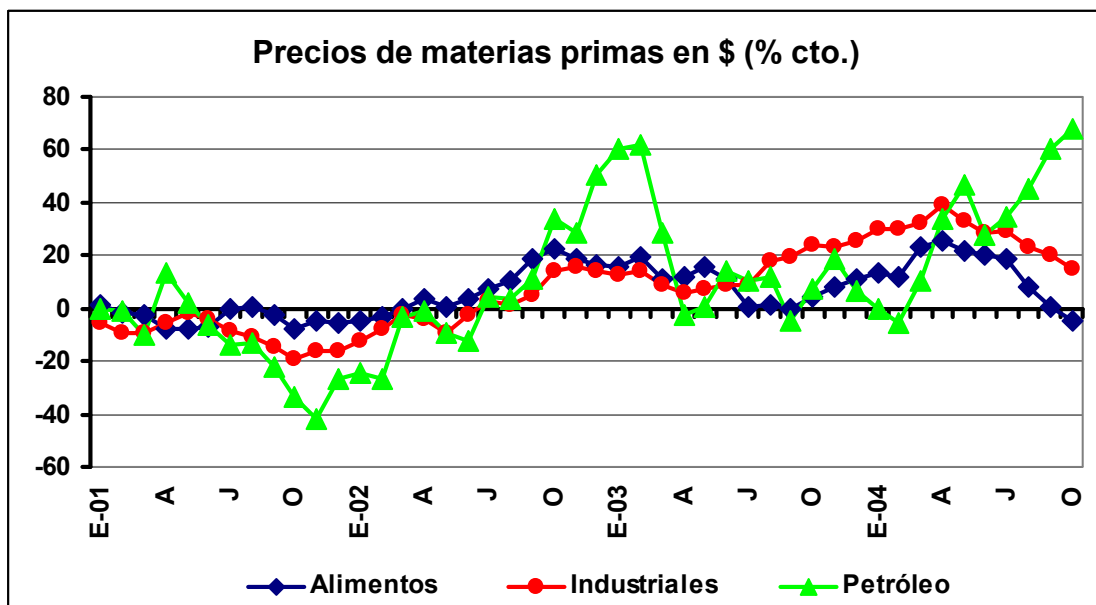
VII.4.- CONDICIONANTES Y RIESGOS DE LA PREDICCIÓN

Parece evidente que el argumento central de este apartado dedicado al los condicionantes y riesgos de la predicción de inflación debe centrarse en la evolución registrada por los precios del crudo, y su posible impacto sobre el conjunto de la economía española e internacional.

En este sentido, debemos comenzar señalando, tal como adelantábamos en nuestro informe de Mayo, que la actual elevación de los precios del crudo, a diferencia de otros shocks anteriores, no se ha limitado específicamente al petróleo sino que se ha reproducido de forma simultánea en una amplia diversidad de materias primas, algunas de las cuales están experimentando crecimientos de precios incluso superiores a los del propio petróleo crudo.

A nivel agregado, y tal como se recoge en el gráfico VII.1, a partir del segundo trimestre del año parecen haberse moderado los crecimientos de las materias primas industriales y de los alimentos, si bien en términos absolutos, tan sólo los precios de los alimentos han retornado a los valores registrados a principios del 2003.

Gráfico VII.1.



Fuente: CEPREDE. Noviembre2004.

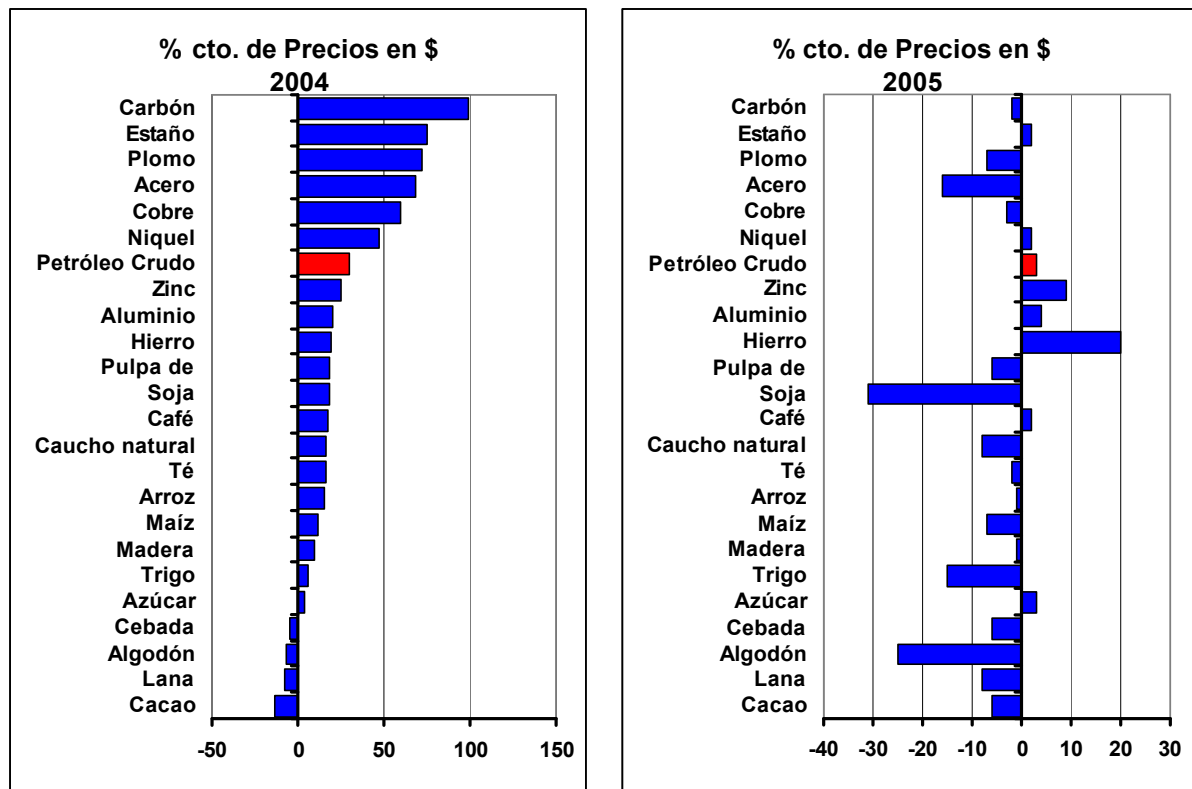
Los argumentos que subyacen en esta reactivación de los precios internacionales continúan siendo los mismos que apuntábamos en nuestro informe anterior y que podemos concretar en:

- Incremento de la demanda de materias primas, especialmente procedente de la región asiática, y que no está siendo cubierta adecuadamente con aumentos de la oferta, al menos a corto plazo.
- La depreciación experimentada por el dólar, que supone una reducción de la capacidad adquisitiva de los exportadores e incentiva el aumento de los precios en origen.
- Efectos específicos del mercado de crudo: (Conflicto en Irak, problemas en la petrolera Rusa, stock de reservas, especulación, etc.).

Si bien es cierto que alguno de estos elementos ha ido remitiendo a lo largo del año, al tiempo que la oferta ha podido irse acomodando a las presiones de la demanda, lo que se ha traducido en una cierta relajación de precios en determinadas materias primas, no lo es menos que el conjunto del año 2004, se puede cerrar con un incremento muy significativo de la mayoría de las materias primas, tal como se recoge en el gráfico que presentamos a continuación, elaborado en base a los

datos recogidos en el último informe presentado por el grupo de trabajo en precios de materias primas de la Asociación Europea de Institutos de Coyuntura (AIECE) en octubre del presente año.

Gráfico VII.2.



Fuente: CEPREDE. Noviembre 2004. Datos AIECE. Octubre 2004.

Retomando el argumento de la generalización del shock de precios, y a la vista de los datos presentados en el gráfico de la izquierda, podemos comprobar que, salvo el cacao, la lana, el algodón y la cebada, todas las materias primas están experimentando aumentos de precios durante el presente año 2004.

En el mismo gráfico, puede comprobarse también, que el petróleo no es, ni mucho menos, el que mayor impacto está sufriendo, ya que, de acuerdo con los datos de AIECE, tanto el niquel, como el cobre, el acero, el plomo, el estaño o el carbón han aumentado su precio a ritmos mucho más fuertes que el crudo.

Como nota de optimismo podemos señalar que, de acuerdo con las estimaciones realizadas por AIECE, este shock de precios se corregiría sensiblemente durante el próximo año, y para el que que, salvo contadas excepciones, se esperan reducciones en la mayoría de los precios.

La elevación de los precios de materias primas es un fenómeno generalizado, si bien, durante la segunda mitad del año parece haber ido remitiendo progresivamente lo que nos lleva a ser moderadamente optimistas para el próximo año.

Concentrándonos específicamente en el precio del petróleo, en un reciente informe elaborado por CEPREDE a petición de la Comunidad Autónoma de Madrid, para medir el impacto de la elevación de los precios del crudo sobre el crecimiento regional recogíamos en su introducción que los efectos finales de un shock en los precios del petróleo dependían, al menos de factores diferentes:

- El tamaño del shock, tanto en términos reales como en sus tasas de variación.
- La duración del mismo.
- La dependencia energética de cada país

En cuanto al tamaño del shock, es preciso relativizar los precios absolutos del barril de petróleo en dólares a la situación actual, tanto de inflación registrada como de tipo de cambio.

Así, en una primera aproximación podríamos reconstruir, hacia atrás, la serie de precios del barril de petróleo, considerando las variaciones registradas en la inflación y en el tipo de cambio, de forma tal que podamos comparar la situación actual con los episodios precedentes.

Tabla VII.1.
Comparación de los sucesivos shocks petrolíferos¹.

Episodio	Nominal en \$/barril				Real en \$ corregidos/barril			
	Pre-Shock ⁽¹⁾	Post-Shock ⁽²⁾	Diferencial \$	% Cto	Pre-Shock ⁽¹⁾	Post-Shock ⁽²⁾	Diferencial \$	% Cto
1973-1974	3,8	15,5	11,7	310,1	25,1	92,2	67,1	267,5
1979-1980	18,9	40,9	22,0	116,1	48,9	104,4	55,5	113,5
1989-1990	16,6	36,0	19,4	116,9	25,8	46,1	20,3	78,7
1999-2000	11,0	32,5	21,5	195,0	13,8	58,6	44,8	324,6
2003-2004	24,8	43,1	18,3	73,8	31,3	43,1	11,8	37,7

(1) corresponde al mínimo del episodio

(2) corresponde al máximo del episodio

Fuente: *Efectos del incremento del precio del petróleo en crecimiento de la Comunidad de Madrid*. CEPREDE. Octubre 2004.

A la vista de los datos presentados en la tabla anterior podemos deducir que el actual shock de precios, que en términos nominales (parte izquierda de la tabla), podría ser de una intensidad similar a los anteriores (aumento de unos 20\$ en el precio del barril) en términos de tasa de crecimiento, incluso sin relativizar a la situación actual, está siendo el más moderado (73,8%).

Si relativizamos estos valores a la situación actual en términos de tipo de cambio e inflación acumulada, (parte derecha de la tabla), veremos que la intensidad del shock actual es muy moderada, limitándose, en términos de porcentaje al 37,7%, frente, por ejemplo, al 324,6% de crecimiento de precios relativos que sufrimos durante la crisis de finales de los noventa.

Respecto a la duración del shock podemos constatar que los acaecidos a finales de los setenta y principios de los ochenta fueron especialmente prolongados. En aquel momento prácticamente se enlazaron los dos shocks, por lo que podría hablarse de más de 10 años sin una verdadera corrección del precio del crudo en términos nominales y reales.

El episodio de 1990 fue fugaz y por tanto el impacto fue mucho menor. En términos nominales el Brent pasó en nueve meses de 15\$ (junio 1990) a 36\$ (octubre) para volver a 19\$ (marzo 1991). Es más, en términos reales en dos trimestres se superó el shock situándose el precio del crudo corregido en torno a niveles de 23\$/barril.

Por último el shock del 2000 ha sido el más persistente de los cuatro, ya que la subida fue constante durante 8 trimestres consecutivos, si bien el Brent estaba en niveles anormalmente bajos, en torno a los 10 \$/barril, y similares a los de 1974.

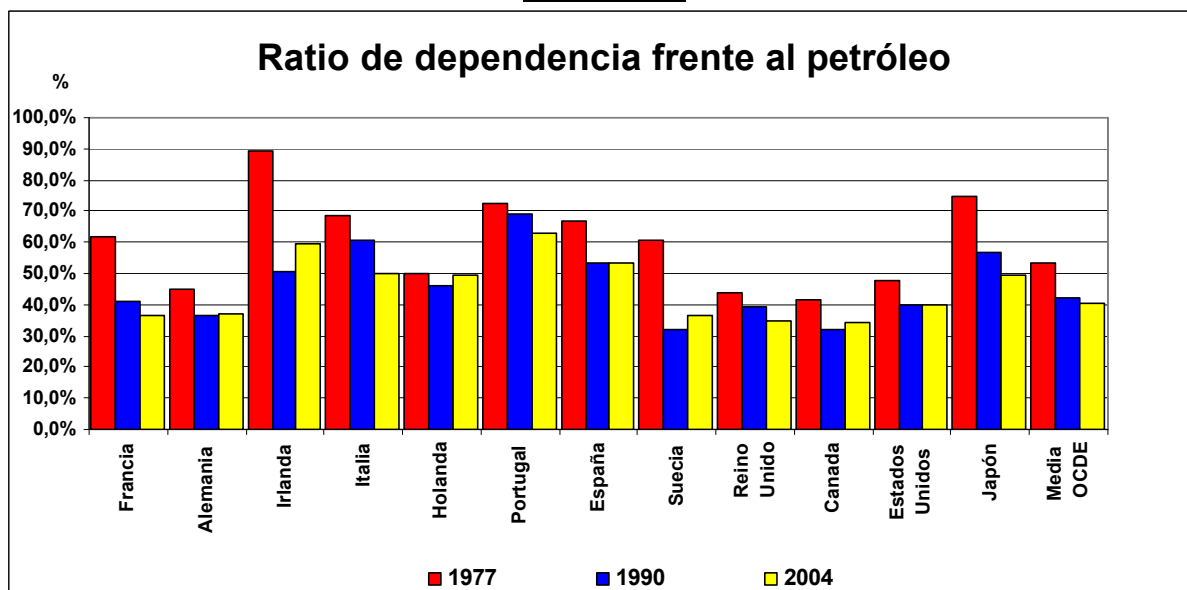
En el momento actual, el precio del Brent viene subiendo de forma sistemática desde principios de año y en los últimos días parece haber dado síntomas de estabilización e inicio de un tímido retroceso, por lo que podríamos afirmar que la duración del episodio actual ha sido bastante moderada.

Finalmente, y en cuanto a la dependencia energética, los efectos de la elevación de los precios del crudo serán tanto más acusados cuanto mayor sea la dependencia de una economía frente a esta fuente primaria. Así, desde las primeras crisis energéticas, el conjunto de economías desarrolladas han venido realizando un esfuerzo de substitución que redujo la tasa de dependencia desde el 54% de 1977, hasta el 43% del año 1990.

¹ Los valores que aparecen en las columnas de \$ reales corregidos se corresponden al precio que habría tenido el barril de Brent en cada uno de los episodios si se hubieran registrado a los tipos de cambio y con los niveles de inflación actuales (agosto 2004), es decir, el precio nominal se corrige por las variaciones del tipo de cambio y de la inflación española.

Desde ese momento, sin embargo, y considerando el bajo nivel de precios que se estaba registrando en los mercados de crudo, se ha producido un parón en esta tendencia y algunos países, incluso han aumentado esta dependencia en los últimos 14 años, tal como se refleja en el gráfico VII.2. que presentamos a continuación.

Gráfico VII.2.



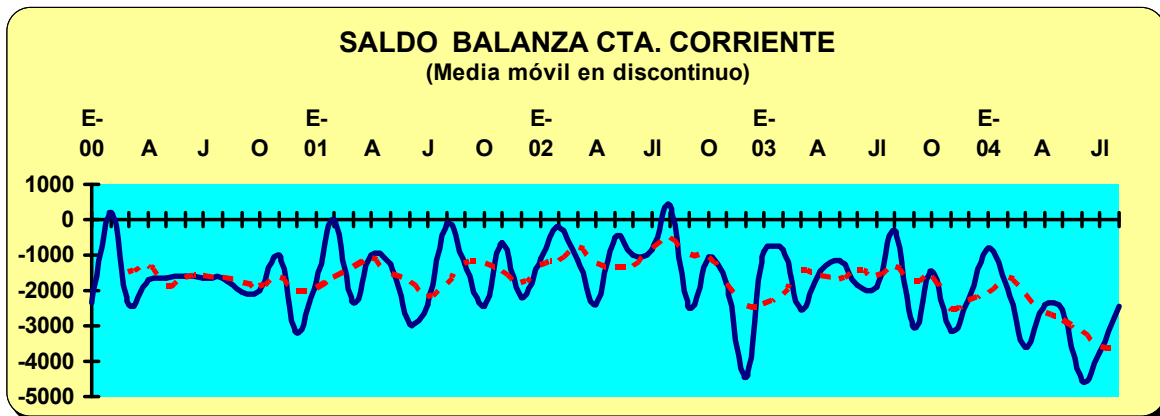
Fuente: CEPREDE. Noviembre 2004. Datos de la Agencia Internacional de la Energía.

Como puede comprobarse en el gráfico anterior, nuestro país sigue mostrando una dependencia relativa superior a la media de la OCDE y que se ha mantenido prácticamente constante desde principios de los noventa.

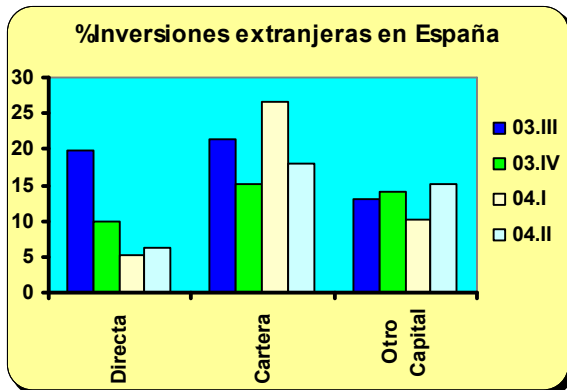
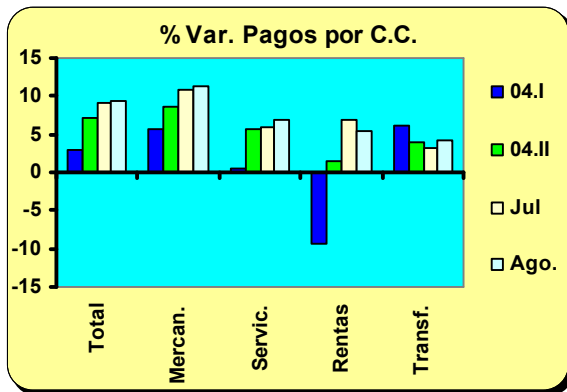
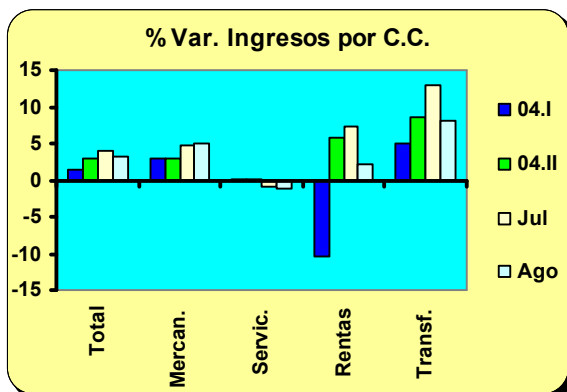
El actual shock de precios del petróleo es bastante menor en intensidad relativa y en duración que los episodios previos, si bien seguimos mostrando una dependencia ligeramente superior a la media de los países desarrollados.

Sección VIII.- DÉFICIT EXTERIOR.

VIII.1.- SITUACIÓN ACTUAL



El déficit por cuenta corriente acumulado hasta agosto es más del doble del registrado en el año anterior y se eleva hasta el -3,7% del PIB.



Balanza por Cuenta Corriente				
	UDD	Cto.	AA	Mill. E.
INGRESOS				
Mercancías	ago-04	7,2%	4,9%	96532
Turismo	ago-04	-0,7%	-0,6%	24791
Otros serv.	ago-04	-2,5%	-1,7%	20113
Rentas	ago-04	-31,6%	2,2%	15173
Transferencias	ago-04	18,3%	8,2%	11695
Total ingresos	ago-04	0,5%	3,2%	168304
PAGOS				
Mercancías	ago-04	16,2%	11,3%	127845
Turismo	ago-04	23,5%	21,4%	5625
Otros serv.	ago-04	9,8%	3,7%	22813
Rentas	ago-04	-8,4%	5,3%	23562
Transferencias	ago-04	11,5%	4,1%	10473
Total pagos	ago-04	12,1%	9,4%	190318
SALDO DEL PERÍODO EN 2003 y 2004(1)				
Enero-Agosto	2003	2004	Diferencia	
Mercancías	-3357	-4677	-1320	
Turismo	3590	3387	-203	
Otros serv.	-48	-347	-299	
Rentas	-477	-896	-419	
Transferencias	8	86	78	
Total BCC	-1897	-3735	-1838	

(1) Valores acumulados del año. Millones de Euros

• El deterioro del saldo turístico, unido a la atonía de los ingresos por mercancías y la dinámica sostenida de los pagos por importaciones están deteriorando progresivamente nuestro saldo exterior.

Millones de Euros	UDD	Mes	AA
Var. de Pasivos	Ago-04	-2.572	40.480
Var. de Activos	Ago-04	3.570	55.977
Var. de Reservas	Ago-04	28	4.527
Errores y omis.	Ago-04	-421	-3.058

VIII.2.- ALTERNATIVAS Y REVISIONES DE LA PREDICCIÓN

Predicciones alternativas del saldo exterior:			
Fuente	Fecha	2004	2005
AFI	oct-04	-3,8	-4,3
FUNCAS	oct-04	-3,8	-4,1
C. EUROPEA	oto-04	-3,6	-3,8
La Caixa	oct-04	-3,5	-3,4
Intermoney	oct-04	-3,5	-3,1
F.M.I	sep-04	-3,4	-3,6
I.C.O.	oct-04	-3,3	-3,4
Carlos III	oct-04	-3,2	-3,4
Consensus	oct-04	-3,2	-3,3
CEPREDE	nov-04	-3,2	-3,0
Caja Madrid	oct-04	-3,2	-3,0
BCSH	oct-04	-2,9	-2,9
ICAE	oct-04	-2,9	-2,5
I.E.E.	oct-04	-2,7	-
P.G.E (*)	sep-04	-2,6	-
BBVA	oct-04	-2,5	-2,2
Media		-3,4	-3,2
Máximo		-2,9	-2,5
Mínimo		-3,8	-4,3

(*) Saldo de operaciones corrientes

· Una vez más, las estimaciones alternativas de evolución del déficit exterior presentan una elevada dispersión, como reflejan los amplios rangos de dispersión que abarcan desde el -2,9 hasta el -3,8% del PIB para el 2004, y desde el -2,5 hasta el -4,3%, para el 2005.

· En términos medios, el conjunto de estimaciones alternativas apuntan hacia un deterioro de nuestro saldo exterior con respecto al alcanzado en el 2003, aunque existen algunas estimaciones, aproximadamente un tercio, que adelantarían una ligera mejora.

· En cuanto al 2005, el diagnóstico es todavía más complejo, y si bien en términos medios se prevé una ligera corrección frente a los valores estimados para el 2004, aproximadamente la mitad de las predicciones apuntarían hacia un deterioro adicional para el próximo año.

· Con respecto a lo que se opinaba hace seis meses, la mayoría de las instituciones son sensiblemente más pesimistas ofreciendo una cifra de déficit ligeramente superior a la presentada en mayo.

En nuestra propia estimación, y aún cuando se han registrado cambios en la mayoría de las partidas, el saldo final es similar al presentado hace seis meses para el 2004, y algo más optimista para el 2005 como consecuencia del nuevo escenario con un Euro relativamente más fuerte que el contemplado hace seis meses.

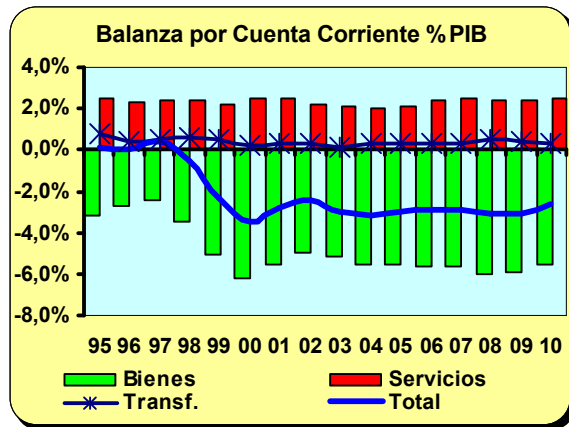
	Datos para 2004 en:					Datos para 2005 en:				
	Nv-02	My-03	Nv-03	My-04	Nv-04	Nv-02	My-03	Nv-03	My-04	Nv-04
Ingresos Mercancías	10,1	10,7	12,5	7,8	8,5	8,9	10,5	13,7	11,8	9,4
Ingresos Turismo	5,1	4,0	6,8	4,0	2,2	9,3	8,2	8,0	6,1	3,0
Ingresos Otros Serv.	7,7	6,7	8,2	-3,6	-2,6	7,1	7,0	14,6	-2,7	-2,8
Ingresos Rentas	0,0	5,8	4,4	6,0	4,0	7,6	6,3	0,8	11,4	8,6
Pagos Mercancías	6,7	10,3	11,6	9,2	10,0	8,5	8,7	12,3	11,7	8,4
Pagos Turismo	9,8	7,4	10,3	7,3	5,8	10,4	8,6	11,6	8,3	4,9
Pagos Otros Servicios	12,8	6,6	5,7	-4,1	-4,1	11,6	9,7	9,1	-1,0	-1,6
Pagos Rentas	6,1	5,5	2,1	5,1	3,9	6,3	8,9	6,5	4,6	1,4
Saldo B.C.C en % PIB	-2,8	-3,1	-2,3	-3,2	-3,2	-2,9	-3,1	-2,3	-3,2	-3,0

A nivel internacional, se observa una cierta mejora, tanto en el Área Euro como en Japón, como resultado de la fortaleza de sus monedas, y un mayor deterioro en Estados Unidos, como resultado simétrico de la debilidad del dólar.

Revisión media		UE-12	USA	Japón	OCDE
Déficit(-) o superávit (+)	2004	0,1(+)	-1,2(-)	0,3(+)	-0,2(-)
En % del PIB	2005	0,1(+)	-1,0(-)	0,0(+)	-0,2(-)

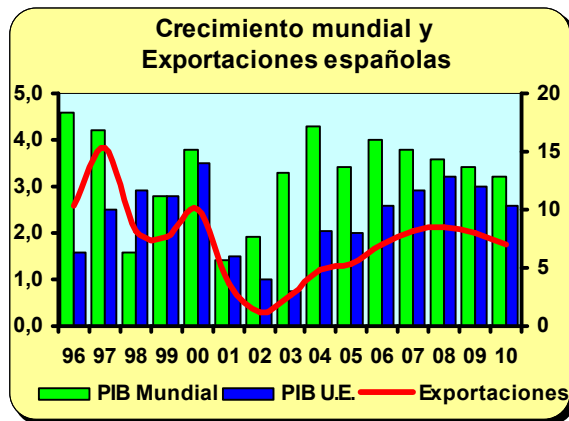
Empeoran las expectativas de evolución del déficit exterior, aún en un contexto internacional de mayor fortaleza de la divisa europea.

VIII.3.- PERSPECTIVAS A CORTO Y MEDIO PLAZO



• **Nuestra nueva solución contempla una relativa estabilidad del déficit exterior a lo largo del horizonte de predicción.** Como puede observarse en la tabla que presentamos a continuación, el déficit exterior de la economía española permanecería estabilizado en valores en torno al 3% del PIB a lo largo del horizonte de predicción.

Sin embargo, analizando cada una de las partidas de forma individual, podemos identificar algunas de las tendencias que venimos poniendo de manifiesto a lo largo de los últimos informes y que se concretan en el progresivo deterioro del saldo de bienes, la disminución paulatina de nuestro superávit turístico y la contención del déficit de rentas.

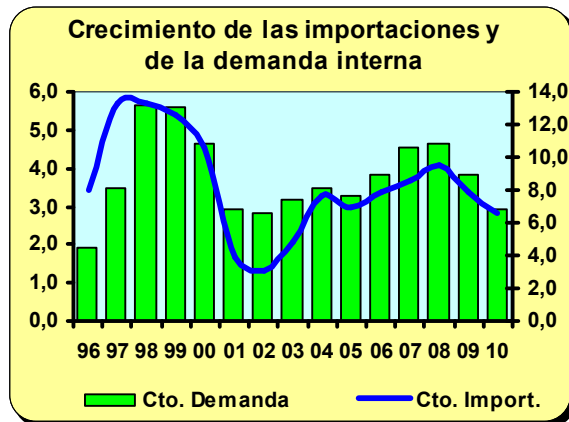


Saldos medios por subperíodos

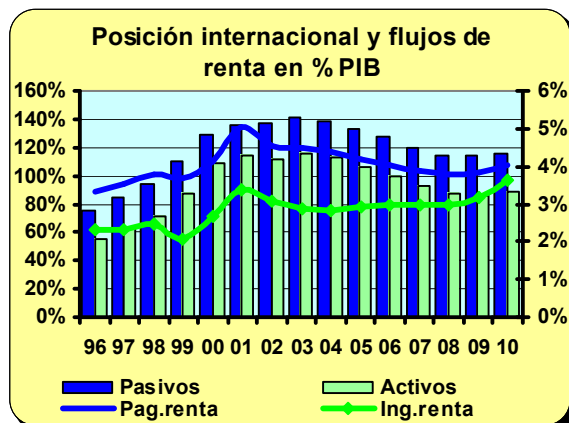
(En % del PIB)

	1999-2002	2003	2004	2005-2010
Bienes	-5,4%	-5,1%	-5,6%	-5,7%
Servicios	-0,5%	-0,3%	-0,2%	-0,3%
Turismo	4,4%	4,0%	3,8%	3,6%
Rentas	-1,6%	-1,6%	-1,5%	-0,9%
Transf.	0,3%	0,1%	0,3%	0,4%
Total C.C.	-2,7%	-3,0%	-3,2%	-2,9%

Fuente: CEPREDE. Noviembre 2004



• **La orientación intra-comunitaria de nuestras exportaciones está condicionando sus posibilidades de crecimiento.** De esta forma, y tal como se observa en el gráfico adjunto, las exportaciones españolas presentan un moderado crecimiento, a corto plazo, como resultado de la atonía del crecimiento europeo y no hemos sido capaces de explotar el potencial de los mercados extracomunitarios. A medio plazo, podría irse recuperando la dinámica exportadora si, como apunta nuestro escenario básico, la economía europea reactiva su crecimiento impulsada por el proceso de ampliación y el aprovechamiento de estos nuevos mercados.



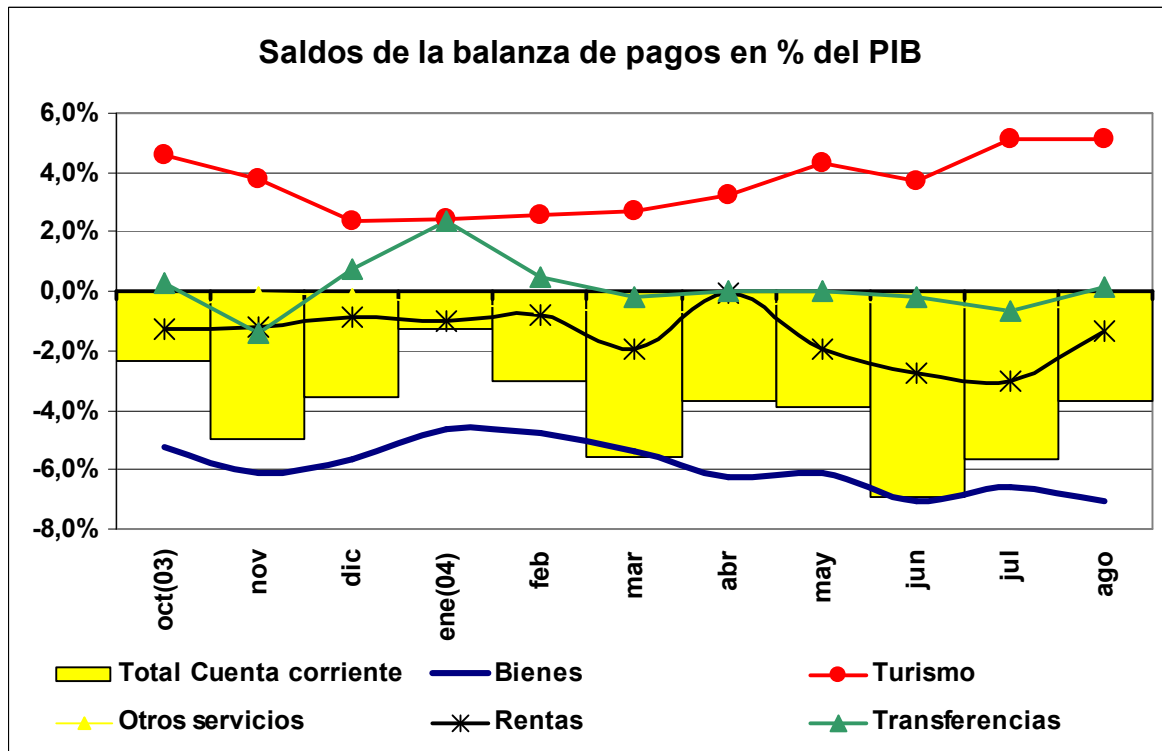
• **El cambio de nuestra posición relativa frente a los nuevos miembros de la UE debería inducir un cambio en el posicionamiento financiero neto de la economía española.** Este cambio de posicionamiento se debería materializar en una progresiva amortización de pasivos exteriores y un aumento de los activos que propiciara la reducción paulatina de la brecha de rentas de capital con el exterior.

VIII.4.- CONDICIONANTES Y RIESGOS DE LA PREDICCIÓN

Tal como señalábamos en el apartado dedicado a la situación coyuntural, el déficit de la balanza por cuenta corriente se ha venido deteriorando progresivamente durante los últimos meses hasta situarse en el mes de agosto, en valores equivalentes al 3,7% del PIB.

Ahora bien, si analizamos la evolución mostrada a lo largo del último año, tal como se recoge en el gráfico VIII.1, podremos comprobar que en los últimos tres meses se ha registrado un ligero cambio de tendencia, y el saldo total se habría reducido desde valores máximos cercanos al 7% del PIB durante el mes de junio, hasta el mencionado 3,7% de Agosto.

Gráfico VIII.1.



Fuente: CEPREDE. Noviembre 2004.

Tratando de identificar el origen, tanto del deterioro experimentado hasta el mes de junio como de la posterior recuperación, podemos resaltar las siguientes tendencias en cada de las sub-balanzas:

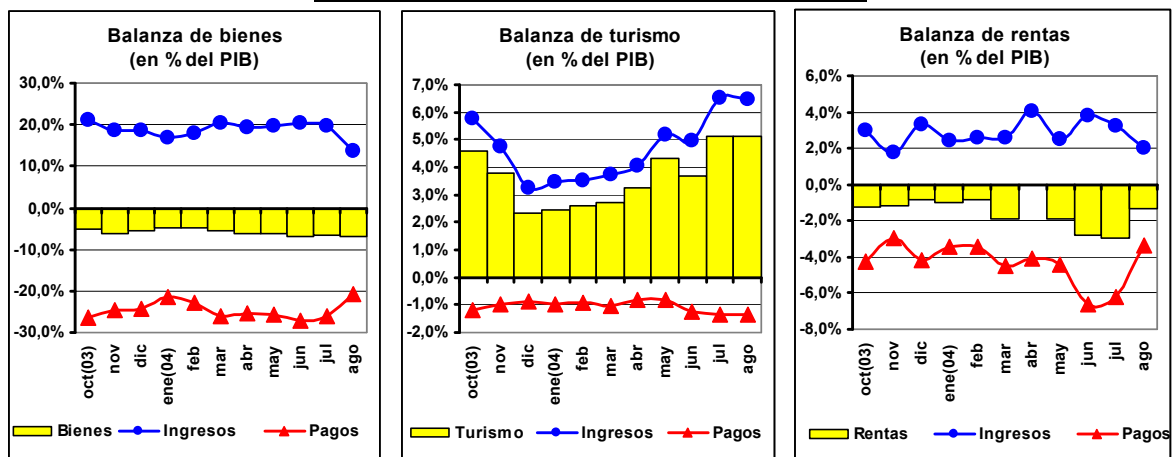
- El saldo de bienes se ha ido deteriorando progresivamente desde principios de año, pasando desde el 4,7% de déficit en porcentaje del PIB en enero hasta el 7% en agosto.
- En sentido contrario, el superávit turístico ha ido recuperándose progresivamente hasta situarse en valores equivalentes al 5% del PIB.
- El saldo neto de rentas tras haberse deteriorado hasta el mes de julio, presenta una significativa contención durante el mes de agosto.

El deterioro del saldo de bienes se ha registrado como consecuencia del incremento de los pagos por importaciones, mientras que los ingresos han permanecido prácticamente estancados, si bien ambas partidas parecen haberse contenido sensiblemente en el último mes.

Por su parte, el aumento del excedente turístico se ha generado como resultado de una buena evolución de los ingresos que se habría recuperado tras el fuerte deterioro experimentado durante el cuarto trimestre del año.

Finalmente, el saldo de rentas, se ha deteriorado como resultado de un aumento en los pagos, cuya tendencia ha revertido desde junio, y ha contribuido a compensar el déficit por cuenta corriente.

Gráfico VIII.2.
Detalle de las tendencias más significativas



Fuente: CEPREDE. Noviembre 2004.

El déficit por cuenta corriente se recuperaría ligeramente durante la segunda mitad del año tras el fuerte deterioro experimentado en el primer trimestre del año.

Tal como señalábamos en los apartados precedentes, nuestra estimación básica apunta hacia una estabilidad en el déficit por cuenta corriente, tanto en el 2004, como en el 2005, donde se mantendrían saldos próximos al 3% del PIB.

Las hipótesis que subyacen en esta valoración son, por una parte, la progresiva contención de los pagos por la factura energética, derivados de la moderación estimada en los precios del petróleo y, por la otra, el efecto positivo que genera la apreciación del Euro sobre nuestro saldo exterior.

Desde una perspectiva de más largo plazo, nuestro escenario de predicción tiende a mantener unos valores de déficit similares a los registrados durante el bienio 2004-2005, y que supondrían que no se produce un deterioro significativo de la competitividad exterior de la economía española.

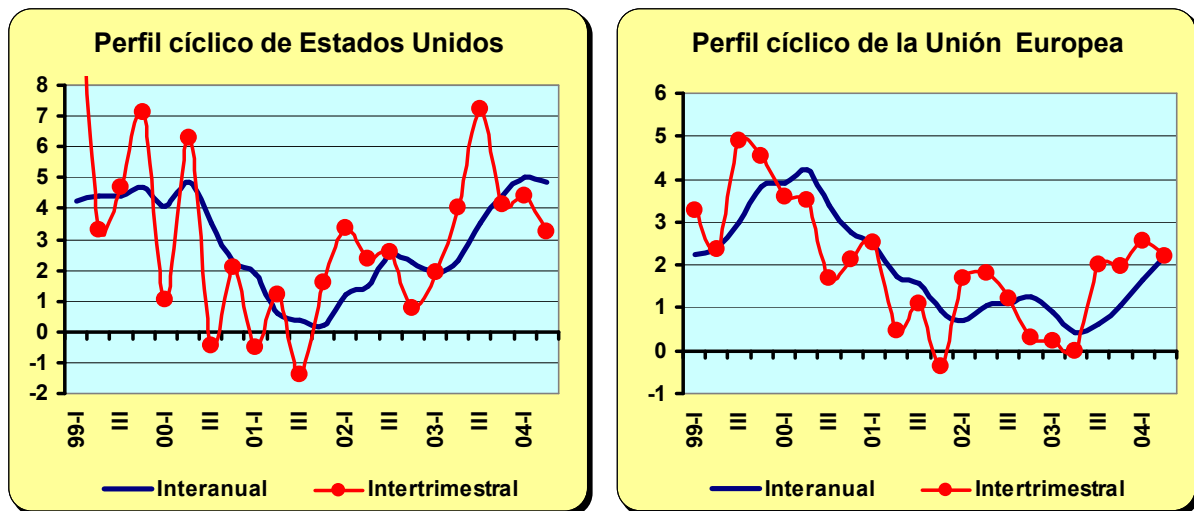
Este mantenimiento de la competitividad es el resultado de las hipótesis de recuperación de la productividad y contención progresiva de nuestro diferencial de inflación, que señalábamos en los apartados precedentes.

Lógicamente está es, como todas, una estimación absolutamente condicionada al cumplimiento de estas hipótesis de partida, por lo que debemos seguir insistiendo en la necesidad de promover las medidas necesarias para alcanzar las ganancias de productividad que mantendrían nuestra competitividad exterior.

Las ganancias de productividad y los efectos que éstas generan sobre nuestra competitividad exterior siguen siendo condiciones necesarias para evitar un deterioro progresivo de nuestro saldo exterior.

**Sección IX.- Escenarios alternativos
Ciclo Concluido/
Prolongación cíclica**

IX.1.- CONDICIONANTES DE PARTIDA



Como en ocasiones anteriores, a la hora de valorar los grandes riesgos y condicionantes que se ciernen sobre nuestro escenario actual hemos tratado de identificar aquellos puntos críticos o aspectos específicos, asumidos como hipótesis de partida, y cuyo incumplimiento podría alterar el resultado básico de nuestra predicción.

Inicialmente surgían dos grandes temas, que podemos considerar como recurrentes durante los últimos años, y que hacen referencia a la cotización de Euro y su relación con el Dólar, por una parte, y a la evolución futura del precio del crudo, por otra.

Ahora bien, teniendo en cuenta que ambos temas ya han sido abordados en ocasiones anteriores, y podemos inferir la sensibilidad que tienen nuestras estimaciones frente a alteraciones en ambos condicionantes, (ver los apartados correspondientes a crecimiento económico e inflación), al tiempo que han sido abordados en numerosos estudios e informes, realizados por distintas instituciones, tanto nacionales como internacionales, hemos considerado que podría ser más interesante realizar una reflexión adicional sobre las perspectivas de evolución a corto plazo sobre el conjunto del entorno internacional, y más concretamente sobre el perfil cíclico implícito en las distintas predicciones manejadas a nivel internacional, y que, desde nuestro punto de vista, presentan una cierta indefinición sobre el futuro inmediato.

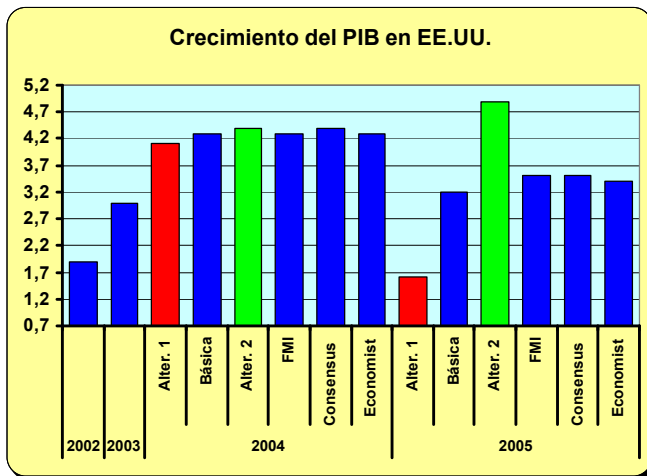
En efecto, si observamos el perfil cíclico registrado, tanto en la economía americana como en la europea, y que aparecen reflejados en los gráficos de la parte superior, nos podríamos preguntar si estamos asistiendo al inicio de una fase de desaceleración, que ya parece haberse iniciado en Estados Unidos, y que podría reproducirse en Europa en los próximos trimestres, (dado el ligero desfase que se registró en el mínimo cíclico), o, por contrario, estamos simplemente ante una cierta paralización del proceso de expansión, generada por el shock exógeno de los precios del crudo, y que, una vez superado, podría prolongar dicho proceso de expansión.

En el fondo la pregunta subyacente es si el año 2004 se está registrando un máximo cíclico, y por tanto los próximos trimestres experimentaremos una nueva fase de desaceleración, o, simplemente, se está registrando una "parada técnica" en el ciclo expansivo.

La evolución reciente de las grandes economías desarrolladas muestra una cierta indefinición sobre la posición cíclica en la que se encuentra el conjunto de la economía mundial.

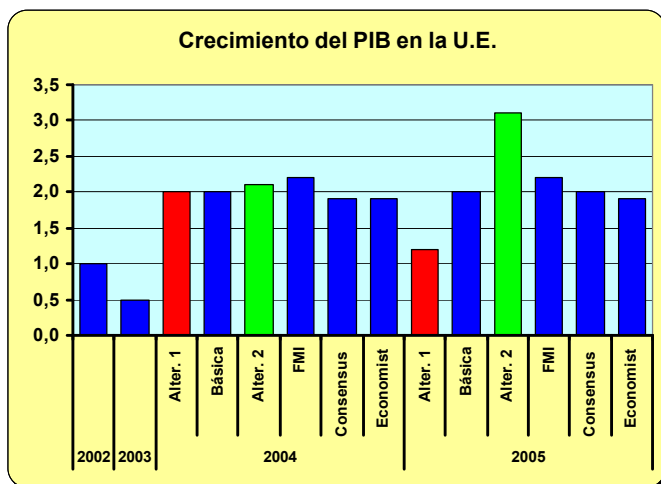
Para tratar de responder a esta pregunta podemos acudir al análisis de las diferentes estimaciones barajadas a nivel internacional y comprobar cuál es la evolución trimestral o perfil cíclico que subyace en dichas estimaciones.

Tomando como punto de referencia las estimaciones elaboradas por el F.M.I., las recogidas en Consensus Forecast y las del panel de predicciones de The Economist, tal como se recogen en los gráficos que presentamos a continuación, la respuesta no parece, ni mucho menos clara, y podría responder a cualquiera de las dos alternativas planteadas.

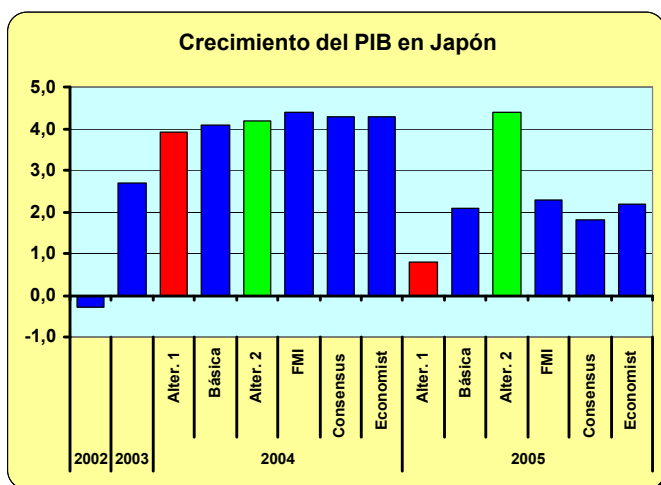


- En efecto, para el caso de Estados Unidos, las estimaciones para el 2005, son ligeramente inferiores a las del 2004, pero no terminan de mostrar un claro perfil de desaceleración y, bien podrían ser fruto de los efectos coyunturales derivados del incremento del precio del crudo durante el presente año.

En el caso de la Unión Europea, la indefinición es aún más acusada, ya que la media de las predicciones se sitúa en un nivel similar para el 2004 y el 2005.

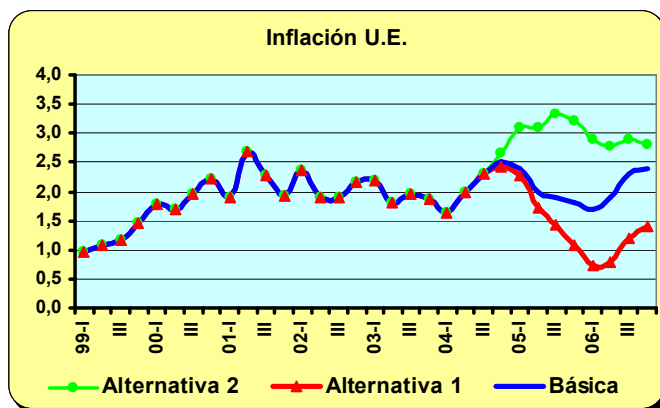
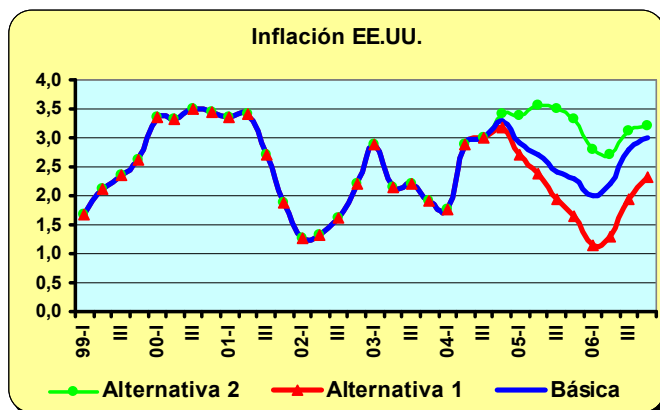
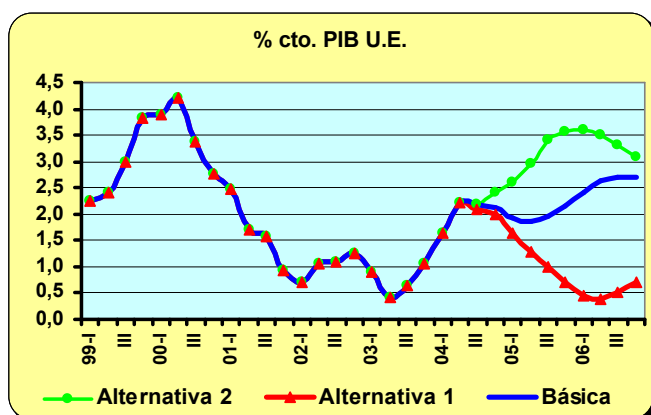
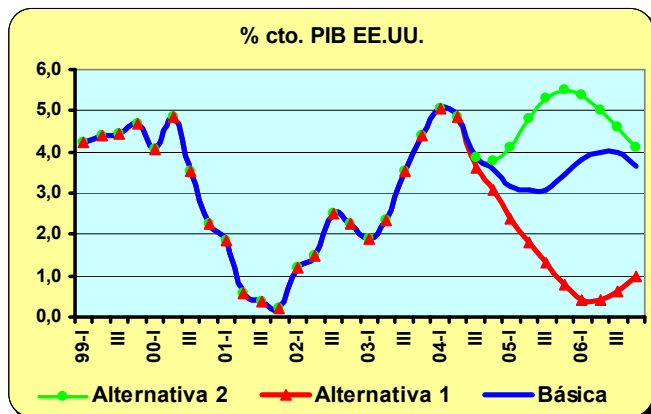


En Japón, el perfil se presenta algo más acusado, y los valores medios de crecimiento estimados para el 2005 son casi la mitad de los adelantados para el presente año. Ahora bien, esta desaceleración de la economía nipona, podría igualmente interpretarse, no tanto como un proceso de desaceleración, sino como un punto atípico y excepcionalmente expansivo en el 2004, incentivado por el desmesurado crecimiento de las importaciones Chinas.



- Frente a esta aparente indefinición, y teniendo en cuenta que nuestro escenario básico responde, lógicamente, a una valoración de la situación más probable, y que sería la reflejada mayoritariamente por los distintos organismos e instituciones internacionales, hemos optado por construir dos escenarios alternativos, el primero de los cuales respondería a una desaceleración cíclica más pronunciada (Alt.1), mientras que el segundo estaría asumiendo que la reactivación cíclica no se vería especialmente afectada por el shock petrolífero, y que la contención del crecimiento esperada está respondiendo a un cierto pesimismo "contagiado" entre los distintos organismos internacionales. (Alt. 2)

IX.2.- HIPÓTESIS DE SIMULACIÓN.



- Para la construcción del primero de los escenarios alternativos hemos asumido que el máximo cíclico ya se habría alcanzado en los primeros trimestres del presente año y que, a partir de ese punto, se iniciaría un proceso de desaceleración que nos llevaría hasta unos mínimos, similares a los registrados a finales del 2001, principios del 2002, y que se alcanzarían a finales del 2005 o principios del 2006.

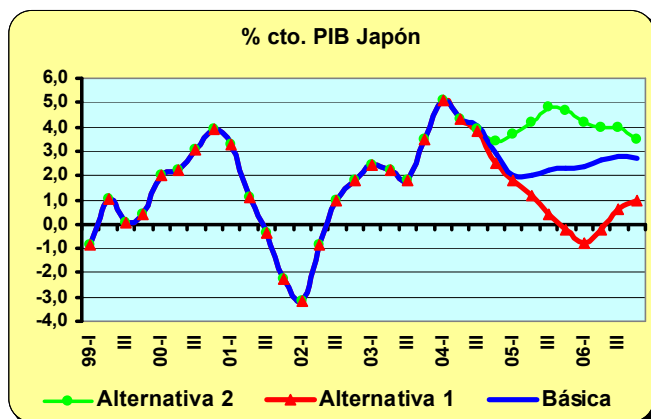
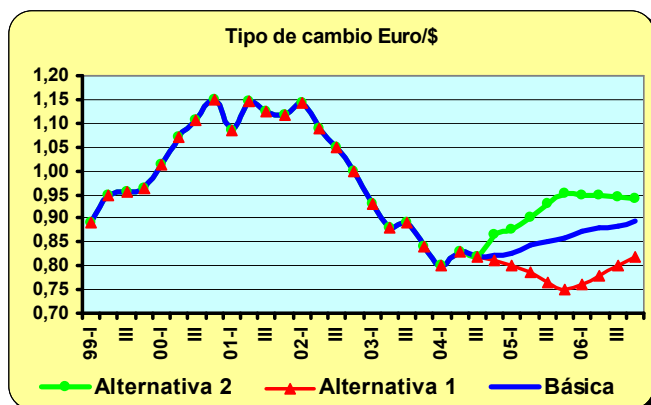
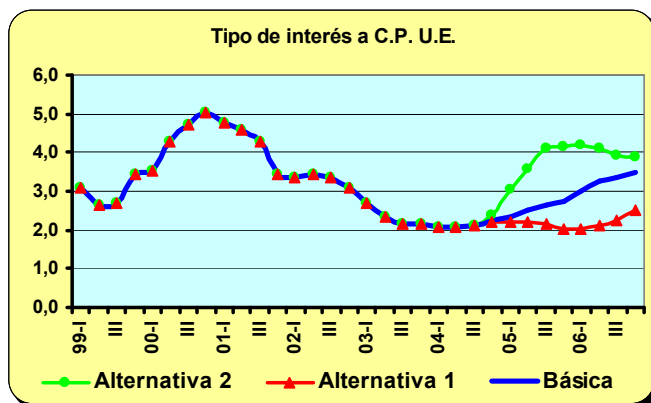
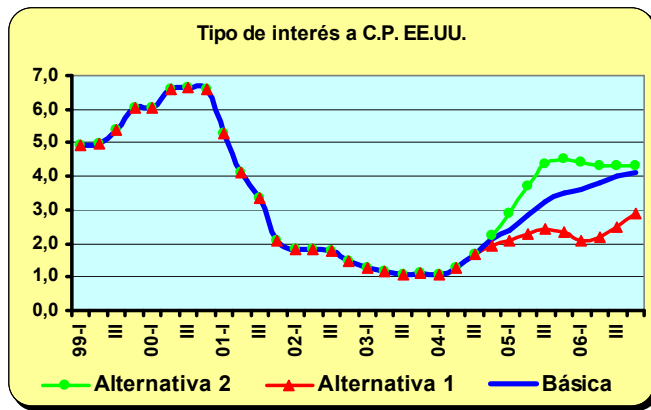
Como puede apreciarse en los gráficos adyacentes, este perfil sería bastante más acusado que en los Estados Unidos, ya que partiría de unos máximos de crecimiento similares a los alcanzados a principios del 2000.

Por el contrario, en el caso de la Unión Europea, el perfil es mucho más suavizado ya que se habrían alcanzado niveles máximos de crecimiento del orden de la mitad de los registrados en el ciclo precedente.

- El segundo escenario sería prácticamente simétrico al anterior, y donde se alcanzarían, a finales del 2005 y principios del 2006, máximos similares a los del ciclo previo, ligeramente superiores en el caso de Estados Unidos y algo menores en la Unión Europea. Estas diferencias vendrían justificadas por la mayor relación comercial de la economía americana con las economías asiáticas y que serían las que seguirían actuando como dinamizadoras del ciclo internacional.

- Ambos escenarios tendrían su reflejo en las tasas de inflación, que se verían modificadas a la baja en el primer escenario y sensiblemente al alza en el segundo.

Esta reacción de la inflación vendría producida, tanto por la diferente presión de la demanda en cada uno de los escenarios, como por los propios mercados internacionales de materias primas, y especialmente de crudo, que en promedio para el periodo 2005-2006 se situarían en los 30 \$ barril en la alternativa 1, y 48 \$ en la 2, frente a los 38 \$ que se asumían en el escenario básico.



- Frente a estos escenarios de crecimiento e inflación, la política monetaria reaccionaría de forma acomodaticia interviniendo sobre los tipos de interés nominales en la misma dirección en la que se movería la inflación; es decir, los tipos de interés se verían corregidos a la baja respecto al escenario básico en la primera de las alternativas, y modificados al alza en la segunda.

A efectos de tratar de reproducir el comportamiento observado durante los últimos periodos por las respectivas autoridades monetarias, y para el caso del primer escenario alternativo, se ha incluido un cierto efecto expansivo de política monetaria en el caso de Estados Unidos, de forma tal que los tipos de interés reales resultarían ligeramente inferiores a los del escenario básico; mientras que el caso de la Unión Europea dichos tipos reales permanecerían en los mismos niveles que en la solución básica.

- Bajo las hipótesis asumidas en la alternativa 1, y considerando la reducción adicional aplicada por la Reserva Federal sobre sus tipos reales, se ha considerado que la cotización del Euro se vería sensiblemente fortalecida, y podría aproximarse a sus máximos históricos (incluyendo el antecedente del ECU).

Por el contrario, bajo la alternativa 2, la mayor reactivación de la economía americana se reflejaría en un fortalecimiento de su divisa que tendería a aproximarse a la paridad en el punto álgido del ciclo, en torno a finales del 2005, principios del 2006.

- La economía japonesa se vería afectada de forma equivalente en cada uno de los dos escenarios alternativos, entrando en una ligera recesión a principios del 2006, bajo la alternativa 1, y manteniendo un crecimiento próximo a sus máximos recientes en la alternativa 2.

En términos de inflación, el primer escenario alternativo conduciría a una ligera agudización del proceso de deflación, tanto en 2005 como en 2006, mientras que el segundo escenario generaría unos crecimientos positivos de los precios japoneses en torno al 1%.

Entorno Macroeconómico Internacional.

Detalle de estimaciones trimestrales

Alternativa 1: Ciclo concluído

	2004		2005				2006				2004	2005	2006
	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV			
CRECIMIENTO MUNDIAL													
EE.UU.	3,6	3,1	2,4	1,8	1,3	0,8	0,4	0,4	0,6	1,0	4,1	1,6	0,6
Japón	3,8	2,5	1,8	1,2	0,4	-0,2	-0,8	-0,2	0,6	1,0	3,9	0,8	0,2
U.E.	2,1	2,0	1,7	1,3	1,0	0,7	0,5	0,4	0,5	0,7	2,0	1,2	0,5
INFLACIÓN													
EE.UU.	3,0	3,2	2,7	2,4	2,0	1,6	1,1	1,3	2,0	2,3	2,7	2,2	1,7
Japón	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7	-0,8	-0,7	-0,3	0,0	-0,2	-0,5	-0,5
U.E.	2,3	2,4	2,3	1,7	1,4	1,1	0,7	0,8	1,2	1,4	2,1	1,6	1,0
TIPO DE CAMBIO													
Euro / \$	0,818	0,810	0,800	0,787	0,764	0,750	0,760	0,780	0,800	0,820	0,815	0,775	0,790
Yen / \$	110,0	109,0	107,6	103,9	100,5	98,7	99,5	101,9	105,8	108,2	109,0	102,7	103,8
Diferencias respecto al escenario básico													
CRECIMIENTO MUNDIAL													
EE.UU.	-0,3	-0,5	-0,8	-1,3	-1,8	-2,6	-3,4	-3,6	-3,4	-2,7	-0,2	-1,6	-3,3
Japón	-0,2	-0,4	-0,2	-0,8	-1,8	-2,5	-3,1	-2,8	-2,2	-1,7	-0,2	-1,3	-2,5
U.E.	-0,1	-0,1	-0,3	-0,6	-1,0	-1,5	-1,9	-2,2	-2,2	-2,0	-0,1	-0,8	-2,1
INFLACIÓN													
EE.UU.	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,7	-0,9	-0,9	-0,8	-0,7	0,0	-0,4	-0,8
Japón	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,5	-0,6	-0,8	-0,7	-0,5	-0,4	0,0	-0,3	-0,6
U.E.	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,7	-1,0	-1,1	-1,1	-1,0	0,0	-0,4	-1,0
TIPO DE CAMBIO (% de variación sobre solución básica)													
Euro / \$	0,0	-1,3	-3,0	-6,8	-10,2	-12,8	-12,7	-11,4	-9,6	-8,3	-0,3	-8,2	-10,5
Yen / \$	0,0	-1,3	-3,0	-6,8	-10,2	-12,8	-12,7	-11,4	-9,6	-8,3	-0,3	-8,2	-10,5

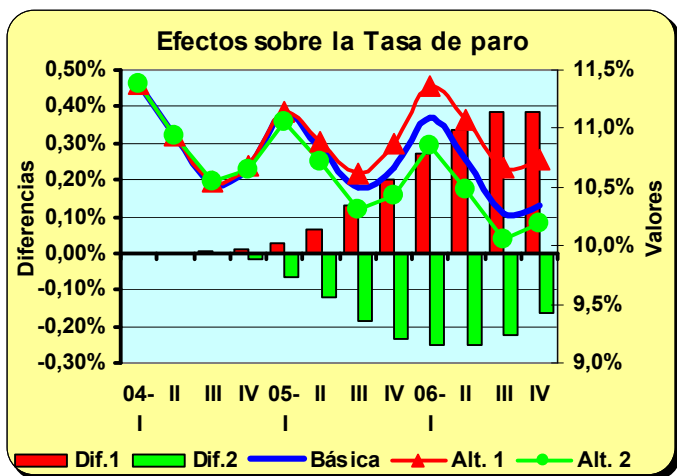
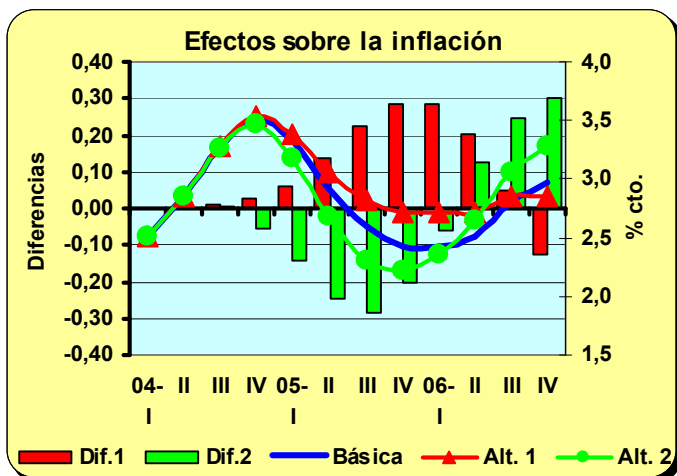
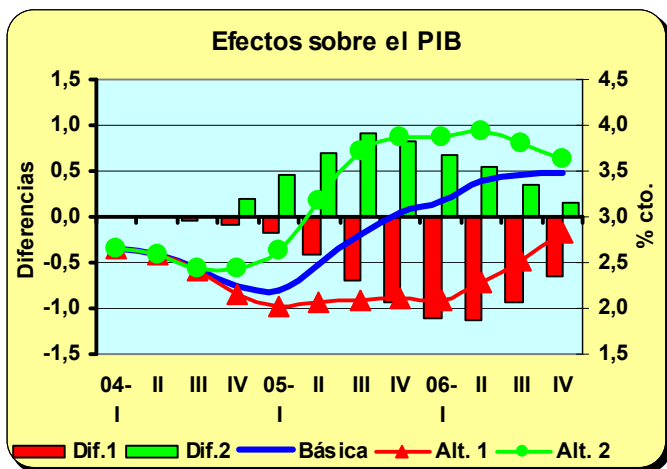
Fuente: CEPREDE. Noviembre 2004.

Entorno Macroeconómico Internacional.**Detalle de estimaciones trimestrales****Alternativa 2: Prolongación cíclica**

	2004		2005				2006				2004	2005	2006
	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV			
CRECIMIENTO MUNDIAL													
EE.UU.	3,9	3,8	4,1	4,8	5,3	5,5	5,4	5,0	4,6	4,1	4,4	4,9	4,8
Japón	3,9	3,4	3,7	4,2	4,8	4,7	4,2	4,0	4,0	3,5	4,2	4,4	3,9
U.E.	2,2	2,4	2,6	3,0	3,4	3,6	3,6	3,5	3,3	3,1	2,1	3,1	3,4
INFLACIÓN													
EE.UU.	3,0	3,4	3,4	3,6	3,5	3,3	2,8	2,7	3,1	3,2	2,8	3,4	3,0
Japón	-0,1	0,2	0,7	0,9	1,2	1,1	0,9	0,7	0,8	0,8	-0,1	1,0	0,8
U.E.	2,3	2,6	3,1	3,1	3,3	3,2	2,9	2,8	2,9	2,8	2,1	3,2	2,8
TIPO DE CAMBIO													
Euro / \$	0,818	0,865	0,875	0,903	0,932	0,952	0,950	0,948	0,945	0,940	0,828	0,916	0,946
Yen / \$	110,0	116,4	117,7	119,2	122,7	125,3	124,3	123,9	124,9	124,1	110,8	121,2	124,3
Diferencias respecto al escenario básico													
CRECIMIENTO MUNDIAL													
EE.UU.	0,0	0,2	0,9	1,7	2,2	2,1	1,6	1,0	0,6	0,4	0,1	1,7	0,9
Japón	-0,1	0,5	1,7	2,2	2,6	2,4	1,9	1,4	1,2	0,8	0,1	2,2	1,3
U.E.	0,0	0,3	0,7	1,1	1,4	1,4	1,2	0,9	0,6	0,4	0,1	1,2	0,8
INFLACIÓN													
EE.UU.	0,0	0,1	0,5	0,9	1,1	1,0	0,8	0,5	0,3	0,2	0,0	0,9	0,5
Japón	0,0	0,2	0,8	1,1	1,3	1,2	0,9	0,7	0,6	0,4	0,1	1,1	0,7
U.E.	0,0	0,1	0,7	1,1	1,4	1,4	1,2	0,9	0,6	0,4	0,0	1,2	0,8
TIPO DE CAMBIO(% de variación sobre solución básica)													
Euro / \$	0,0	5,4	6,1	7,0	9,5	10,7	9,1	7,7	6,8	5,1	1,3	8,3	7,2
Yen / \$	0,0	5,4	6,1	7,0	9,5	10,7	9,1	7,7	6,8	5,1	1,3	8,3	7,2

Fuente: CEPREDE. Noviembre 2004.

IX.3.- PRINCIPALES RESULTADOS.



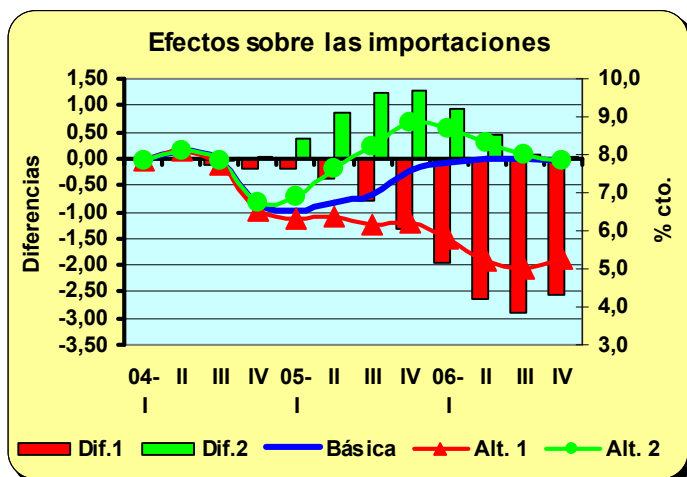
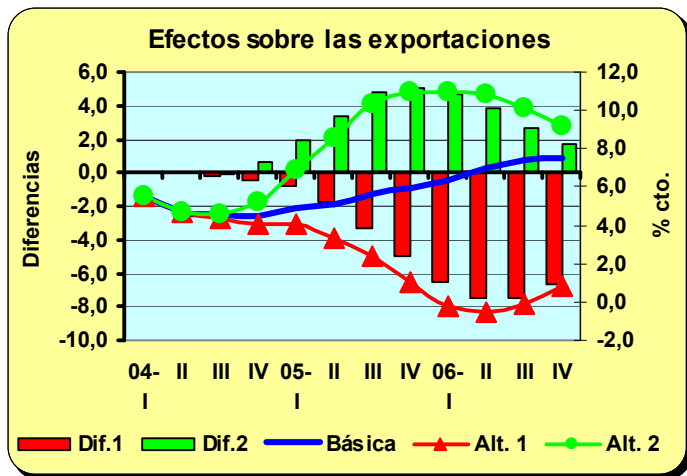
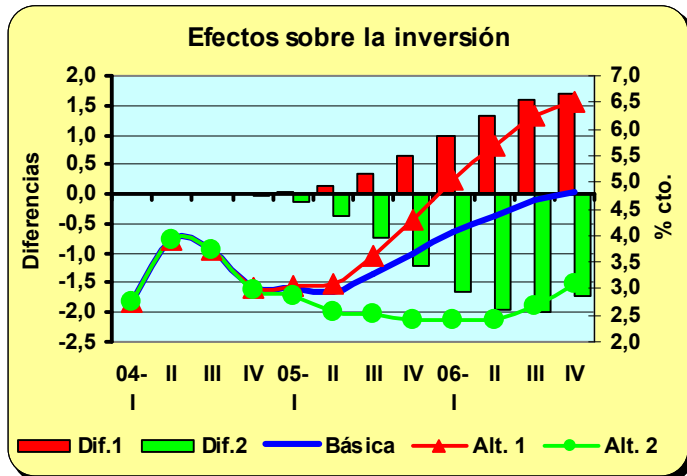
• Las reacciones en el crecimiento de la economía española irían en la misma dirección que las de la Unión Europea aunque con diferente intensidad. Así, mientras que en la primera alternativa el PIB de la U.E. se vería restringido en 1,5 puntos de promedio entre el 2005 y el 2006, la economía española sólo se vería afectada en un promedio de unas 8 décimas de punto, lo que supondría que nuestro diferencial de crecimiento aumentaría ligeramente.

Por el contrario, bajo el segundo escenario alternativo, el efecto adicional sobre el crecimiento del PIB se limitaría, en promedio a algo más de medio punto, mientras que en el conjunto de la Unión Europea ascendería a un punto, reduciéndose así nuestro diferencial de crecimiento.

• A corto plazo, la Inflación española reaccionaría de forma inversa a la Europea. En efecto, en la alternativa 1, y durante el año 2005 y buena parte del 2006, la inflación española se vería ligeramente aumentada, tanto por el mayor carácter expansivo de la política monetaria, como por la menor productividad que se generaría en la economía española y que generaría una cierta elevación de los costes laborales unitarios.

De forma inversa, en el segundo escenario, y también durante el próximo año, se registraría una menor inflación relativa, por efecto de la mayor productividad y del efecto contractivo de los mayores tipos de interés.

• La tasa de paro se vería más afectada ante un escenario de desaceleración, si bien, en ambos casos los efectos relativos no serían excesivamente elevados ya que una parte de las variaciones del crecimiento, tanto negativas como positivas, se vería amortiguada por pérdidas o ganancias de productividad respectivamente. Así en el primer escenario alternativo se registraría una cierta pérdida de productividad, mientras que en el segundo habría una ligera ganancia.



• **El efecto combinado de la política monetaria y la evolución de la productividad alteraría las reacciones de la inversión.**

Como puede comprobarse en el gráfico adjunto, la formación bruta de capital vería ligeramente incrementado su crecimiento en la primera alternativa, ya que, a pesar del deterioro del entorno internacional, el mejor comportamiento relativo de las ganancias de productividad, y por tanto del excedente de explotación, junto con unas condiciones financieras más favorables, reactivarían ligeramente los planes de inversión.

Por el contrario, en un entorno internacional más expansivo, la reacción sería inversa como resultado de los efectos conjugados.

En este punto no debemos olvidar que la diferente reacción de la inflación en la economía española amplificaría los efectos derivados de los cambios en la política monetaria que se volvería especialmente expansiva, en términos reales bajo la primera alternativa y sensiblemente más restrictiva en la segunda.

• **El escenario de desaceleración internacional supondría un efecto altamente contractivo sobre nuestras exportaciones.**

Tal como puede comprobarse en el gráfico adjunto, las exportaciones españolas entrarían en un proceso de reducción progresiva de sus tasas de crecimiento hasta tornarse ligeramente negativas durante el segundo semestre del 2006.

Por el contrario, en el segundo escenario alternativo, los posibles efectos derivados de la mayor expansión del comercio, se concentraría en los primeros trimestres, donde adicionalmente nos veríamos beneficiados por una ligera mejora de nuestra competitividad en precios.

• **Las importaciones experimentarían igualmente unas reacciones descompensadas entre ambos escenarios, y al igual que las exportaciones, se verían bastante más afectadas por un escenario de desaceleración internacional.**