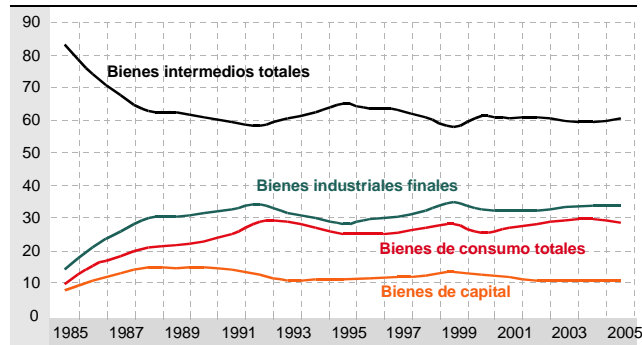


THE IBERIAN MACRO OBSERVER

Jesús Gómez
(34) 91-289-3315
jegomez@gruposantander.com

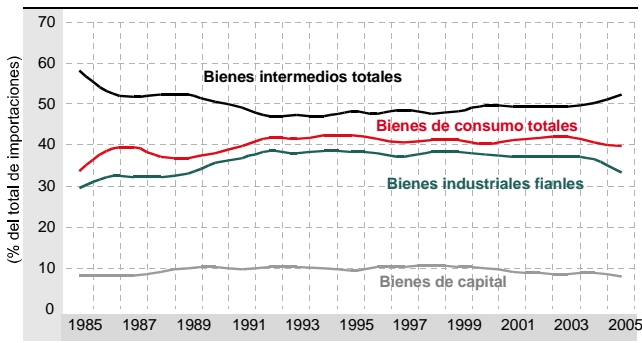
Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespasa@gruposantander.com

España – Distribución de las importaciones, 1985-2005



Fuentes: Ministerio de Economía y Santander Investment Bolsa.

España – Distribución de las exportaciones, 1985-2005



Fuentes: Ministerio de Economía y Santander Investment Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) Previsión de +2,8% en los pedidos de fábrica de mayo
- (2) Posible caída del ISM servicios de junio
- (3) Esperamos un aumento de inventarios al por mayor de mayo
- (4) La creación de empleo de junio habría de ser fuerte y rondar los 200.000 puestos
- (5) La tasa de desempleo de junio podría mantenerse estable

En la zona euro:

- (1) En Alemania las ventas al por menor se mantendrían planas en mayo
- (2) Posible caída del índice de precios industriales de la zona euro de mayo
- (3) Se espera que el BCE deje los tipos de interés sin cambios
- (4) Las ventas al por menor de la zona euro de mayo deberían tener un registro positivo
- (5) Balanza comercial y la producción industrial en Alemania

■ **Las últimas dos semanas en Portugal:** Siguen llegando noticias negativas sobre la economía. Los indicadores adelantados apuntan a una contracción de la economía en mayo. La Comisión Europea considera las previsiones económicas del Gobierno portugués excesivamente optimistas. Los indicadores de confianza se desploman y la confianza del consumidor se derrumba. En resumen, no hay síntomas de mejora económica en Portugal.

■ **Las últimas dos semanas en España:** Pese a la previsión de tasas de crecimiento económico fuertes, las noticias económicas en nuestro país son mixtas. Los precios de producción caen, arrastrados por la energía. El Gobierno anuncia un incremento en el superávit de enero-mayo (0,85% del PIB). Las ventas al por menor registran un dato saludable. El sector exterior volvió a mostrar un comportamiento muy negativo.

■ **La semana en EEUU:** Datos mixtos: (1) datos de confianza positivos, con avances de los índices ISM facturero y de confianza del consumidor; (2) el PIB del 1T05 se sitúa en el 3,8%; (3) el dato de las solicitudes de subsidio de desempleo semanales es positivo; y (4) el del gasto en construcción es flojo.

■ **La semana en la zona euro:** Datos positivos en general, con clara mejora de los indicadores de confianza. Los indicadores de confianza empresarial suben prácticamente en todos los países. También avanzan los índices de la Comisión Europea, y el PMI de la zona euro para el sector manufacturero supera de nuevo los 50 puntos en junio. En nuestra opinión, estos datos adelantan un mejor 2S05E.

■ En el *Rincón macro* analizamos la composición de la balanza comercial española por productos: nos detenemos en los productos que comercializa España y su posible evolución en el futuro. La conclusión a la que llegamos es que va a resultar muy difícil mejorar el déficit de la balanza comercial española.

LA SEMANA PASADA

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión	Real
27-Junio	8:00	Alemania	Índice de precios de importación (m/a)	May	0,0 / 3,3	-0,3 / 2,3	-0,4 / 2,2
Lunes	9:00	España	Precios de producción (m/a)	May	0,6 / 5,0	-0,4 / 2,2	-0,1 / 4,2
	10:00	Zona euro	Balanza por cuenta corriente (miles mn €)	Abr	2,7 R	2,0	-0,8
	10:00	Alemania	IFO – Clima empresarial	Jun	92,9	93,3	93,3
	10:00	Alemania	IFO – Situación actual	Jun	93,4	93,2	93,7
	10:00	Alemania	IFO – Expectativas	Jun	92,3	93,0	92,9
28-Junio	8:50	Francia	Índice de confianza empresarial	Jun	96,0	97,0	99,0
Martes	8:50	Francia	Índice de perspectivas de producción	Jun	-25,0	-22,0	-26,0
	9:30	Italia	Confianza empresarial	Jun	84,3 R	84,4	84,2
	10:00	Zona euro	M3 (a / media 3 meses)	May	6,8 / 6,6 R	6,9 / 6,7	7,3 / 6,9
	16:00	EEUU	Confianza del consumidor	Jun	103,1	104,0	105,8
	13:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	26-Jun	-10	-	-11
29-Junio	8:45	Francia	Precios de producción (m/a)	May	0,3 / 3,2 R	0,1 / 2,7	-0,3 / 2,4
Miércoles	13:00	EEUU	MBA Refinanciaciones hipotecarias	24-Jun	-11,3	-	-1,1
	14:30	EEUU	PIB anualizado	1T F	3,5	3,7	3,8
	14:30	US	Personal Consumption	1T F	3,6	3,6	3,6
	14:30	US	GDP Price Index	1T F	3,2	3,2	2,9
30-Junio	8:00	Alemania	Tasa de desempleo	May	9,6	9,6	9,3
Jueves	8:40	Francia	Índice de confianza del consumidor	Jun	-29	-28	-30
	8:40	Francia	Desempleo (tasa / variación, miles)	May	10,2 / 0.000	10,2 / 2.000	10,2 / 1.000
	8:40	Francia	PIB (t/a)	1T F	0,7 / 2,1	0,2 / 1,7	0,3 / 1,8
	9:00	España	Ventas minoristas (m/a)	May	4,5 / 7,2	n.d. / 7,5	-
	11:00	Euro Zone	Clima empresarial	Jun	-0,37	-0,35	-0,29
	11:00	Euro Zone	Confianza del consumidor	Jun	-15	-15	-15
	11:00	Euro Zone	Confianza económica	Jun	96,1	96,1	96,3
	11:00	Euro Zone	Confianza industrial	Jun	-11	-11	-10
	11:00	Italia	IPC (m/a)	Jun	0,3 / 1,9	0,1 / 1,9	0,0 / 1,8
	14:30	US	Ingresos personales	May	0,7	0,3	0,2
	14:30	US	Gasto personal	May	0,6	0,1	0,0
	14:30	US	Deflactor del gasto personal (a)	May	2,6 r	2,3	2,2
	14:30	US	Deflactor del gasto personal subyacente (m/a)	May	0,1 / 1,5 R	0,1 / 1,7	0,2 / 1,6
	14:30	US	Solicitudes de subsidio de desempleo	25-Jun	316.000 R	325.000	310.000
	14:30	EEUU	Peticiones continuadas	18-Jun	2.596.000	2.588.000	2.600.000
	16:00	EEUU	PMI de Chicago	Jun	54,1	54,5	53,6
	16:00	EEUU	Índice de ofertas de empleo	May	39	40	37
	20:15	EEUU	Fed, Comité de Mercado Abierto	30-Jun	3,00	3,25	3,25
1-Julio	10:00	Zona euro	PMI Manufacturas	Jun	48,7	49,0	50,7
Viernes	11:00	Zona euro	Tasa de desempleo	May	8,9	8,9	8,8
	15:45	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	Jun	94,8	94,8	-
	16:00	EEUU	Gasto en construcción (m)	May	0,5	0,5	-
	16:00	EEUU	ISM manufacturas	Jun	51,4	51,4	-
	16:00	EEUU	ISM precios pagados	Jun	58,0	55,3	-
		EEUU	Venta total de vehículos (mn unidades)	Jun	16,7	17,0	-

(m) % intermensual; (a) % interanual; (t) % intertrimestral; (mn) millones; (R) revisado; (F) final; (P) preliminar; desest. (desestacionalizada).

Fuentes: Banco de España, Ministerio de Economía, Datastream, Bloomberg, Reuters y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

LOS DATOS EN PORTUGAL SIGUEN SIN LEVANTAR CABEZA

Los datos económicos y las noticias que llegan desde Portugal siguen siendo negativos. Los datos de confianza y las cifras de economía real parecen insistir en las expectativas de pesimismo. Además, es previsible que el deterioro de la economía se prolongue a corto plazo. Reiteramos nuestras previsiones de comportamiento negativo para la economía portuguesa en el futuro.

Las últimas dos semanas en Portugal: Siguen llegando noticias negativas sobre la economía portuguesa. Los indicadores adelantados del Banco Central portugués apuntan a una contracción en mayo. La Comisión Europea considera las previsiones económicas del Gobierno portugués excesivamente optimistas. Los indicadores de confianza se desploman y la confianza del consumidor se derrumba. Los datos publicados no muestran signos de mejora económica en Portugal.



El indicador adelantado de Portugal en rojo	El indicador adelantado para mayo del Banco Central apunta que la economía se contrajo un 0,4% en el mes. El dato de abril se revisó del -0,4% al -0,2%. Las expectativas adelantan un dato negativo del crecimiento del PIB en el 2T —que podríamos conocer en septiembre—. En el 1T05, el PIB creció un escaso 0,1% y las condiciones económicas se mantuvieron sin cambios en abril y mayo —aunque la base de comparación es mucho más elevada dado que el 2T04 se vio “inflado” por la celebración de la Eurocopa de las Naciones en junio del año pasado.
Bruselas defiende nuevos recortes de gastos	La Comisión Europea estima muy optimistas las previsiones de crecimiento económico que respaldan el plan para tratar de reducir el déficit presupuestario por debajo del 3% del PIB en 2008, e insiste en que será necesario introducir mayores recortes de gastos. El Gobierno sitúa el crecimiento del PIB en el 2,2%, 2,6% y 3% en 2007, 2008 y 2009, respectivamente.
El 88% del país se muestra pesimista sobre la economía	Las encuestas revelan que el 88% de los portugueses se muestra pesimista sobre la economía y que el porcentaje de ciudadanos que la considera en buen estado es... cero. En la encuesta también se analiza la evolución del consumo en el futuro: la mayoría de los ciudadanos confirma querer reducir el gasto en seis de los siete segmentos sobre los que se preguntaba —se salva la alimentación—. El futuro comportamiento de los consumidores es especialmente relevante por tres razones: el consumo privado se acerca al 70% del PIB; la mayoría de las compañías cotizadas están vinculadas al consumo privado; y en el primer trimestre el PIB creció un 3,2%, el porcentaje justo para sostener el PIB general por encima de cero (+0,1% interanual).
S&P reduce la calificación crediticia de Portugal a AA-	S&P reduce la calificación crediticia de Portugal de AA a AA-. Por otro lado, las perspectivas han pasado de negativas a neutras. Aunque esto hará que la financiación sea más cara para el país y las compañías, la diferencia sería prácticamente mínima —por debajo de 5 puntos básicos—.
El Gobierno anuncia un plan de infraestructura de 25.000 mn €	El Gobierno ha anunciado un plan de infraestructura de 25.000 mn €. para los próximos cuatro años. El plan combina inversión pública en aeropuertos y trenes de alta velocidad e inversión privada en energías renovables e hidráulicas. La mayoría de los proyectos ya se conocían, por lo que esto no deja de ser pura estrategia económica y política.
La confianza se desploma en junio	Como estaba previsto, el avance de los indicadores de confianza registrado hasta mayo se interrumpió de forma brusca en junio tras anunciar un déficit presupuestario del 6,83% y las medidas correspondientes. El dato intermensual de la confianza del consumidor pasaba de -31 a -39, y el sentimiento económico general, que suma los datos de diversos sectores, registraba su mayor caída mensual en 12 años.
La prensa dice que distribución de alimentación y telefonía fija absorberán la subida del IVA	El pasado viernes, el IVA subía del 19% al 21%. Según la prensa, los distribuidores de alimentación y PT decidieron no incrementar los precios finales, reduciendo con ello sus propios márgenes. Las compañías de telefonía fija subirán los precios de manera acorde. <i>Las últimas dos semanas en España:</i> Pese a la previsión de tasas de crecimiento económico elevadas, las noticias económicas en nuestro país son mixtas. Los precios de producción caían en mayo, arrastrados por las tasas energéticas. Las cuentas del Banco Central arrojan un incremento en el superávit de enero-mayo (0,85% del PIB). Las ventas al por menor registran un dato saludable en mayo. Por último, el sector exterior volvió a mostrar un comportamiento muy negativo, con un fuerte aumento en el déficit comercial.
El superávit presupuestario del Gobierno en el 0,85% del PIB en los primeros cuatro meses del año	El presupuesto del Gobierno central arrojó un incremento del superávit hasta 7.215 mn € (0,85% del PIB) en el periodo enero-mayo. Este dato positivo lo explica el incremento de los ingresos hasta 52.533 mn € y de los gastos hasta 45.318 mn €. El superávit alcanzado en mayo está en línea con los registrados en años anteriores y es resultado de la tendencia positiva del IRPF, el impuesto sobre sociedades y el IVA. No obstante, hubo un retroceso en el superávit respecto al mes de abril, y los próximos meses podrían traer nuevas pérdidas.

El déficit comercial en España sigue creciendo

Frente al mismo periodo de 2004, el déficit comercial en España entre los meses de enero y abril se disparó (41,8%) de nuevo, hasta 23.328 mn €. Este deterioro de la balanza comercial es resultado de un incremento del 13,3% de las importaciones frente al escaso 3,5% de las exportaciones. En abril, el déficit comercial creció un 34,4% interanual, con un aumento de las importaciones del 15,8% interanual frente al 8,4% interanual de las exportaciones.

Nuestro sector exterior se deteriora a marchas forzadas. A este ritmo, el déficit de la balanza comercial podría crecer en los próximos meses hasta representar un 10% del PIB. Como resultado, la situación del déficit de balanza por cuenta corriente también podría empeorar y llegar a superar el 7% del PIB a muy corto plazo.

Las ventas al por menor se mantienen fuertes en España

Las ventas al por menor en términos reales arrojaban un incremento del 2,2% interanual en mayo. Las ventas de alimentos caían un 0,2% interanual, mientras que las ventas del resto de artículos se incrementaban un 3,6% interanual. Por tanto, es previsible que el consumo privado siga creciendo a un ritmo relativamente fuerte en el 2T05.

Noticias internacionales

La semana en EEUU: Datos mixtos en EEUU: (1) en términos generales, los datos de confianza fueron positivos, con avances de los índices ISM facturero y de confianza del consumidor en junio; (2) el dato final del PIB del 1T05 se sitúa en el 3,8% en lugar del 3,5% anunciado previamente; (3) el dato de las solicitudes de subsidio de desempleo semanales es positivo y augura un dato fuerte del empleo en junio, que se conocerá la semana que viene; y, por último, (4) los datos del gasto en construcción de abril y mayo fueron flojos.

Dato negativo de los ingresos y gastos personales en mayo

Los ingresos y gastos personales no cumplieron las expectativas en mayo. Los ingresos crecieron un 0,2% intermensual, con un escaso incremento de los salarios del 0,1% intermensual. El consumo no registró cambios tras el avance del 0,6% intermensual en abril. Con estos datos, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento de 3,4% para la renta disponible real en 2005E, y de 3,0% intertrimestral anualizado para el consumo en el 2T05E. Los ahorros siguen siendo escasos.

Dato positivo de los indicadores de confianza

En cuanto a los indicadores adelantados, la semana ha sido positiva: (1) La confianza del consumidor del C. B. subía en junio, con evolución positiva de todos los componentes. También registraba un notable avance el índice de confianza del consumidor de la U. de Michigan. (2) Los indicadores de confianza empresarial fueron mixtos, con retroceso del PMI de Chicago y fuerte mejora del ISM manufacturero. En ambos casos, los componentes del empleo se mantienen en terreno de contracción. A pesar de todo, seguimos apostando por cierta desaceleración en el sector industrial, que redundaría en una bajada del ISM a corto plazo.

La semana en la zona euro: Datos positivos en general, con clara mejora de los indicadores de confianza. Los indicadores de confianza empresarial suben prácticamente en todos los países. También avanzan los índices de la Comisión Europea, y la subida del PMI manufacturero es general, con el PMI de la zona euro para el sector manufacturero superando de nuevo el límite de los 50 puntos en junio. En nuestra opinión, estos datos adelantan un mejor 2S05E. Por otro lado, los datos de empleo fueron positivos en Alemania y Francia.

Sube el índice IFO

El índice IFO cumplía las expectativas en junio y, tras cuatro meses consecutivos de retrocesos, subía por primera vez. Los índices de condiciones actuales y expectativas arrojaban un dato positivo, con subidas en el mes. El principal factor detrás del avance del índice IFO sería la depreciación del euro frente al dólar estadounidense y las próximas elecciones en Alemania. Se trata de noticias positivas sabiendo que la recuperación del IFO significaría una recuperación de la economía en el 2S05P.



La confianza empresarial en Francia e Italia, relativamente positiva	Al mismo tiempo, los datos de confianza empresarial publicados en Francia e Italia fueron relativamente positivos, especialmente en el primer caso. En el caso de Italia, el dato fue prácticamente plano, lo que no deja de ser una buena señal si consideramos que Italia atraviesa una recesión. En Francia, el índice de confianza empresarial subía en el mes, aunque no nos gusta el comportamiento de los indicadores de expectativas de producción, que apuntan a cierta debilidad de la actividad a corto plazo.
Los índices de la Comisión Europea y el PMI también arrojan datos positivos	Por último, los indicadores de confianza de la Comisión Europea también subían en junio, apuntando a la estabilización de las economías de la zona euro. El PMI manufacturero subía en junio, con el índice general de la zona euro por encima del límite de 50 puntos. Son noticias positivas que, de confirmarse en los próximos meses, apoyarán la expansión de la economía de la zona euro en el 2S05. Esto también resta cierta presión al BCE.
Datos positivos de desempleo en Alemania en mayo	El empleo en Alemania volvía a ser positivo, con un descenso del desempleo de 23.000 personas y la tasa de desempleo pasando del 11,8% en el mes anterior al 11,7%. Es el tercer mes consecutivo en el que cae el desempleo. Son noticias positivas que apuntan, como mínimo, a una estabilización del mercado laboral en Alemania. A corto plazo, habríamos de tener más noticias positivas, que habrían de redundar a su vez en el consumo.
La energía sube la inflación en la zona euro	Los datos preliminares del IPC de la zona euro de junio incrementan la tasa anual de inflación del 1,9% anterior al 2,1%. La subida de las tarifas energéticas, condicionada por la subida del precio del petróleo en las últimas semanas, sería la responsable de esta evolución. Si excluimos los precios de la energía, no esperamos cambios notables en la inflación.
En Francia, datos mixtos	De Francia llegaban algunas noticias positivas, con revisión al alza del dato del PIB del 1T05 del 0,2% intertrimestral anterior al 0,3% intertrimestral. Por otro lado, el desempleo se mantenía en el 10,2% en el último mes, con pérdida de la confianza del consumidor que adelanta cierta debilidad en el consumo en los próximos trimestres.

ESTA SEMANA

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión
La semana		Alemania	Ventas al por menor (a)	May	-3,0	0,0
4-Julio	11:00	Zona euro	IPRI (m/a)	May	0,4 / 4,2	-
Lunes	9:00	España	Desempleo neto (m)	Jun	-88.600	-
5-Julio	9:00	España	Producción industrial (a) (ajust.)	May	0,0	-
Martes	10:00	Zona euro	PMI Servicios	Jun	53,5	-
	11:00	Zona euro	Comercio al por menor (m/a)	May	-1,2 / -0,9	-
	16:00	EEUU	Pedidos de fábrica	May	0,9	2,8
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	3-July	-11	-
6-Julio	8:45	France	Déficit presupuestario (miles mn €)	May	-42,3	-
Miércoles	12:00	Zona euro	Pedidos de fábrica (m/a)	MayP	2,6 / -2,6 R	-
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	1-July	-	-
	16:00	EEUU	ISM-No manufacturas	Jun	58,5	58,0
	16:00	EEUU	Ventas de viviendas pendientes (m)	May	3,6	-
7-Julio	13:45	Zona euro	El BCE anuncia tipos	7-Julio	2,00	2,00
Jueves	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	2-Julio	310.000	-
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	25-June	2.600.000	-
8-Julio	8:00	Alemania	Balanza por cuenta corriente (miles mn €)	May	7,0	-
Viernes	8:00	Alemania	Balanza comercial (miles mn €)	May	12,7 R	-
	8:00	Alemania	Importaciones (m)	May	3,5 R	-
	8:00	Alemania	Exportaciones (m)	May	-0,5	-
	12:00	Alemania	Producción industrial (m/a)	May P	2,1 / 1,3 R	-
	12:00	Zona euro	Indicadores adelantados OCDE	May	105,2	-
	14:30	EEUU	Tasa de desempleo	Jun	5,1	5,1
	14:30	EEUU	Ingresos medios por hora (m)	Jun	0,2 / 2,6	0,2 / n.d.
	14:30	EEUU	Var. del número de empleos no agrícolas	Jun	78.000	183.000
	14:30	EEUU	Var. del número de empleos manufacturas	Jun	-7.000	-5.000
	14:30	EEUU	Horas semanales medias	Jun	33,8	33,8
	16:00	EEUU	Inventarios al por mayor	May	0,8	0,5
	21:00	EEUU	Crédito al consumo (miles mn €)	May	1,3	4,2

(m) % intermensual; (a) % interanual; (t) % intertrimestral; (mn) millones; (R) revisado; (F) final; (P) preliminar; desest. (desestacionalizada).
Fuentes: Banco de España, Ministerio de Economía, Datastream, Bloomberg, Reuters y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

ASUNTOS A TENER EN CUENTA

En EEUU: (1) Los pedidos de fábrica aumentarían un 2,8% en mayo. (2) El índice ISM servicios caería en junio. (3) La creación de empleo habría de ser fuerte en junio, con cerca de 200.000 nuevos puestos. (4) Los inventarios al por mayor vuelven a crecer en mayo. El ajuste de los inventarios podría prolongarse hasta el 4T05E. (5) La tasa de desempleo se mantendría estable en junio.

En la zona euro: (1) Prevemos un dato plano de las ventas al por menor en Alemania en mayo tras el débil comportamiento de abril. (2) El índice de precios industriales de la zona euro podría caer en mayo. Las tasas energéticas serían responsables de la bajada. (3) El BCE mantendría los tipos de interés sin cambios en la reunión de la próxima semana. (4) Las ventas al por menor de la zona euro de mayo habrían de tener un comportamiento positivo. (5) Datos de la balanza comercial y producción industrial en Alemania.



TIPOS Y DIVISAS

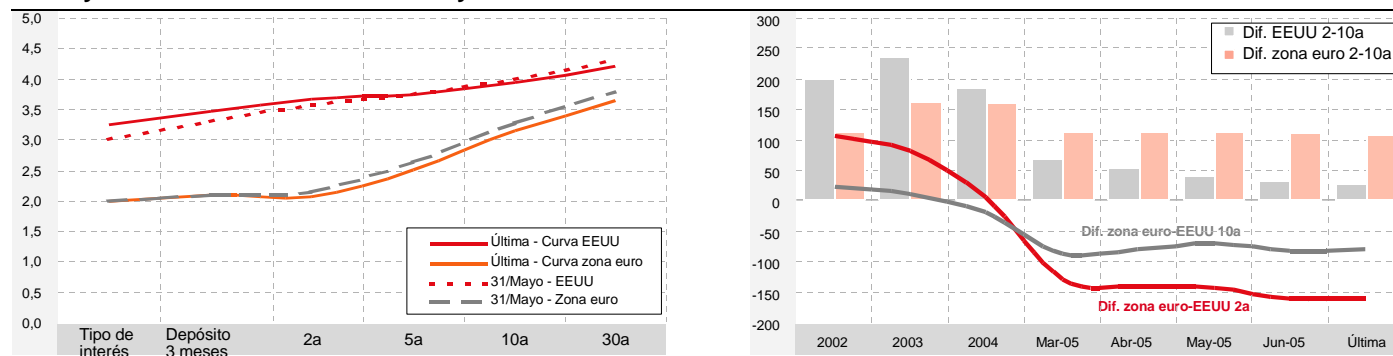
- La Reserva Federal subía 25 puntos básicos los tipos de interés en su última reunión. Esta subida se corresponde con nuestras expectativas. Por otro lado, la Fed confirmó que seguiría ajustando los tipos de interés a un ritmo “pausado”, es decir, no hay cambios en su política monetaria. Esperamos otra subida de los tipos de interés hasta el 3,5% en agosto, para acabar el año en el 3,5%.
- Esta semana el BCE tomará una decisión sobre los tipos de interés. Confiamos en que mantengan los tipos de interés sin cambios en el 2,0%. La inflación ha subido ligeramente hasta el 2,1% en junio, pero los indicadores de confianza siguen subiendo.

EEUU y zona euro – Tipos de interés y divisas

		Anual ¹		Trimestral ¹				Mensual				Semanal				
		2001	2002	2003	sep-04	dic-04	mar-05	jun-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	17-jun	24-jun	01-jul	Última ²
Tipos interés corto plazo																
	Tipo intervención BCE	3,2	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,00	2,00	2,00	2,00
	Fondos de la Fed	1,7	1,1	1,4	1,5	2,0	2,5	2,9	2,8	2,8	3,0	3,0	3,00	3,00	3,25	3,25
	Euribor 3 meses	3,3	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,10	2,09	2,09	2,09
	Dep. 3 meses EEUU	1,7	1,2	1,6	1,8	2,3	2,9	3,3	3,1	3,2	3,3	3,4	3,35	3,44	3,49	3,49
Tipos inter. largo plazo																
Zona euro	2 años	3,6	2,5	2,5	2,5	2,4	2,5	2,1	2,5	2,2	2,1	2,0	2,17	2,04	2,06	2,06
	5 años	4,2	3,3	3,3	3,4	3,1	3,0	2,6	3,1	2,8	2,6	2,5	2,66	2,50	2,51	2,52
	10 años	4,8	4,1	4,1	4,1	3,8	3,6	3,3	3,6	3,4	3,3	3,1	3,29	3,14	3,15	3,15
	30 años	5,2	4,8	4,7	4,7	4,4	4,1	3,8	4,1	3,9	3,8	3,7	3,78	3,64	3,65	3,66
EEUU	2 años	2,5	1,6	2,4	2,6	2,9	3,5	3,6	3,8	3,6	3,6	3,6	3,70	3,58	3,67	3,67
	5 años	3,7	2,9	3,4	3,5	3,5	4,0	3,8	4,2	3,9	3,7	3,7	3,86	3,69	3,74	3,74
	10 años	4,5	4,0	4,2	4,2	4,2	4,3	4,0	4,5	4,2	4,0	4,0	4,07	3,92	3,95	3,95
	30 años	5,3	4,9	5,0	5,0	4,9	4,7	4,4	4,8	4,5	4,3	4,2	4,36	4,22	4,21	4,21
Diferencial																
Dif. zona euro	3 m-30 a	194	255	265	261	228	200	170	201	183	171	157	168	155	157	157
	2 a-10 a	115	164	160	154	136	117	113	113	114	114	111	112	110	109	109
Dif. EEUU	3 m-30 a	352	374	338	321	254	180	107	169	135	102	85	102	79	73	73
	2 a-10 a	198	235	184	168	133	78	43	71	55	41	34	37	34	27	27
Dif. zona euro-EEUU	Int.	154	115	60	50	0	-50	-92	-75	-75	-100	-100	-100	-100	-125	-125
	2 a	107	82	5	-2	-45	-109	-148	-129	-140	-144	-160	-153	-154	-162	-161
	10 a	24	11	-20	-16	-42	-71	-78	-86	-81	-71	-83	-78	-78	-80	-79
Divisas																
	€/US\$	0,95	1,14	1,25	1,22	1,32	1,31	1,24	1,296	1,287	1,230	1,211	1,229	1,209	1,207	1,207
	€/¥	118	132	134	135	137	137	134	139	135	134	134	133	132	134	134
	US\$/¥	125	116	107	110	104	105	108	107	105	109	111	109	109	111	111

(1) Las cifras representan la media del periodo. (2) Última: 1 de julio de 2005.
Fuente: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

EEUU y zona euro – Curva de la deuda y diferenciales de 2a-10a



Fuente: Bloomberg.

RINCÓN MACRO: ¿QUÉ COMERCIALIZA ESPAÑA?

El sector exterior es uno de los principales problemas de la economía española. El déficit comercial ha crecido mucho en los últimos trimestres, con un deterioro rápido en el 1T05. El déficit acumulado de cuatro meses hasta abril era un 30% superior al del mismo periodo del año pasado. El déficit se explica por un incremento del 3,6% de las exportaciones frente a un aumento del 13,4% de las importaciones.

Las dos razones que explican este comportamiento negativo son: (1) la fuerte demanda interna española; y (2) unos datos de exportación débiles debido a la pérdida de competitividad. En este sentido, conviene analizar qué productos comercializa España y si las exportaciones seguirán creciendo a pesar de la subida de precios y costes laborales unitarios.

España importa principalmente bienes intermedios

Tras analizar la composición de las importaciones españolas en términos de productos, descubrimos que cerca del 60% de las importaciones son bienes intermedios. Entre ellos, los bienes no energéticos representan casi el 80% del total de bienes intermedios (lo que equivale a casi el 48% del total de las importaciones), mientras que los bienes intermedios energéticos representan el 20% (un 13% aproximado del total de las importaciones). Los bienes de capital tan sólo representan un 10% del total y los bienes de consumo suponen casi un 30%, con las importaciones de bienes no alimentación ganando terreno a las importaciones de productos de alimentación. Los bienes energéticos representan casi un 13% del total de las importaciones, mientras que los bienes industriales finales constituyen cerca del 34% de las importaciones totales.

España – Distribución de productos importados, 1990-2005

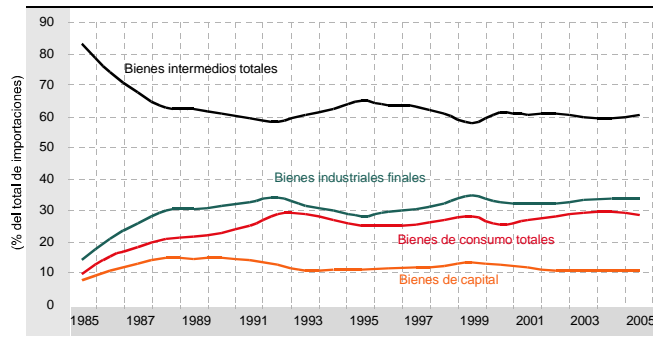
(% de import total)																Media							
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	-3 a	-6 a	-9 a	-12 a	-15 a	-18 a	-21 a
Total bienes intermedios	61,1	59,6	58,3	60,8	62,7	65,0	63,5	63,1	61,1	58,1	61,4	60,7	61,0	59,9	59,5	60,5	60,0	60,5	60,6	61,4	61,0	61,2	63,2
- Energéticos	11,6	10,9	10,1	10,7	9,5	8,3	9,2	9,1	6,5	6,7	12,1	11,2	10,8	10,5	11,2	12,9	11,5	11,5	10,1	9,8	10,0	10,3	12,2
- No energéticos	49,6	48,7	48,2	50,1	53,2	56,7	54,3	54,0	54,5	51,4	49,3	49,5	50,1	49,4	48,3	47,6	48,4	49,0	50,5	51,5	51,0	50,9	51,0
Bienes de capital	15,0	14,5	12,7	11,1	11,1	11,1	11,9	12,1	12,4	13,7	12,9	12,1	10,9	10,8	10,8	10,8	10,8	11,4	11,8	11,7	11,9	12,4	12,2
Total bienes de consumo	22,9	25,1	29,0	29,0	27,2	25,0	25,4	25,4	27,1	28,2	25,7	27,2	28,2	29,3	29,7	28,7	29,2	28,1	27,7	27,3	27,4	26,4	24,7
- Alimentación	6,1	6,8	7,5	7,9	8,0	7,8	7,1	6,9	6,9	6,5	5,8	6,6	6,5	6,7	6,4	5,4	6,2	6,2	6,4	6,7	6,9	6,7	6,4
- No alimentación	16,7	18,2	21,5	20,9	19,0	17,1	18,1	18,5	20,2	21,6	19,9	20,6	21,6	22,6	23,3	23,3	23,1	21,9	21,3	20,5	20,4	19,7	18,3
Bienes energéticos	11,7	11,0	10,2	11,1	9,6	8,4	9,3	9,2	6,6	6,8	12,2	11,3	10,9	10,5	11,3	13,0	11,6	11,6	10,2	9,9	10,1	10,4	12,3
Bienes no energéticos	88,3	89,0	89,8	88,9	90,4	91,6	90,7	90,8	93,4	93,2	87,8	88,7	89,1	89,5	88,7	87,0	88,4	88,4	89,8	90,1	89,9	89,6	87,7
B. industriales finales	31,6	32,6	34,1	31,6	30,0	28,2	29,9	30,5	32,5	35,2	32,6	32,6	32,4	33,4	34,0	34,0	33,8	33,2	33,0	32,1	32,2	32,0	30,4

Fuentes: Ministerio de Economía y Santander Investment Bolsa.

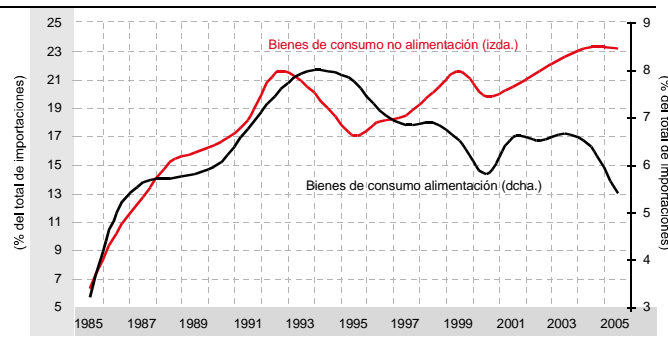
En cuanto al comportamiento de los diferentes tipos de bienes importados desde 1985, los comportamientos más interesantes son: (1) la progresiva reducción del peso de los bienes de capital; (2) la relativa estabilidad de la ponderación de los bienes intermedios; y (3) el incremento del peso de los bienes de consumo. Por último, comprobamos cómo las importaciones de los bienes industriales finales también han aumentado su ponderación en total de las importaciones.



España – Distribución de las importaciones, 1985-2005



Distribución de las importaciones de bienes de consumo, 1985-2005



Fuentes: Ministerio de Economía y Santander Investment Bolsa.

El descenso del peso de las importaciones de bienes de capital se explica por la escasa inversión empresarial en bienes de capital en los últimos años debido al mal comportamiento del sector industrial (no olvidemos que la economía española ha estado dirigida en los últimos años por el sector de la construcción y el consumo privado). La inversión en bienes de capital ha crecido desde el 2004 y, de seguir esto así, es posible que asistamos a un incremento del peso de las importaciones de bienes de capital en el porcentaje del total.

El otro lado de la moneda sería que el aumento registrado en las importaciones de bienes de consumo como porcentaje del total es coherente con el fuerte incremento del consumo privado en España en los últimos años. Además, como muestran los gráficos, se ha producido un claro aumento de las importaciones de bienes no alimentación frente a los productos alimentarios. Si hay una desaceleración en el consumo privado, también se reflejará en estos datos.

Deterioro de las exportaciones de bienes de consumo y bienes de capital

Los bienes intermedios representan el mayor peso en el total de las exportaciones —52%—. Sin embargo, frente a este porcentaje, las importaciones de bienes intermedios suponen un 60%. Esta diferencia entre lo que exportamos y lo que importamos se incrementa cuando hablamos de bienes intermedios energéticos y no energéticos: el peso de los bienes intermedios no energéticos es mucho mayor. Las exportaciones de bienes de capital suponen casi un 8,5% del porcentaje total y las de bienes de consumo ascienden a un 40% del total, pero si las comparamos con las importaciones, exportamos más bienes de consumo alimentación que bienes de consumo no alimentación. Prácticamente el grueso de las exportaciones españolas son bienes no energéticos, y tan sólo un 35% son bienes industriales finales.

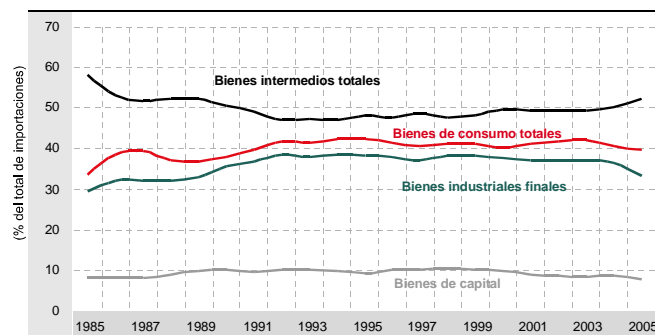
España – Distribución de las exportaciones, 1990-2005

(% de import total)																	Media						
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	-3 a	-6 a	-9 a	-12 a	-15 a	-18 a	-21 a
Total bienes intermedios	50,7	49,3	47,2	47,3	47,1	48,3	47,8	48,5	47,7	48,2	49,9	49,5	49,5	49,4	50,4	52,3	50,7	50,2	49,5	49,0	48,8	49,3	50,1
- Energía	4,1	4,0	2,5	2,4	1,7	1,3	2,4	2,4	2,0	1,9	3,0	2,3	1,9	2,6	3,0	2,9	2,8	2,6	2,4	2,3	2,4	2,6	3,1
- No energía	46,6	45,3	44,7	45,0	45,4	47,0	45,5	46,1	45,7	46,3	46,8	47,2	47,5	46,8	47,4	49,4	47,9	47,5	47,0	46,8	46,4	46,7	47,0
B. de capital	10,2	9,6	10,4	10,4	9,9	9,4	10,2	10,3	10,6	10,4	9,8	9,0	8,7	8,4	8,9	7,9	8,4	8,8	9,4	9,5	9,6	9,6	9,4
Total b. de consumo	38,2	40,0	41,8	41,6	42,5	42,5	41,5	40,6	41,2	41,3	40,3	41,4	41,8	42,2	40,7	39,8	40,9	41,0	41,0	41,3	41,3	40,6	40,2
- Alimentación	12,0	12,1	13,2	13,6	13,4	13,3	13,4	13,7	13,2	13,0	11,9	12,7	13,0	13,1	12,4	13,9	13,1	12,8	13,0	13,1	13,1	13,0	13,1
- No alimentación	26,3	27,9	28,7	28,0	29,2	29,3	28,1	27,0	28,1	28,3	28,4	28,7	28,8	29,1	28,3	25,9	27,8	28,2	28,1	28,3	28,2	27,7	27,1
B. energéticos	4,7	4,5	2,8	2,8	2,1	1,6	2,6	2,6	2,2	2,2	3,5	2,8	2,3	2,9	3,6	3,3	3,3	3,1	2,8	2,6	2,8	3,1	3,6
B. no energéticos	95,3	95,5	97,2	97,2	97,9	98,4	97,4	97,4	97,8	97,8	96,5	97,2	97,7	97,1	96,4	96,7	96,7	96,9	97,2	97,4	97,2	96,9	96,4
B. industriales finales	35,9	36,9	38,7	37,9	38,7	38,4	38,0	37,1	38,5	38,4	37,7	37,3	37,2	37,2	36,6	33,4	35,8	36,6	37,1	37,4	37,5	36,9	36,1

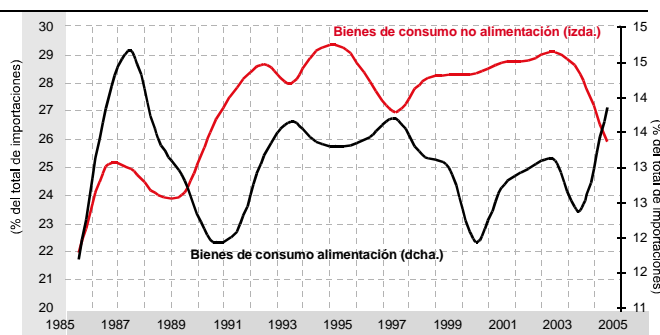
Fuentes: Ministerio de Economía y Santander Investment Bolsa.

Si nos fijamos en el comportamiento de las exportaciones desde 1985, las tendencias más notables son: (1) la reducción progresiva del peso de los bienes de capital; (2) el deterioro de las exportaciones de los bienes de consumo; y (3) la ausencia de exportaciones de bienes energéticos.

España – Distribución de exportaciones, 1985-2005



Distribución de exportaciones de bienes de consumo, 1985-2005



Fuentes: Ministerio de Economía y Santander Investment Bolsa.

Lo que demuestran estos datos es que la posición industrial de España no permite mayores tasas de exportación de bienes de capital. La diferencia de precios ha provocado una pérdida de competitividad, que, unida a la ausencia de productos de alto valor añadido, dificultan que España mejore sus exportaciones de bienes de capital. Por otro lado, son estos mismos factores los que explican el aumento del peso de las exportaciones de bienes de consumo alimentación frente a bienes de consumo no alimentación.

Déficit comercial

Si analizamos la estructura de la balanza comercial en términos de bienes, encontramos que todos los componentes están en déficit. El mayor déficit como porcentaje del total lo presenta el componente de bienes intermedios. El déficit del componente de bienes de capital también es importante y los datos revelan que sigue creciendo. Resulta interesante observar la evolución del componente de bienes de consumo, que tradicionalmente ha tenido superávit y que ahora presenta déficit. El componente de alimentación presenta un claro superávit, lo que indica que el déficit en el componente se debe al segmento no alimentación. Recordemos que este segmento estaba en terreno positivo hasta 2001, pero ahora está en números rojos. Así mismo, parece que el deterioro proseguirá en el futuro.

España – Distribución de la balanza comercial, 1990-2005

(% de import total)																Media							
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	-3 a	-6 a	-9 a	-12 a	-15 a	-18 a	-21 a
Total bienes intermedios	80,2	79,0	80,0	106	131	135	150	155	130	92,1	95,8	95,9	98,7	92,7	83,0	78,1	50,7	50,2	49,5	49,0	48,8	49,3	50,1
- Energía	24,9	23,1	24,6	38,0	42,5	37,2	45,9	51,3	30,1	22,0	38,4	38,3	39,8	34,4	31,3	34,5	2,8	2,6	2,4	2,3	2,4	2,6	3,1
- No energía	55,3	55,8	55,4	68,9	89,1	98,5	104	103	100	70,1	57,4	57,6	58,9	58,3	51,7	43,6	47,9	47,5	47,0	46,8	46,4	46,7	47,0
B. de capital	23,6	23,4	17,2	13,7	14,6	18,3	19,4	23,8	21,1	24,3	21,4	21,2	17,8	18,1	15,2	16,9	8,4	8,8	9,4	9,5	9,6	9,6	9,4
Total b. de consumo	-4,9	-2,2	4,1	-14,8	-38,2	-48,8	-61,7	-71,0	-45,7	-16,1	-17,2	-17,1	-16,4	-10,8	1,8	4,9	40,9	41,0	41,0	41,3	41,3	40,6	40,2
- Alimentación	-4,7	-3,0	-3,7	-11,5	-16,1	-16,1	-27,6	-37,2	-25,5	-15,2	-12,2	-12,4	-14,8	-13,0	-8,9	-12,7	13,1	12,8	13,0	13,1	13,1	13,0	13,1
- No alimentación	-0,5	0,6	7,5	-4,0	-23,1	-33,8	-35,2	-34,9	-20,8	-1,1	-5,0	-4,7	-1,6	2,2	10,6	17,6	27,8	28,2	28,1	28,3	28,2	27,7	27,1
B. energéticos	24,2	22,7	24,4	38,3	41,7	36,6	45,1	50,6	29,2	21,6	37,5	37,3	39,2	33,7	30,2	33,9	3,3	3,1	2,8	2,6	2,8	3,1	3,6
B. no energéticos	0,0	0,0	0,0	0,0	58,3	63,4	54,9	49,4	70,8	78,4	62,5	62,7	60,8	66,3	69,8	66,1	96,7	96,9	97,2	97,4	97,2	96,9	96,4
B. industriales finales	23,8	24,4	24,9	9,4	-7,7	-14,9	-15,0	-10,3	1,2	23,7	17,2	17,5	16,7	21,0	27,0	35,2	35,8	36,6	37,1	37,4	37,5	36,9	36,1

Fuentes: Ministerio de Economía y Santander Investment Bolsa. Déficit (+), Superávit (-).



ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

Europa, Latinoamérica, Japón y EEUU – Estimaciones y previsiones, 2002-06P

PIB	2002	2003	2004	2005E	Cons.	2006P	Cons.
Alemania	0,1	-0,1	1,0	1,3	1,1	2,1	1,6
Francia	1,1	0,5	2,3	1,6	1,9	2,4	2,1
Italia	0,4	0,4	1,1	0,0	1,2	2,0	1,7
España	2,7	2,9	3,1	3,2	2,6	2,5	2,5
Portugal	0,4	-1,2	1,0	1,0	1,9	2,6	2,4
Euro-12	0,6	0,5	1,8	1,4	1,6	2,2	2,0
Reino Unido	1,8	2,2	4,9	–	2,5	–	2,4
Argentina	-10,9	8,8	9,0	4,7	6,7	4,5	4,1
Brasil	1,9	0,5	5,2	3,6	3,7	3,5	3,7
México	0,9	1,6	4,4	4,0	3,9	4,0	3,5
Japón	-0,3	2,5	2,9	–	1,1	–	1,8
EEUU	1,9	3,0	4,4	3,2	3,5	2,8	3,4

IPC	2002	2003	2004	2005E	Cons.	2006P	Cons.
Alemania	1,4	1,1	1,8	1,2	1,4	1,3	1,3
Francia	1,9	2,2	2,3	1,8	1,7	1,8	1,6
Italia	2,6	2,8	2,3	2,0	2,0	2,0	1,9
España	3,6	3,1	3,1	2,8	2,7	2,3	2,5
Portugal	3,6	3,3	2,5	0,5	2,3	2,2	2,3
Euro-12	2,3	2,1	2,1	1,7	1,8	1,7	1,7
Reino Unido	1,3	1,3	1,60	–	1,7	–	1,8
Argentina	41,0	3,7	6,1	9,0	9,3	6,0	7,1
Brasil	12,5	9,3	7,6	6,2	6,0	5,0	5,4
México	5,7	4,0	5,2	4,0	3,9	4,0	3,9
Japón	-1,0	-0,3	0,0	–	0,0	–	0,3
EEUU	1,6	2,3	2,7	2,2	2,4	2,3	2,2

Datos financieros*	2002	2003	2004	2005E	Cons.	2006P	Cons.
Tipos intervención							
Zona euro	2,75 (3,21)	2,00 (2,25)	2,00 (2,00)	2,25 (2,06)	2,75	3,25 (2,88)	3,50
EEUU	1,25 (1,67)	1,00 (1,10)	2,25 (1,40)	3,50 (2,63)	3,50	4,25 (4,13)	–
Tipos 3 meses							
Zona euro	2,86 (3,26)	2,11 (2,26)	2,13 (2,08)	2,50 (2,23)	2,40	3,65 (3,18)	3,02
EEUU	1,29 (1,72)	1,09 (1,14)	2,52 (1,56)	3,74 (2,93)	3,50	4,05 (4,15)	–
Bono 2 años							
Zona euro	2,72 (3,62)	2,61 (2,46)	2,48 (2,48)	3,25 (2,83)	–	4,35 (3,93)	–
EEUU	1,60 (2,55)	1,82 (1,64)	3,06 (2,36)	4,50 (3,59)	–	3,75 (3,99)	–
Bono 10 años							
Zona euro	4,20 (4,77)	4,29 (4,09)	3,68 (4,06)	4,20 (4,05)	4,09	4,90 (4,60)	4,50
EEUU	3,82 (4,53)	4,25 (3,99)	4,22 (4,25)	5,15 (4,60)	5,10	5,00 (4,18)	5,50
Tipo de cambio							
Euro-dólar	1,05 (0,95)	1,26 (1,14)	1,36 (1,24)	1,23 (1,22)	1,339	1,15 (1,18)	1,336

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

Fuentes: Consensus Forecasts (mayo de 2005), Eurozone Barometer (mayo de 2005) y previsiones y estimaciones de Santander Investment Securities y previsiones y estimaciones de Santander Investment Bolsa.

APÉNDICE 1

Resumen de indicadores de la zona euro, 2003-mayo 2005

PIB y sus componentes	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas					
	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	4T03	1T04	2T04	3T04	4T04	1T05
Consumo privado	0,9	1,1	1,2	1,1	1,0	1,6	1,3	0,4	2,1	0,4	1,3	2,5	1,1
Gasto público	2,6	1,3	2,6	2,7	2,9	2,1	1,6	4,4	1,1	2,8	3,5	1,0	-0,7
F. B. capital fijo	-2,3	0,4	1,4	1,6	1,8	1,2	1,0	5,7	-1,9	1,7	1,9	3,1	-2,8
Var. existencias (contrib.)	0,0	-0,4	-0,1	-0,2	0,7	0,1	0,2	1,4	-0,3	0,2	1,3	-0,7	0
Demanda interna	0,3	1,4	1,7	1,4	2,3	1,7	1,5	3,8	0,7	1,3	3,3	1,6	-0,2
Exportaciones	2,1	0,6	5,7	7,8	6,2	5,5	4,2	3,6	6,1	11,3	3,9	1,0	0,9
Importaciones	0,5	2,5	5,8	6,3	7,8	6,4	4,8	9,0	1,3	11,2	9,8	3,6	-4,4
Aportac. sector Exterior	0,6	-0,7	0,1	0,7	-0,5	-0,2	-0,2	-1,9	1,9	0,3	-2,1	-1,0	2,2
PIB	1,0	0,7	1,7	2,1	1,8	1,5	1,3	1,9	2,6	1,7	1,1	0,6	2,0
PIB nom. (€ mds)	7139,2	7334,0	7598,1										
Indicadores de actividad	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Producción industrial (IPI)	-0,3	0,2	2,2	3,2	2,9	1,2	0,0	2,4	3,2	-0,9	-2,1	0,4	-
-sin construcción	-0,5	0,3	2,0	3,0	2,8	1,1	0,9	1,2	2,4	0,5	0,1	0,9	-
Producción manufacturera	-0,8	0,0	1,9	3,1	2,8	0,8	0,9	0,8	2,9	0,4	-0,4	1,7	-
Ventas al por menor	0,1	0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,6	0,5	-0,6	0,9	1,4	-0,9	-
Nuevas matriculaciones	-2,4	-1,2	1,7	3,1	-1,1	2,6	-1,0	3,4	3,7	-3,0	-3,5	3,8	-
Utilización capacidad prod.	81,2	81,1	81,6	81,1	82,0	82,1	81,9						
Indicadores de confianza	Media anual			Media trimestral				Índice					
	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Clima económico	94,4	93,4	100,0	99,9	100,6	100,9	99,0	100,2	100,8	98,8	97,5	96,5	96,1
Clima empresarial	-0,53	-0,43	0,33	0,34	0,53	0,46	0,18	0,44	0,41	0,21	-0,09	-0,28	-0,37
Confianza industria	-11	-11	-5	-5	-4	-3	-6	-4	-5	-6	-8	-9	-11
Confianza construcción	-19	-20	-16	-16	-15	-14	-13	-13	-13	-14	-13	-14	-13
Confianza comercio minorista	-17	-11	-8	-8	-8	-8	-8	-7	-6	-8	-10	-8	-8
Confianza servicios	1	2	12	12	12	11	11	10	13	10	9	8	10
Confianza consumidores	-11	-18	-14	-14	-14	-13	-13	-13	-13	-13	-14	-13	-15
PMI	48	50	49	52,8	54,4	53,9	51,4	51,4	51,9	51,9	50,4	49,2	48,7
- Producción	49	52	51	53,9	56,0	55,9	52,3	52,4	53,3	53,4	51,6	50,3	50,0
- Nuevos pedidos	47	51	50	55,0	56,1	55,2	51,3	51,6	52,9	52,8	50,4	48,2	48,5
- Empleo	49	47	47	48,4	48,9	49,5	48,4	48,3	48,1	49,3	48,8	47,6	47,5
- Existencias	47	46	46	46,9	48,4	49,2	49,5	50,1	49,4	49,6	48,5	48,1	46,7
- Tiempos de entrega proveedores	53	50	50	45,0	40,4	43,1	44,6	45,4	46,1	47,5	48,3	49,2	50,0
- Precios	48	52	52	59,8	70,7	69,4	72,8	69,9	69,1	64,8	59,8	57,2	50,7
Precios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
IPC	2,3	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3	2,0	0,3	-0,6	0,3	0,8	0,4	0,2
Infl. subyacente	2,4	1,8	1,8	1,9	1,8	1,8	1,5	0,5	-1,0	0,2	0,7	0,3	0,3
PPI (excl. construcción)	-0,1	1,4	2,3	2,0	3,1	3,8	4,1	-0,2	0,7	0,4	0,7	0,4	-
Deflactor PIB	2,5	2,0	1,8	2,1	1,6	1,8	1,9						
Deflactor de la demanda interna	2,1	1,7	1,9	2,1	2,0	2,3	2,4						
Costes y salarios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Coste laboral unitario	2,2	2,1	0,9	0,8	0,5	1,2	-						
Remuneración asalariado	2,6	2,4	2,1	2,4	1,7	1,9	-						
Productividad	0,4	0,4	1,2	1,6	1,2	0,7	-						
Mercado de trabajo	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Tasa de desempleo	8,3	8,7	8,9	8,9	8,8	8,8	8,9	8,8	8,8	8,9	8,9	8,9	-
Sec. monetario y financiero	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
M3	6,6	6,4	6,3	5,2	6,0	6,3	6,5	0,7	0,6	0,5	0,3	0,7	0,8
M3 Media móvil 3m	7,1	7,0	6,5	5,2	5,8	6,5	6,6	6,5	6,7	6,6	6,6	6,9	-
Préstamos al sector privado	4,0	4,7	6,4	5,5	5,8	6,4	7,0	0,6	0,5	0,3	0,7	0,6	0,9
Datos financ. (tasas inter.)	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Tipo efectivo €	3,0	11,4	4,0	1,2	2,7	3,7	0,8	3,3	0,3	-0,3	2,4	3,3	1,5
Tipo efectivo real € (CPI)	4,0	12,6	4,1	1,7	2,7	3,3	1,0	2,9	0,5	-0,1	2,6	3,4	1,7
Tipo efectivo real € (PPI)	3,9	11,2	3,1	0,5	2,2	2,5	0,7	2,2	0,1	-0,3	2,2	3,1	1,4
Tipo efectivo real € (ULC)	2,8	12,8	3,8	1,0	1,6	2,5	-						
Sector exterior	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Saldo cta. corriente (% PIB)	0,9	0,3	0,6	0,2	0,6	0,7	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
€ Mds	65	20	45	47	45	45	34	45	36	39	34	24	-
Cuentas públicas (% PIB)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Total recursos	47,1	47,7	46,9	46,5	47,3	47,6	47,1	47,6	47,2	46,4	45,8	45,9	45,4
Total empleos	52	53,1	52,1	51,6	51,6	50,2	49,3	48,9	48,1	48,2	48,3	48,8	48,2
Déficit/Superávit	-5,0	-5,9	-5,2	-5,1	-4,3	-2,6	-2,3	-1,3	-0,9	-1,8	-2,5	-2,8	-2,7

Fuentes: Bloomberg, Datastream, Reuters y Santander Investment Bolsa.



APÉNDICE 2

ESTADOS UNIDOS: Indicadores, 2003-mayo 2005

PIB y sus componentes	2002	2003	Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas			
			2T04	3T04	4T04	1T05	2T04	3T04	4T04	1T05
Consumo privado	3,3	3,8	3,6	3,6	3,8	3,6	1,6	5,1	4,2	3,6
Gasto e inv. públicos	2,8	2,0	1,6	1,8	1,6	1,0	2,2	0,7	0,8	0,2
Inversión privada	4,4	13,2	16,8	11,7	11,6	11,2	19,0	2,4	13,3	10,9
- Equipo	6,4	13,6	13,9	12,9	14,5	14,0	14,2	17,5	18,4	6,1
- Construcción	3,7	7,0	9,3	5,9	4,5	6,0	13,5	0,8	3,0	7,2
Demanda interna	3,4	4,8	5,1	4,5	4,6	4,3	4,2	3,9	5,0	4,1
Exportaciones	1,9	8,6	10,8	9,4	5,9	6,3	7,3	6,0	3,2	8,9
Importaciones	4,4	9,9	10,7	11,1	9,8	9,5	12,6	4,6	11,4	9,6
PIB	3,0	4,4	4,8	4,0	3,9	3,7	3,3	4,0	3,8	3,8
PIB nominal (M.M. \$)	11004	11735								
Actividad general	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Indicador adelantado	4,2	2,4	1,2	0,1	1,2	0,7	0,5	-0,9	-1,0	-1,9
Indicador coincidente	2,7	2,6	3,0	2,6	3,6	2,9	2,8	2,3	2,2	2,1
Ratio existencias/Ventas	1,23	1,24	1,23	1,25	1,23	1,23	1,26	1,25	1,24	-
Producción industrial	4,9	4,6	4,3	3,8	4,4	4,0	3,4	3,9	3,0	2,7
Utilización capacidad (1)	77,8	78,0	79,3	79,4	79,3	79,1	79,4	79,4	79,1	79,4
Índice ISM	27,2	10,5	-4,8	-10,8	-7,7	-10,2	-11,0	-11,4	-14,5	-17,9
Índice ISM (1)	61,2	59,1	57,3	55,2	57,3	56,4	55,3	55,2	53,3	51,4
Consumo privado	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Ganancia real por hora	-0,6	-0,4	-0,8	-0,4	-0,7	-0,4	-0,4	-0,5	-1,0	-0,2
Ventas al por menor	7,4	6,3	8,3	7,3	8,9	8,0	8,0	6,0	8,9	6,4
-sin autos	9,0	7,6	8,9	7,9	8,9	8,2	8,7	6,8	8,8	7,4
Gastos de consumo	3,6	3,6	3,8	3,6	3,9	3,5	3,5	3,8	4,1	3,4
Confianza consumidores (1)	102,8	96,7	102,7	103,0	102,7	105,1	104,4	103,0	97,5	103,1
Expectativas consumidor (1)	100,8	97,7	100,7	93,7	100,7	100,4	96,1	93,7	86,7	93,4
Tasa de ahorro familiar (1)	1,5	0,5	3,7	0,6	3,7	1,1	1,0	0,6	0,5	0,6
Crédito al consumo	4,1	4,1	4,5	4,3	4,5	4,2	4,5	4,3	4,2	-
Inversión en equipo	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Nuevos pedidos	13,1	11,7	10,3	8,3	10,2	11,1	9,3	4,7	6,8	-
-ex autos	14,2	12,4	12,0	10,6	11,7	11,9	11,9	8,2	8,3	-
Pedidos b. capital sin def. y aviones	12,3	12,1	11,4	11,9	10,6	14,0	12,9	8,9	8,9	12,2
ISM: Producción	25,5	6,5	-12,3	-14,4	-17,7	-16,2	-12,8	-14,1	-14,7	-15,7
ISM: Nuevos pedidos	24,8	2,7	-10,6	-15,9	-8,4	-18,4	-16,7	-12,6	-18,4	-19,1
Benef. después de impuestos	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04	3T04	4T04	1T05
	31,8	14,3	6,7	9,8	14,7	17,2	19,5	5,8	6,8	36,6
Construcción	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Viviendas iniciadas	9,7	4,5	-3,1	8,0	-0,3	13,5	20,3	-8,7	1,9	1,8
Ventas nuevas viviendas	10,0	-0,4	10,8	4,1	10,5	3,4	7,7	1,5	9,4	4,4
Gastos de construcción	10,2	9,6	8,6	9,9	9,3	10,1	10,8	9,0	8,2	-
Permisos de construcción	12,7	6,9	5,9	4,0	4,7	8,8	5,5	-2,1	3,8	-3,2
Empleo y salarios	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Población activa	0,3	0,8	0,8	1,0	1,0	0,8	1,1	1,0	1,3	1,4
Empleo total	0,9	1,5	1,3	1,4	1,3	1,3	1,3	1,5	1,8	1,9
Tasa de paro (% pob. activa) (1)	5,6	5,4	5,4	5,2	5,4	5,2	5,4	5,2	5,2	5,1
Duración media paro (sem.) (1)	19,8	19,6	19,3	19,5	19,3	19,3	19,1	19,5	19,6	18,8
Jornada media laboral (horas) (1)	33,6	33,8	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7	33,8	33,8
Ganancia media por hora	2,1	2,2	2,5	2,6	2,6	2,7	2,6	2,6	2,7	2,6
Coste del empleo total	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04	3T04	4T04	1T05
	3,5	3,9	3,8	4,0	4,0	3,9	4,0	3,9	3,9	3,4
Precios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Inflación	2,9	2,7	3,3	3,0	3,3	3,0	3,0	3,2	3,5	2,8
Inflación subyacente	1,8	1,8	2,1	2,3	2,2	2,3	2,4	2,4	2,2	2,2
Precios producción	4,2	3,5	4,6	4,6	4,2	4,1	4,8	4,9	4,8	3,5
P. producc sin energía y alim.	1,5	1,6	2,0	2,7	2,3	2,6	2,8	2,6	2,6	2,6
Precios importación	5,7	7,0	8,5	6,5	6,7	5,7	6,1	7,6	8,7	5,7
Precios exportación	4,2	4,2	4,2	3,6	4,0	4,0	3,4	3,3	3,2	2,7
Sector exterior	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Saldo B. bienes y servicios (4)	-538,0	-573,0	-618,0	-650,0	-618	-630	-644	-650	-659	-
Saldo B. bienes y servicios (4) % PIB	-4,6	-4,8	-5,1	-5,3						
Saldo Balanza comercial (4)	-624,6	-660,7	-706,7	-744,6	-707	-721	-737	-745	-755	-
Saldo Balanza comercial (4) % PIB	-5,4	-5,6	-5,9	-6,1						
Tipo cambio efectivo nominal	-5,9	-7,1	-6,3	-4,4	-6,7	-3,8	-3,4	-6,1	-5,3	-6,0
Política económica	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Oferta monetaria (M2)	4,7	3,7	5,2	5,3	5,7	5,7	5,2	4,9	4,2	3,2
Tipo fondos federales (1)	1,03	1,62	2,16	2,63	2,16	2,29	2,50	2,63	2,78	3,00
Ingresos federales (3)	550	479	487	452	216	202	101	149	278	153
Gastos federales (3)	576	565	605	628	219	194	215	220	220	188
Déficit público federal (3)	-26	-86	-118	-177	-3	9	-114	-71	58	-35

(1) Series en niveles. (3) Variación acumulada en año fiscal, miles de millones de dólares. (4) Acumulado de los 12 últimos meses, en miles de millones de dólares. Fuente: Datastream.

Delegaciones internacionales

Madrid

Tel: 34-91-257-2309
Fax: 34-91-257-1811

Lisboa

Tel: 351-21-389-3400
Fax: 351-21-389-3682

Londres

Tel: 44-207-332-6900
Fax: 44-207-332-6909

Nueva York

Tel: 212-692-2550
Fax: 212-407-4540

Bogotá

Tel: 571-644-8006
Fax: 571-592-0638

Buenos Aires

Tel: 54114-341-1052
Fax: 54114-341-1226

Caracas

Tel: 582-401-4306
Fax: 582-401-4219

Lima

Tel: 511-215-8100
Fax: 511-215-8185

México

Tel: 5255-5629-5040
Fax: 5255-5629-5846

Santiago

Tel: 562-336-3300
Fax: 562-697-3869

São Paulo

Tel: 5511-5538-8226
Fax: 5511-5538-8407

Tokio

Tel: 813-3211-0356
Fax: 813-3211-0362

Clave de recomendaciones**Comprar**

Potencial alcista superior al 15%.

Mantener

Potencial alcista del 10%-15%.

Infraponderar

Potencial alcista inferior al 10%.

Nota: la nueva clave de recomendaciones se aplicó el 1 de enero de 2005. Los precios objetivo fijados de enero a junio son para el 31 de diciembre del año actual; los precios objetivo fijados de julio a diciembre.

El presente informe ha sido preparado por Santander Investment Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. ("Santander Investment Bolsa") y se facilita sólo a efectos informativos. Bajo ninguna circunstancia deberá usarse ni considerarse como una oferta de venta ni como una solicitud de una oferta de compra. Cualquier decisión de compra, por parte del receptor, debería adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre ese valor, y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV, disponible tanto en la CNMV y Sociedad Rectora del Mercado correspondiente, como a través de las entidades emisoras.

Queda prohibida la distribución del presente informe en los Estados Unidos, el Reino Unido, Japón y Canadá. El presente informe no puede entregarse a clientes privados.

La información que incluye el presente informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye el presente informe no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Todas las opiniones y las estimaciones que figuran en el presente informe constituyen nuestra opinión en la fecha del mismo y pueden ser modificados sin previo aviso. Grupo Santander, sus sociedades filiales y cualquiera de sus oficinas o consejeros podrán en cada momento tener una posición o estar de otro modo interesados en valores de compañías que, directa o indirectamente, sean objeto del presente informe.

Grupo Santander o sus sociedades filiales podrán prestar ocasionalmente servicios de banca de inversión o de otro tipo, o solicitar operaciones y proponer negocios a cualquier compañía incluida en el presente informe. Grupo Santander, sus sociedades filiales o cualquier otra persona no aceptan ningún tipo de responsabilidad por pérdidas directas o potenciales que se deban al uso del presente informe o del contenido del mismo. El presente informe no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por ningún receptor del mismo por ningún motivo.

© Santander Investment Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. 2005. Reservados todos los derechos.

