

THE IBERIAN MACRO OBSERVER

Presupuestos Optimistas para 2005

Jesús Gómez

(34) 91-289-3315

jegomez@gruposantander.com

Cristina Bergón

(34) 91-289-3307

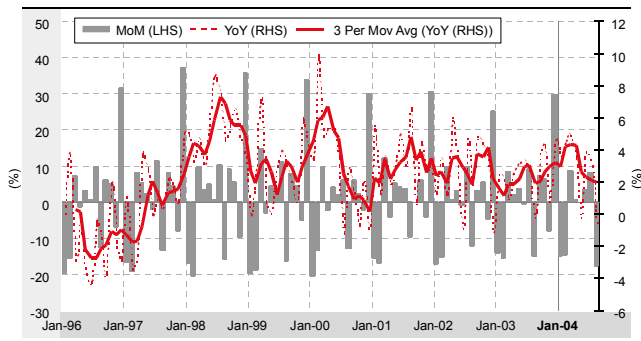
cbergon@gruposantander.com

Antonio Espasa

(34) 91-289-3313

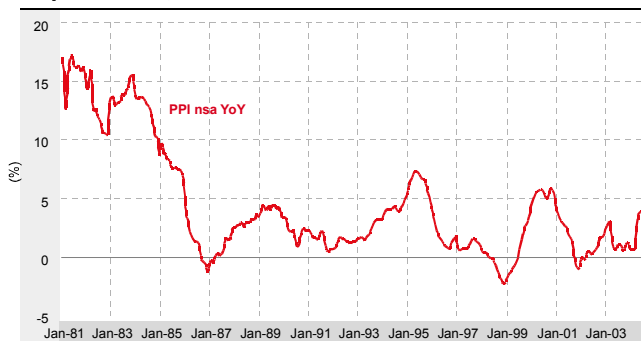
aespasa@gruposantander.com

España – Ventas al por menor reales, 1996-2004.



Fuentes: Bloomberg y SCH Bolsa.

España - PPI, 1981-2004



Fuentes: Bloomberg y SCH Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) Pedidos de fábrica tendrían un comportamiento modesto en agosto
- (2) El ISM servicios subiría ligeramente en septiembre
- (3) La tasa de desempleo debería mantenerse plana en el 5,4% en septiembre
- (4) Previsión de 150.000 nuevos puestos de trabajo en septiembre
- (5) Los inventarios al por mayor crecerían un 0,7% en agosto

En la zona euro:

- (1) Los índices PMI servicios de la zona euro bajarían en septiembre
- (2) Los pedidos de fábrica en Alemania caerían en agosto tras el fuerte dato de julio
- (3) El BCE mantiene los tipos de interés sin cambios
- (4) Posible disminución del superávit de la balanza comercial en Alemania
- (5) La producción industrial alemana podría retroceder en agosto

■ **Últimas dos semanas en España:** el FMI revisaba a la baja el crecimiento del PIB español para 2004 y 2005. Mantenemos nuestra previsión del 2,5% en ambos casos. Las tarifas energéticas disparan los precios de producción. Las ventas al por menor son débiles en agosto. Presentación de los presupuestos para 2005P.

■ **La semana en EEUU:** previsión de fuerte crecimiento del PIB en el 3T04 (por encima del 4,0% intertrimestral anualizado). Debilidad de la confianza del consumidor en septiembre dada la situación del mercado laboral. Los datos de construcción han sido fuertes. El PIB del 2T04 se revisaba al alza hasta 3,3% intertrimestral anualizado. Los ingresos crecen sustancialmente, y el gasto personal apunta a un consumo privado superior al 4,0% en el 3T04E. El índice ISM mantiene un tono positivo.

■ **La semana en la zona euro:** las cosas van aclarándose: menor crecimiento del PIB y menor inflación en el futuro. Los índices PMI y CE caían en septiembre, en línea con el IFO y los datos de confianza empresarial en Italia, que también apuntan a la baja. En Francia y Alemania, la confianza del consumidor es positiva, lo que podría apuntar a la recuperación de la demanda interna en los próximos trimestres. Los datos preliminares del IPC de septiembre caían hasta el 2,2%.

■ El gobierno español presentó los presupuestos para 2005 la semana pasada. Según el presupuesto presentado, el gasto social representa el 50% del gasto total, y del 50% restante habrá un incremento notable del gasto en I+D. El gobierno estima un importante crecimiento de los ingresos, que le permitirá cerrar 2005P con un superávit público del 0,1% del PIB. Todas estas estimaciones se basan en un escenario económico optimista, que incluye un incremento del PIB en 2005 del 3,0%.

LA SEMANA PASADA

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
27 Sep LUNES	9:30	Italia	Confianza de los distribuidores	Jul/Ago	97,5/101,2	-/-	101,2/95,8
	9:30	Italia	Informe del sector servicios	Jul/Ago	10/14	-/-	14/7
	9:30	España	Precios de producción (m/a)	Ago	0,3/4,1	-/-	0,6/4,4
	10:00	Zona euro	M3 (media móvil 3 meses/a)	Jul/Ago	5,2/5,5	2,4/5,5	5,4/5,5
	10:00	Alemania	Índice IFO	Sep	95,3	95,2	95,2
	10:00	Alemania	IFO Condiciones actuales	Sep	94,7	94,9	94,8
	10:00	Alemania	IFO Expectativas	Sep	95,9	95,5	95,7
16:00	EEUU	Venta de viviendas nuevas	Ago	1,08 mn	1,15 mn	1,18 mn	
28 Sep MARTES		Alemania	Confianza del consumidor (Gfk)	-	-	-	-
	8:45	Francia	Viviend. iniciadas/permisos(med. móv. 3 m./a)	Ago	11,2/19,4	-/-	13,0/27,0
	8:50	Francia	Precios de producción (m/a)	Ago	0,5/2,6	0,5/2,5	0,5/2,8
	9:30	Italia	Tasa de desempleo	Jun	8,2	-	8,1
16:00	EEUU	Confianza del consumidor del Conference Board	Sep	98,7r	100,0	96,8	
29 Sep MIÉRCOLES		EEUU	ABC Confianza del consumidor	Sep 26	-9	-	-9
	9:30	Italia	Balanza comercial (no UE)	Ago	1.279 mn R	-	992 mn
	12:30	Italia	IPC 13 ciudades (NIC incl. tabaco) (m/a)	Sep	0,2/2,3	0,2/2,3	0,0/2,1
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Sep 24	1,8	-	4,9
	14:30	EEUU	PIB	2T F	2,8	3,0	3,3
	14:30	EEUU	PIB Deflactor de precios	2T F	3,2	3,2	3,2
30 Sep JUEVES		España	Ventas al por menor (y)	Ago	3,0	-	-0,6
		España	Balanza comercial	July	-	-	28,9
	8:40	Francia	Confianza empresarial/Perspect. de producción	Sep	105,5/-	-/-	106,0/12
	8:45	Francia	Var. número de desempleados/tasa	Ago	-10.000/9,8	-5.000/9,8	32.000/9,9
	8:45	Francia	PIB (t/a)	2T F	0,8/1,7	0,8/3,0	0,7/2,8
	8:50	Francia	Indicador de confianza del consumidor	Sep	-	-21,0	-17,0
	9:30	Italia	Confianza empresarial	Sep	98,1 R	98,0	95,9
	9:30	Italia	IPC (NIC incl. tabaco) (m/a)	Sep P	0,2/2,3	-	0,0/2,1
	10:30	Italia	IPRI (m/a)	Ago	0,3/3,3	0,4/3,4	0,5/3,5
	11:00	Zona euro	EC Índice de confianza (sent. económico)	Sep	0,51 R/100,9 R	0,49/100,1	0,48/100,7
	11:00	Zona euro	Estimación del IPC (a)	Sep	2,3	2,2	2,2
	14:30	EEUU	Ingresos personales/Gastos	Ago	0,2/1,1 R	0,4/0,1	0,4/0,0
	14:30	EEUU	Gasto personal - Deflactor (general/suby.) (a)	Ago	0,4/1,5	-/-	2,1/1,4
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Sep 25	351.000 R	343.000	369.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	Sep 18	2,87 mn R	2,87 mn	2,87 mn
16:00	EEUU	Índice de oferta de empleo	Ago	37	38	37	
16:00	EEUU	Gestores de compras de Chicago	Sep	57,3	57,5	61,3	
1 Oct VIERNES		Alemania	Ventas al por menor (y)	Ago	-1,0/-0,9 R	-0,7/0,7	1,0/-0,4
		Italia	Déficit presupuestario (neto/acumulado)	Sep	4.200 mn/42.500 mn	-	-
	10:00	Zona euro	PMI Manufacturas	Sep	53,6	-	-
	12:00	France	Nuevas matriculaciones de coches (a)	Sep	2,8	-	-
	15:50	EEUU	Confianza del consumidor de la U. de Michigan	Sep F	57,3	57,5	-
	16:00	EEUU	Gasto en construcción	Ago	0,4	0,3	-
	16:00	EEUU	ISM Manufacturas	Sep	59,0	58,5	-
	16:00	EEUU	ISM Precios pagados	Sep	81,5	79,6	-
		EEUU	Ventas totales de vehículos	Sep	16,6 mn	16,7 mn	-
		EEUU	Ventas de vehículos nacionales	Sep	13,5 mn	13,4 mn	-

(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 Central Hispano Bolsa.

DESACELERACIÓN EN EL FUTURO

Las últimas dos semanas en la economía española: El FMI revisaba a la baja el crecimiento del PIB español para 2004 y 2005. Nosotros mantenemos nuestra previsión del 2,5% en ambos casos. Las tarifas energéticas disparan los precios de producción. Las ventas al por menor son débiles en agosto. Presentación de los presupuestos para 2005P, que incluyen un superávit del 0,1% frente al déficit del 1,81% en 2004E.



El FMI revisa el PIB español	El FMI revisaba a la baja el crecimiento del PIB español para 2004 y 2005. Para 2004, reduce el crecimiento del PIB desde el 2,9% anterior al 2,6%, y la previsión para 2005 la recorta desde el 3,3% anterior a 2,9%. Nosotros mantenemos nuestra previsión de un 2,5% para ambos casos.
Los precios de producción suben condicionados por la energía	En España los precios de producción subían 0,6% intermensual, 4,4% interanual en agosto. La subida fue mayor de lo previsto condicionada por los componentes vinculados a la energía: producción y distribución de energía (1,2% intermensual), precio de la energía (2,6% intermensual). Frente a ello, moderación de los precios de consumo (-0,2% intermensual).
Las ventas al por menor caen 0,6% interanual en agosto	Las ventas al por menor en España caían 0,6% interanual en agosto, arrastradas por alimentación (-3,6% interanual) frente al resto de componentes (+1,9% interanual). Creemos que estos datos apuntan a un consumo privado menor a corto plazo, especialmente en 2005P.
El superávit público del gobierno central de enero-agosto equivale al 0,06% del PIB	En los primeros ocho meses de 2004, España ha arrojado un superávit público de 436 mn €, equivalente al 0,06% del PIB. El superávit caía un 39% respecto al año pasado, cuando el gobierno central publicaba un superávit de 720 mn €, equivalente al 0,1% del PIB. El superávit público ha disminuido respecto a los meses anteriores, aunque el dato arrojado respecta prácticamente las expectativas. El déficit público total para este año podría rondar el 1,81% del PIB, tal como anunciaba el ministro de Economía, Pedro Solbes.
El déficit presupuestario español en el 1,81% del PIB en 2004	<p>El 21 de septiembre, el gobierno español anunciaba que el déficit público rondaría el 1,81% del PIB en 2004, un porcentaje mucho más alto que la previsión enviada a Bruselas hace unas semanas. Este incremento del déficit previsto se debe a que el nuevo gobierno socialista ha decidido incluir una serie de deudas en las cuentas que el gobierno anterior había dejado fuera (lo que eleva la previsión inicial del presupuesto para 2004). A principios de mes, España enviaba a Bruselas sus estimaciones con un superávit público para 2004 equivalente al 1,12% del PIB. Las nuevas previsiones incluyen: (1) un déficit de 632 mn € (772,1 mn US\$) para la cadena de televisión pública RTVE; (2) la garantía del Gobierno para un préstamo a Argentina. Cerca de 279 mn € de capital e intereses del préstamo para Argentina vencen este año y no es muy probable que se paguen; (3) el Estado asume la deuda de casi 5.460 mn € de RENFE; (4) se han añadido cerca de 2.500 mn € al déficit por la deuda que hay que devolver a Andalucía.</p> <p>Ante la inclusión por parte del nuevo gobierno de determinados gastos que el gobierno anterior había excluido del déficit público de 2004, es prácticamente imposible estimar cuáles serán los datos finales este año. Sin embargo, como señalaba el ministro de Economía, el incremento del déficit público de 2004 responde a extraordinarios —que no tendrían por qué repetirse en 2005—. Considerando que el superávit de la Seguridad Social ronda el 0,8% del PIB, estimamos que el déficit público en 2005P podría equivaler al 0,4%-1,0% del PIB.</p>
Debilidad de los datos de turismo en agosto en España	El número de turistas descendía un 0,8% interanual en agosto. El Secretario de Turismo y Comercio, Pedro Mejía, explicaba que estos datos reflejan la estabilidad del sector tras el retroceso del 0,7% en agosto de 2003. Sin embargo, el número de pernoctaciones crecía un 4,6% interanual en agosto. Es interesante observar que, según Mejía, los ingresos del turismo han sido planos respecto al año anterior. En nuestra opinión, la desaceleración del turismo este verano es evidente. Creemos que esta debilidad relativa en el sector del turismo se reflejará en los datos del PIB del 3T04E, que estimamos más débiles que los del 2T04.

La semana en EEUU: Previsión de fuerte crecimiento del PIB en el 3T04 (por encima del 4,0% intertrimestral anualizado). La confianza del consumidor se mostraba débil en septiembre dada la situación del mercado laboral. Los datos de construcción han sido fuertes. El PIB del 2T04 se revisaba al alza hasta 3,3% intertrimestral anualizado. Los ingresos crecen sustancialmente, y el gasto personal apunta a un consumo privado superior al 4,0% en el 3T04E. El índice ISM mantiene un tono positivo. .

La confianza del consumidor cae en septiembre desanimada por la situación del mercado laboral

La confianza del consumidor quedaba muy por debajo de lo previsto: 96,8 en septiembre, 98,7 en agosto. Este retroceso viene condicionado por el componente de situación actual, con un ligero avance del índice de expectativas. El Conference Board atribuye las caídas del índice, principalmente, al deterioro de la opinión de los consumidores sobre el mercado laboral. Compartimos esta opinión, puesto que los índices vinculados al empleo han caído significativamente en el mes. Además, creemos que estos datos de empleo y otros indicadores apuntan a un crecimiento del empleo cercano a 150.000-200.000 puestos de trabajo en los próximos meses. En cualquier caso, el consumo privado seguirá siendo fuerte en el 3T04.

Revisión al alza del PIB del 2T04

La publicación final del PIB del 2T04 arrojaba un incremento del 3,3% intertrimestral anualizado frente al 2,8% intertrimestral anualizado de la publicación preliminar. No hay cambios de los deflatores de precios, lo que insiste en la ausencia de presiones inflacionista. Las ventas finales domésticas del sector privado crecían un 3,7% intertrimestral anualizado, y las ventas finales domésticas lo hacían en un 3,5% intertrimestral anualizado.

Las revisiones más importantes las acusaban la inversión empresarial, los inventarios empresariales y el sector exterior neto. En general, esta revisión no modifica en gran medida el escenario del PIB a corto plazo. El efecto base en las tasas intertrimestrales es positivo para el PIB del 3T04E. Debería rondar el 4,0%. En cualquier caso, conviene ajustarse el cinturón para el 4T04P porque podría no superar el 3,0% intertrimestral anualizado.

Ingresos y gastos personales positivos, apuntan a un fuerte aumento del consumo privado en el 3T04E

Los ingresos personales subían sustancialmente, con avances importantes de los sueldos y salarios y una revisión al alza de los datos del mes anterior. La tasa de ahorro mejoraba ligeramente y creemos que lo seguirá haciendo en 2005. Este comportamiento de los ingresos coincide con una recuperación relativamente modesta del mercado laboral (150.000-200.000 puestos de trabajo). En cuanto al consumo privado, dado el fuerte avance de julio y el dato plano de agosto, el consumo privado podría crecer más del 4,0% intertrimestral anualizado en el 3T04.

Las solicitudes de empleo semanales no cumplían las expectativas, y el departamento del trabajo responsabilizaba a los huracanes de la situación. Creemos que las solicitudes de empleo semanales podrían rondar las 350.000. Además, el índice de ofertas de empleo de la Conference Board se mantenía plano en agosto, insistiendo en la “ausencia” de una fuerte creación de empleo.

El índice SM mantiene los niveles en septiembre

El ISM cumplía las expectativas, aunque insistimos en que el índice seguirá cayendo en los próximos meses, apuntando a un crecimiento menor del PIB en el 2S04 —en línea con nuestras previsiones de menor crecimiento del PIB y de la demanda final para los próximos trimestres, y de una reducción de la actividad industrial a escala mundial—. Además, el contraste entre el avance del nivel de inventarios y de la demanda (ventas) apunta a una desaceleración de la actividad industrial.

La semana en la zona euro: Las cosas van aclarándose: menor crecimiento del PIB y menor inflación en el futuro. Los índices PMI y CE caían en septiembre, en línea con el IFO y los datos de confianza empresarial en Italia, que también apuntan a la baja. En Francia y Alemania, la confianza del consumidor es positiva, lo que podría apuntar a la recuperación de la demanda interna en los próximos trimestres. Los datos preliminares del IPC de septiembre caían hasta el 2,2%.

- **Zona euro:** La **M3 Money Supply de la zona euro** crecía un 5,5% interanual en agosto, desde el 5,4% interanual del mes anterior. La tasa de crecimiento de los préstamos al sector privado caían ligeramente al 6,0% interanual desde 6,2% interanual. Recientemente, el BCE comentaba que el aumento de la M3, añadido a otros factores, podría provocar la primera subida de tipos de interés del nuevo ciclo de tipos. Nosotros no compartimos esta visión y creemos que la primera subida de tipos no llegará hasta el 1T05. El dato preliminar del **IPC de la zona euro** de septiembre apuntaba a una desaceleración del IPC desde el 2,3% del mes anterior hasta el 2,2%. El retroceso podría llegar al 2,0% en los próximos meses.



El PMI manufacturero de la zona euro caía más de lo esperado en septiembre. Los países más grandes registraban caídas notables, especialmente Alemania e Italia. Tan sólo Francia conseguía mantener el mismo nivel de PMI que en el mes anterior. Estos retrocesos de los índices PMI son paralelos a nuestra previsión de una desaceleración del crecimiento del PIB en el 4T04E-1T05P.

Índices de la Comisión Europea: el índice de sentimiento retrocedía en septiembre en la zona euro, insistiendo en una desaceleración del crecimiento del PIB en el 4T04-1T05. La confianza industrial y del consumidor subía, mientras que servicios, distribución y construcción caían.

- **Alemania: La confianza del consumidor** tenía un comportamiento positivo en octubre. Según el Gfk, la confianza del consumidor se estabilizará en líneas generales a principios de otoño, aunque mantendrá niveles modestos. Asimismo, apuntaba que las familias son menos pesimistas sobre los ingresos futuros, dado que ya no se escuchan quejas sobre los planes de recorte del Estado del Bienestar. Esperamos un consumo privado positivo en el 2S04, pero somos más negativos para 2005P, con una previsión del consumo privado cercana al 1,0%:

En este sentido, el dato real de las ventas al por menor de agosto incluía un aumento del 1,1% intermensual, -0,9% interanual. Pese al comportamiento positivo, la fuerte revisión del dato del mes anterior modifica por completo el 3T04. El dato de julio se revisaba a la baja, desde +0,9% intermensual a -1,0% intermensual. Así las cosas, las ventas al por menor crecerían escasamente en el 3T04 —y no por encima del 6,0% intertrimestral anualizado— Por lo tanto, todavía confiamos en una evolución positiva del consumo privado, aunque seguramente a un ritmo menor del previsto.

El índice IFO se mantenía prácticamente sin cambios en septiembre. En general, considerando la subida del precio del petróleo, la caída del mercado bursátil y la apreciación del euro, el índice IFO ha tenido un comportamiento positivo en el mes. El IFO decía no encontrar signos de crecimiento de la economía doméstica, mientras que la situación mejoraba en distribución y construcción, y empeoraba en manufacturas.

- **Francia: Los precios de producción** se disparaban en agosto (0,5% intermensual, 2,8% interanual), condicionados por la energía (1,9% intermensual), mientras que la tasa subyacente no subía más del 0,3% intermensual. **El PIB del 2T04** se revisaba a la baja hasta el 0,7% intertrimestral, desde 0,8% intertrimestral, con revisiones a la baja del consumo privado y la inversión empresarial. **La confianza empresarial** repetía mejora en septiembre, desde 105,5 a 106,0. Sin embargo, esperamos una desaceleración en el futuro. **La confianza del consumidor** también avanzaba notablemente en septiembre, tras tres meses consecutivos planos. Esta mejora coincide con el incremento de la **tasa de desempleo** hasta el 9,9% en agosto (9,8% en julio). No obstante, confiamos en la mejora del mercado laboral a corto plazo.
- **Italia: El dato preliminar del IPC** fue positivo en septiembre (0,0% intermensual, 2,1% interanual). Por el contrario, los **precios de producción** subían 0,5% intermensual, 3,5% interanual en agosto. La subida de los precios respondía al precio de la energía (1,4% intermensual). La tasa subyacente sólo subía 0,2% intermensual. Esperamos más bajadas del IPC en los próximos meses.

La tasa de desempleo caía ligeramente en el 2T04 hasta el 8,1% (8,2% en el 1T04). Este retroceso vino condicionado por el aumento del empleo (85.000) y el descenso del desempleo (-20.000). Los datos deberían animar el consumo privado. De hecho, la confianza del consumidor ha mejorado en los últimos meses, aunque desde niveles muy bajos. Por el contrario, **la confianza empresarial** caía en septiembre. Este dato llega tras dos meses de datos positivos. El ISAE explicó que la bajada no era más que una “corrección”.

ESTA SEMANA

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión
4-Oct LUNES	11:00	Zona euro	IPRI (m/a)	Ago	0,4/2,8	0,4/2,8
	11:00	Zona euro	Balanza comercial (m/a)	Ago	0,4/1,1	0,2/1,6
	16:00	EEUU	Pedidos de fábrica	Ago	1,3	0,2
5-Oct MARTES	9:00	España	Desempleo, neto (m)	Sep	13,2	-
		España	Producción industrial (no desest./ajust.) (a)	Ago	0,4/2,0	-
		Italia	Matriculaciones de coches nuevos (a)	Sep	-4,9	-
	9:55	Alemania	Var. del desempleo/tasa	Sep	24.000/10,6	10.000/10,6
	10:00	Zona euro	PMI Servicios	Sep	54,4	-
	11:00	Zona euro	Tasa de desempleo	Sep	9,0	9,0
6-Oct MIÉRCOLES	16:00	EEUU	ISM Servicios	Sep	58,2	59,0
	0:30	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Oct 3	-9,0	-
	10:00	Zona euro	PMI Distribución	Sep	49,7	-
	12:00	Alemania	Pedidos de fábrica (m/a)	Ago P	2,8/7,2	-0,5/7,0
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Oct 1	4,9	-
7-Oct JUEVES	8:45	Francia	Déficit presupuestario	Ago	-46.200 mn	-
	13:00	Reino Unido	El Banco de Inglaterra anuncia tipos de interés	Oct 7	4,75	4,75
	13:45	Zona euro	El BCE anuncia tipos de interés	Oct 7	2,0	2,0
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Oct 2	369.000	-
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	Sep 25	2873k	-
	21:00	EEUU	Crédito al consumo	Ago	10.900 mn	7.000 mn
8-Oct VIERNES	8:00	Alemania	Saldo de balanza por cuenta corriente	Ago	3.100 mn	3.800 mn
	8:00	Alemania	Balanza comercial	Ago	13.500 mn	12.000 mn
	8:00	Alemania	Importaciones (m)	Ago	5,7	-1,1
	8:00	Alemania	Exportaciones (m)	Ago	3,5	-0,5
	8:00	Alemania	Producción industrial (m/a)	Ago P	1,4/2,0	-0,3/4,1
	12:00		OCDE Indicadores adelantados	Ago	105,8	-
	14:30	EEUU	Tasa de desempleo	Sep	5,4	5,4
	14:30	EEUU	Salario medio por hora (m)	Sep	0,3	0,3
	14:30	EEUU	Var. del número de empleos no agrícolas	Sep	144.000	150.000
	14:30	EEUU	Var. del número de empleos de manufacturas	Sep	22.000	10.000
	14:30	EEUU	Jornada media semanal (horas)	Sep	33,8	33,8
	16:00	EEUU	Inventarios al por mayor	Ago	1,3	0,7

(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 Central Hispano Bolsa.

ASUNTOS A TENER EN CUENTA

En EEUU: (1) los pedidos de fábrica de agosto habrían de reflejar un comportamiento modesto; (2) el índice ISM servicios podría subir en septiembre, aunque los riesgos son a la baja; (3) la tasa de desempleo debería mantenerse sin cambios en el 5,4% en septiembre; (4) el empleo podría crecer en torno a 150.000 en septiembre y 150.000-200.000 los próximos meses; (5) los inventarios al por mayor podrían volver a crecer en agosto, y no descartamos nuevos incrementos en el 4T04E.

En la zona euro: (1) los índices PMI de la zona euro podrían retroceder en septiembre; (2) los pedidos de fábrica en Alemania podrían caer ligeramente en agosto, tras el fuerte dato de julio; (3) el BCE habría de mantener los tipos de interés en su próxima reunión, y no esperamos cambios hasta el 1T05P; (4) la balanza comercial de agosto en Alemania podría reflejar un superávit algo inferior al de julio, mientras que el sector exterior contribuiría negativamente al crecimiento del PIB; (5) en Alemania, la producción industrial se reduciría un 0,3% en agosto.



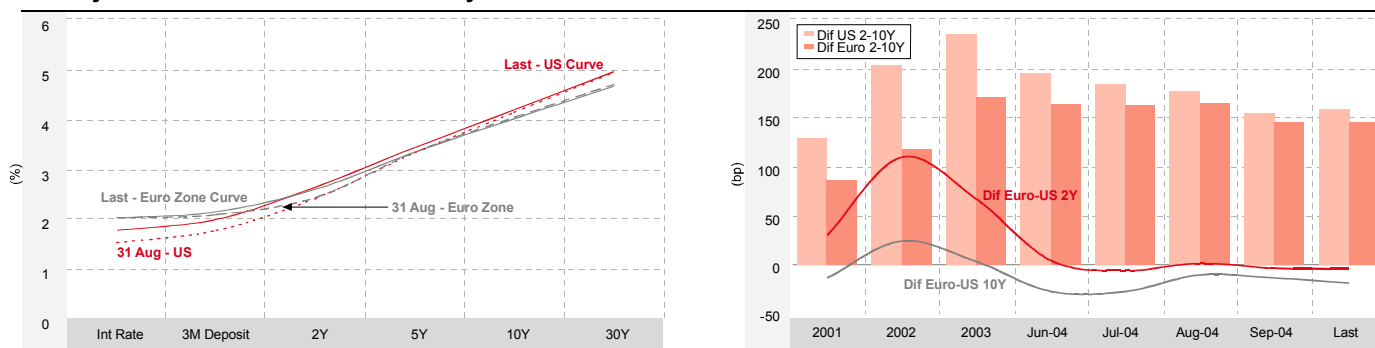
TIPOS Y DIVISAS

EEUU y zona euro – Tipos de interés y divisas

		Anual ¹			Trimestral ¹				Mensual				Semanal			
		2001	2002	2003	Sep-03	Dic-03	Mar-04	Jun-04	Jun-04	Jul-04	Ago-04	Sep-04	17-Sep	24-Sep	1-Oct	Última ²
Tipos interés corto plazo																
	Tipo intervención BCE	4,2	3,2	2,2	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	3,7	1,7	1,1	1,0	1,0	1,0	1,1	1,3	1,3	1,5	1,8	1,50	1,75	1,75	1,75
	Euribor 3 meses	4,1	3,3	2,2	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,09	2,09	2,13	2,13
	Dep. 3 meses EEUU	3,5	1,7	1,2	1,1	1,1	1,1	1,3	1,6	1,6	1,7	2,0	1,86	1,92	1,97	1,97
Tipos inter. largo plazo																
Zona euro	2 años	4,0	3,6	2,4	2,5	2,7	2,3	2,6	2,7	2,6	2,4	2,6	2,56	2,60	2,58	2,58
	5 años	4,4	4,2	3,3	3,3	3,6	3,2	3,5	3,6	3,5	3,3	3,3	3,37	3,31	3,32	3,32
	10 años	4,8	4,8	4,1	4,1	4,4	4,1	4,3	4,3	4,2	4,0	4,0	4,03	3,97	4,00	4,00
	30 años	5,4	5,2	4,8	4,9	5,0	4,8	4,9	4,9	4,8	4,7	4,6	4,66	4,60	4,65	4,65
EEUU	2 años	3,7	2,5	1,8	1,7	1,9	1,7	2,5	2,7	2,7	2,4	2,6	2,47	2,57	2,62	2,62
	5 años	4,4	3,7	3,1	3,2	3,3	3,0	3,7	3,8	3,7	3,3	3,4	3,33	3,32	3,42	3,42
	10 años	5,0	4,5	4,1	4,3	4,3	4,0	4,6	4,6	4,5	4,1	4,1	4,11	4,03	4,18	4,17
	30 años	5,5	5,3	5,0	5,2	5,1	4,9	5,3	5,3	5,2	4,9	4,9	4,91	4,80	4,94	4,94
Diferencial																
Dif. zona euro	3 m-30 a	128	195	267	279	289	283	287	282	273	262	251	257	250	252	252
	2 a-10 a	84	115	167	166	166	178	171	160	159	161	142	146	137	142	142
Dif. EEUU	3 m-30 a	191	354	380	407	401	380	399	371	355	318	291	305	288	297	297
	2 a-10 a	126	198	230	255	240	230	207	190	180	173	151	163	146	155	155
Dif. zona euro-EEUU	Int.	50	154	108	100	100	100	92	75	75	50	25	50	25	25	25
	2 a	29	107	66	74	82	61	6	5	-6	2	-3	9	3	-4	-4
	10 a	-13	24	4	-14	8	9	-30	-26	-26	-10	-13	-8	-6	-18	-18
Divisas																
	€/US\$	0,95	1,14	1,20	1,13	1,20	1,24	1,21	1,217	1,200	1,219	1,243	1,218	1,226	1,240	1,240
	€/¥	118	132	133	131	131	132	133	133	134	133	137	134	136	137	137
	US\$/¥	125	116	113	116	109	106	110	109	111	109	110	110	111	110	110

(1) Las cifras representan la media del periodo. (2) Última: 1 de octubre de 2004.
Fuente: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

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



Fuente: Bloomberg.

RINCÓN MACRO: PRESUPUESTOS 2005

El gobierno español presentaba esta semana los presupuestos para 2005. Tras el visto bueno del gobierno, los presupuestos tendrán que negociarse y ser aprobados por el Parlamento. Según el presupuesto presentado, el gasto social representa el 50% del gasto total, y del 50% restante habrá un incremento notable del gasto en I+D. El gobierno estima un importante crecimiento de los ingresos, que le permitirá cerrar el año con un superávit público del 0,1% del PIB. Todas estas estimaciones se basan en un escenario económico optimista, que incluye un incremento del PIB en 2005 del 3,0%.

Hipótesis macroeconómicas

El escenario macroeconómico que sirve de base a los presupuestos puede parecer optimista. El gobierno prevé un incremento del PIB español del 3,0% en 2005P, desde +2,8% en 2004E. En ambos años, el crecimiento vendría respaldado por la demanda interna, mientras que la contribución del sector exterior al crecimiento del PIB seguiría negativa. El gobierno prevé que una recuperación de la inversión en bienes de capital sustituya el fuerte comportamiento de la inversión en construcción, lo que contribuiría al objetivo clave del gobierno a medio plazo de incremento de la productividad.

Escenario macro en España – Propuesta de presupuestos 2005 frente a estimaciones SCH Bolsa

	2001	2002	2003	2004E		2005P	
				Gob	SCH	Gob	SCH
PIB	2.8	2.4	2.5	2.8	2.5	3.0	2.5
Consumo privado	2.9	2.9	2.9	3.2	3.2	3.2	2.5
Gasto público	3.6	4.5	3.9	4.0	4.2	3.5	3.4
Inversión total	3.3	1.4	3.2	3.3	4.0	4.0	3.6
Bienes de capital	0.4	-2.5	1.7	2.2	3.1	5.1	6.1
Construcción	5.8	4.8	4.3	4.2	3.8	3.2	1.7
Importaciones	4.0	3.1	4.8	6.9	8.1	7.3	7.5
Exportaciones	3.7	1.3	2.6	4.8	5.2	6.4	7.6
Sector exterior neto	-0.2	-0.6	-0.8	-0.9	-1.0	-0.6	-0.3
Demanda interna	3.0	2.9	3.3	3.5	3.3	3.4	2.7

Fuentes: Presupuestos 2005, Ministerio de Economía y Hacienda, y estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

Nosotros somos menos optimistas que el gobierno en lo que se refiere a la economía española en 2004E y 2005P, con unas estimaciones del +2,5% en ambos casos. En un entorno con elevados precios del petróleo, subidas de tipos de interés y desaceleración del sector de la construcción, no es previsible que la economía crezca más del 3,0% en 2005P. La principal diferencia entre las previsiones del gobierno y las nuestras se encuentran en los datos de inversión en construcción y de consumo. En ambos casos, nuestra previsión de crecimiento para 2005P es menor.

Si el crecimiento real de la economía para 2005 es inferior al 3,0%, la tasa de creación de empleo sería inferior a la prevista por el gobierno (2,0%, o 331.000 puestos de trabajo nuevos).

Las estimaciones de ingresos de los Presupuestos suenan ambiciosas

Los Presupuestos incluyen un incremento del total de ingresos para 2005 del 6,7%. Los ingresos por impuestos directos crecerían un 9,8% —gracias principalmente al impuesto de sociedades (12,6% interanual), mientras que los ingresos por IRPF subirían un 9,1%—. Los ingresos por impuestos indirectos crecerán un 7,3%, con un incremento de los ingresos por IVA del 8,6%. Los ingresos por impuestos especiales crecerán un 4,9% —condicionados, principalmente, por la subida del 2,0% de los impuestos del alcohol y el tabaco— y los ingresos por otros impuestos indirectos subirán 1,9%. En general, los ingresos fiscales subirán un 8,6% en 2005.



Dicho esto, y considerando que la previsión del gobierno para el PIB nominal en 2005P es del 6,3%, la presión fiscal experimentaría un ligero incremento (19,23% del PIB, desde 19.18% en 2004). Sin embargo, este aumento de la presión fiscal derivaría, principalmente, de los impuestos directos, ya que los presupuestos apuestan por un incremento del peso de los ingresos por impuestos directos en los ingresos totales. Así, los impuestos directos sumarían el 54,2% (51,8% en 2004E) del total de ingresos, mientras que los ingresos por impuestos indirectos representarían el 36,6% (36,8% en 2004E).

En nuestra opinión, el principal riesgo sería que, dado el escenario macroeconómico tan optimista previsto por el gobierno, si el crecimiento del PIB y la creación de empleo no cumpliera las expectativas del gobierno para 2005, tampoco los ingresos serían los previstos en los presupuestos.

Mayor gasto social

En general, el gasto aumentaría un 6,2% en 2005, tan sólo 0,1 puntos porcentuales por encima del PIB nominal, por lo que el peso del sector público en la economía se mantendría en 2005.

España – Gastos presupuestados, 2004-05

Gasto	Presupuestos 2004		Presupuestos 2005		Var. %
	mn €	% del total	mn €	% del total	
Defensa	6,498,76	2,8	6,794,17	2,7	4,5
Vivienda	663,02	0,3	878,61	0,4	32,5
Gasto social	114,211,04	49,4	125,047,77	50,1	9,5
Infraestructura	10,470,79	4,5	11,317,40	4,5	8,1
I+D	4,276,75	1,8	4,972,24	2,0	16,3
I+D civil	2,903,77	1,3	3,641,94	1,5	25,4
I+D militar	1,372,98	0,6	1,330,30	0,5	-3,1
Total gastos no financieros	117,260,04	100	124,525,76	100	6,2

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda.

Como avanzaba el Partido Socialista en su programa electoral, el gasto social aumentará. Por otro lado, la cantidad destinada a infraestructuras también crecerá significativamente (8,1%), centrándose en la red ferroviaria y autopistas. También conviene destacar la intención del gobierno de impulsar la inversión en I+D un 16,3% en 2005, en línea con su objetivo de incrementar la productividad en el futuro. El grueso de los presupuestos asignados a I+D servirá para los fondos civiles (25,4%) por encima de los militares, que se reducirán un 3,1% en 2005.

¿Déficit presupuestario o superávit?

El gobierno prevé cerrar 2005 con un superávit del 0,1%, frente al déficit de 1,81% en 2004 (recordemos que el Gobierno decidía incluir en las cuentas de 2004 algunos gastos extraordinarios que no habrían de repetirse). El superávit de la Seguridad Social compensaría el déficit estimado del 0,5%, dando pie a un superávit de las cuentas públicas en 2005.

Por lo tanto, la estabilidad de las cuentas públicas depende claramente del superávit de la Seguridad Social. Las estimaciones apuntan a un incremento de los ingresos de la Seguridad Social de un 8,9% (83.220 mn €) en 2005, mientras que las transferencias sólo aumentarían un 7,1% (80.100 mn €). Evidentemente, si la creación de empleo no es suficientemente fuerte en 2005 (porque el crecimiento es menor al 3,0% previsto), los ingresos serán menores y las transferencias mayores (desempleo). En consecuencia, el superávit de la Seguridad Social se reduciría y el superávit del 0,1% previsto para las cuentas públicas se convertiría en déficit. En nuestro escenario, el déficit podría llegar incluso al 0,8% del PIB.

España – Estimaciones del gobierno y de SCH Bolsa – Presupuestos: Déficit (-)/superávit (+), 2005F-07P

	2005P		2006P	2007P
	Gob	SCH		
Administración central	0,2		0,3	0,4
Gobierno central	-0,5		-0,4	-0,3
Seguridad Social	0,7		0,7	0,7
Gobiernos autonómicos	-0,1		-0,1	0,0
Autoridades municipales	0,0		0,0	0,0
Administración : déficit (-) / superávit (+)	0,1	-0,8	0,2	0,4

Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda, y estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

Compañías cotizadas

El presupuesto destinado al desarrollo de infraestructuras crece un fuerte 8,1%, con un crecimiento importante de la inversión en el mantenimiento de la red ferroviaria y de las autopistas —algo muy positivo para las constructoras—. Para las inmobiliarias, el aumento del 32,5% destinado a vivienda en los presupuestos se destinará, principalmente, a promocionar la construcción de viviendas y rehabilitación de edificios antiguos, pero el impacto en las compañías cotizadas habría de ser mínimo. Para Indra, el aumento del presupuesto para defensa (4,5%) y para I+D (25,4%) se compensará, en parte, por la reducción del 3,1% en I+D militar. Para las cadenas privadas de televisión, la reducción del gasto del 2,1% presupuestado para RTVE debería ser positiva puesto que confirmaría que la ganancia de cuota de mercado de los operadores privados es a largo plazo.



ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

Europa, EEUU y Japón – Estimaciones y previsiones, 2001-05P

PIB (*)	2001	2002	2003	2004E	Consenso	2005P	Consenso
Alemania	1,0	0,2	-0,1	1,6	1,8	1,8	1,6
Francia	2,1	1,3	0,5	1,8	2,3	2,2	2,1
Italia	1,7	0,4	0,4	1,8	1,1	2,4	1,9
España	2,8	2,0	2,4	2,5	2,8	2,5	2,9
Portugal	1,7	0,4	-1,0	1,0	1,2	2,2	2,1
Euro-12	1,6	0,9	0,4	1,9	1,8	2,3	2,1
Reino Unido	2,1	1,7	-	-	3,3	-	2,6
Argentina	-4,4	-10,9	8,7	6,8	7,1	3,0	3,9
Brasil	1,3	1,9	-0,2	3,8	3,5	3,0	3,4
México	-0,3	0,9	1,3	4,0	3,7	4,2	3,4
Japón	0,4	0,2	-	-	4,3	-	1,9
EEUU	0,5	2,2	3,1	4,4	4,4	3,3	3,6

IPC	2001	2002	2003	2004E	Consenso	2005P	Consenso
Alemania	2,0	1,3	1,1	1,6	1,6	1,2	1,3
Francia	1,6	2,0	2,1	1,3	2,2	1,5	1,7
Italia	2,7	2,5	2,8	1,9	2,3	2,0	2,1
España	3,6	3,5	3,1	3,0	2,9	2,7	2,7
Portugal	4,4	3,6	3,3	2,6	2,3	2,5	2,2
Euro-12	2,4	2,2	2,1	1,3	2,1	1,5	1,8
Reino Unido	2,1	2,2	-	-	1,5	-	1,8
Argentina	-1,5	41,0	3,7	6,5	7,3	9,0	7,3
Brasil	7,7	12,5	9,3	7,6	6,9	6,0	5,8
México	4,4	5,7	4,0	4,0	4,1	3,5	3,8
Japón	-0,7	-0,9	-	-	-0,1	-	0,0
EEUU	2,8	1,6	2,3	2,2	2,7	1,9	2,4

Datos financieros (*)	Fin año 2001	Fin año 2002	Fin año 2003	Fin año 2004E	Consenso	Fin año 2005P	Consenso
Tipos de intervención							
Zona euro	3,25 (4,23)	2,75 (3,21)	2,00 (2,25)	2,00 (2,00)	2,00	3,00 (2,81)	3,00
EEUU	1,75 (3,73)	1,25 (1,67)	1,00 (1,10)	2,00 (1,35)	1,75	3,75 (3,06)	3,50
Bonos a 10 años							
Zona euro	5,00 (4,83)	4,20 (4,77)	4,29 (4,09)	4,50 (4,46)	4,63	4,50 (4,57)	4,90
EEUU	5,05 (4,96)	3,81 (4,53)	4,24 (3,99)	5,20 (4,79)	4,90	5,60 (5,30)	5,80
Divisas							
Euro-dólar	0,89 (0,89)	1,05 (0,95)	1,26 (1,14)	1,13 (1,18)	1,22	1,12 (1,10)	1,23

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

Fuentes: previsiones del consenso (agosto de 2004), Barómetro de la zona euro (agosto de 2004) y previsiones y estimaciones de Santander Investment y previsiones y estimaciones de Santander Central Hispano Bolsa.

APÉNDICE 1

Resumen de indicadores de la zona euro, 2001-1T04

PIB y sus componentes	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04
Consumo privado	1,9	0,6	1,0	0,9	0,6	0,9	1,1	1,1	0,2	0,9	0,1	2,4	1,1
Gasto público	2,5	3,1	1,7	1,8	1,5	1,6	1,7	0,0	1,9	2,5	1,8	0,4	2,3
F. B. capital fijo	-0,3	-2,7	-0,6	-0,3	-0,1	0,5	0,7	-3,2	-0,5	0,0	3,3	-0,7	0,3
Var. existencias (contrib.)	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,7	0,1	0,1	2,3	-0,7	-1,1	2,6	-0,4	-1
Demanda interna	1,0	0,3	1,2	0,9	1,4	1,1	1,3	2,3	-0,4	-0,1	3,8	1,0	0,6
Exportaciones	3,4	1,7	0,1	0,1	0,3	3,5	8,1	-6,6	-3,1	10,4	1,4	5,6	15,7
Importaciones	1,7	0,3	2,1	1,5	2,2	2,9	6,5	-1,2	-2,3	5,2	7,6	1,4	12,3
Aportac. sector Exterior	0,6	0,6	-0,7	-0,5	-0,7	0,3	0,7	-2,3	-0,4	2,0	-2,3	1,6	1,5
PIB	1,6	0,8	0,5	0,3	0,7	1,3	2,0	0,0	-0,7	1,9	1,5	2,6	2,1
PIB nom. (€ mds)	6842,9	7075,9	7255,9										
Indicadores de actividad	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Producción industrial (IPI)	0,4	-0,4	0,2	-0,4	0,9	1,0	2,3	1,2	0,9	2,9	3,1	1,8	-
-sin construcción	0,4	-0,5	0,3	-0,3	1,4	1,1	2,7	1,7	1,5	3,6	3,0	2,4	-
Producción manufacturera	0,3	-0,7	0,1	-0,6	1,3	1,0	3,0	1,4	1,6	3,9	3,5	2,4	-
Ventas al por menor	1,6	0,0	0,3	-0,4	-0,3	0,6	-0,2	0,4	0,5	-2,3	1,1	1,1	-
Nuevas matriculaciones	0,0	-2,4	-1,2	0,2	-0,7	1,5	3,1	-0,1	2,5	5,4	1,6	-0,9	-2,0
Utilización capacidad prod.	83,5	81,4	81,1	80,7	81,4	80,7	80,7						
Indicadores de confianza	Media anual			Media trimestral				Índice					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Clima económico	100,8	94,4	93,5	94,2	97,7	98,8	100,0	98,9	100,1	100,3	99,7	99,8	100,9
Clima empresarial	-0,19	-0,52	-0,41	-0,58	-0,05	0,04	0,38	-0,06	0,39	0,32	0,43	0,56	0,51
Confianza industria	-9	-11	-10	-11	-7	-7	-5	-7	-5	-5	-4	-4	-4
Confianza construcción	-11	-19	-20	-21	-20	-19	-16	-19	-17	-17	-15	-16	-15
Confianza comercio minorista	-7	-16	-11	-10	-8	-8	-8	-8	-6	-7	-10	-9	-7
Confianza servicios	15	1	2	5	10	11	11	11	11	13	10	11	12
Confianza consumidores	-5	-11	-18	-17	-16	-14	-15	-14	-14	-16	-14	-14	-14
PMI	48	50	49	49,1	52,0	52,8	54,4	54,0	54,7	54,4	54,7	53,9	53,1
- Producción	49	52	51	50,3	54,0	53,9	56,0	55,5	56,5	56,0	57,1	55,7	54,8
- Nuevos pedidos	47	51	50	50,3	54,4	55,0	56,1	55,6	56,7	55,9	56,1	55,5	54,1
- Empleo	49	47	47	46,6	48,3	48,4	48,9	48,6	48,7	49,4	49,7	49,4	49,5
- Existencias	47	46	46	46,0	46,5	46,9	48,4	47,8	47,9	49,6	49,3	49,4	48,8
- Tiempos de entrega proveedores	53	50	50	50,0	47,8	45,0	40,4	40,7	39,5	41,1	42,1	43,4	43,9
- Precios	48	52	52	46,0	52,9	59,8	70,7	69,4	72,3	70,3	70,2	66,6	71,3
Precios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
IPC	2,4	2,3	2,1	2,0	2,1	1,7	2,3	0,6	0,5	0,3	0,1	-0,2	0,2
Infl. subyacente	1,8	2,4	1,8	1,7	1,7	1,8	1,9	0,5	0,5	0,1	0,1	-0,3	0,3
PPI (excl. construcción)	2,0	-0,1	1,4	1,1	1,0	0,2	2,0	0,6	0,4	0,6	0,0	0,4	-
Deflactor PIB	2,4	2,6	2,0	2,1	2,0	2,0	-						
Defactor de la demanda interna	2,3	2,2	1,8	1,9	1,7	1,5	-						
Costes y salarios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Coste laboral unitario	2,6	2,2	2,0	2,2	1,6	0,9	-						
Remuneración asalariado	2,8	2,6	2,4	2,5	2,1	1,9	-						
Productividad	0,2	0,4	0,3	0,2	0,5	1,1	-						
Mercado de trabajo	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Tasa de desempleo	8,0	8,4	8,9	8,9	8,9	8,9	9,0	8,9	9,0	9,0	9,0	9,0	-
Índice de empleo excl. construcción	0,1	-2,6	-	-2,3	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0
Sec. monetario y financiero	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
M3	10,9	6,6	6,4	6,9	6,4	5,7	5,2	0,6	0,4	0,0	0,8	0,9	0,4
M3 Media móvil 3m	7,9	7,2	7,1	8,0	7,1	5,9	5,2	5,9	5,5	5,2	5,2	5,4	-
Préstamos al sector privado	7,0	4,0	4,7	4,0	4,7	4,6	5,4	0,4	0,8	0,6	0,7	0,5	-0,1
Datos financ. (tasas inter.)	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Tipo efectivo €	1,5	3,0	11,4	10,1	10,3	8,5	1,2	6,0	3,5	0,3	0,0	1,8	2,8
Tipo efectivo real € (CPI)	0,6	4,0	12,6	10,8	11,8	8,9	1,7	6,5	4,1	0,9	0,1	1,8	2,7
Tipo efectivo real € (PPI)	1,7	3,9	11,2	9,0	9,9	7,3	0,5	5,4	2,9	-0,4	-0,9	0,9	2,0
Tipo efectivo real € (ULC)	-1,0	2,4	12,8	11,5	11,6	9,0	-						
Cuentas públicas (% PIB)	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Total recursos	46,5	47,5	48,1	47,5	47,1	47,9	48,1	47,5	48,0	47,8	47,1	46,5	46,6
Total empleos	51	52,3	53,8	52,7	52,2	52,2	50,8	49,8	49,3	48,7	48,8	48,8	49,4
Déficit/Superávit	-4,8	-4,9	-5,7	-5,1	-5,2	-4,3	-2,7	-2,3	-1,3	0,2	-1,7	-2,4	-2,7

Fuentes: Bloomberg, Datastream, Reuters y Santander Central Hispano Bolsa.



APÉNDICE 2

ESTADOS UNIDOS: Indicadores, 2001-1T04

PIB y sus componentes	2001	2002	Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas			
			3T03	4T03	1T04	2T04	3T03	4T03	1T04	2T04
Consumo privado	2,5	3,1	3,5	3,8	4,2	3,6	5,0	3,6	4,1	1,6
Gasto e inv. públicos	3,4	4,4	2,8	2,2	2,8	1,6	0,1	1,6	2,5	2,2
Inversión privada	-7,9	-2,4	5,8	9,4	12,8	16,8	22,4	13,9	12,3	19,0
- Equipo	-4,9	-5,5	8,4	12,1	13,1	13,9	21,6	12,0	8,1	14,2
- Construcción	-0,7	-4,4	6,3	8,5	8,7	9,3	14,3	9,0	1,0	13,5
Demanda interna	0,9	2,5	3,7	4,3	5,2	5,1	6,4	4,7	5,1	4,2
Exportaciones	-5,4	-2,4	0,8	6,1	8,4	10,8	11,3	17,4	7,3	7,3
Importaciones	-2,7	3,4	3,2	4,9	8,1	10,7	2,9	17,1	10,6	12,6
PIB	0,8	1,9	3,5	4,4	5,0	4,8	7,4	4,2	4,5	3,3
PIB nominal (M.M. \$)	10128	10487								
Actividad general	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Indicador adelantado	2,2	3,1	4,1	4,4	4,9	4,9	4,4	3,9	2,9	2,2
Indicador coincidente	0,4	1,1	1,8	2,7	2,3	2,6	2,7	2,6	2,5	2,7
Ratio existencias/Ventas	1,30	1,26	1,22	1,23	1,22	1,23	1,23	1,23	1,23	-
Producción industrial	-0,4	1,5	2,9	5,2	3,5	4,7	5,6	5,3	5,1	5,2
Utilización capacidad (1)	74,9	75,8	76,6	77,0	76,6	76,9	77,4	77,0	77,3	77,3
Índice ISM	5,9	19,1	25,8	27,1	34,1	35,1	25,6	21,2	17,9	7,3
Índice ISM (1)	54,7	63,4	62,5	61,1	62,5	62,4	62,8	61,1	62,0	59,0
Consumo privado	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Ganancia real por hora	0,5	0,4	0,3	-0,6	0,4	0,2	-0,9	-1,1	-0,8	-0,2
Ventas al por menor	6,2	6,7	7,8	7,8	8,6	7,5	9,3	6,8	6,7	4,9
-sin autos	6,3	6,8	8,2	9,4	8,8	9,2	10,1	8,9	8,1	7,1
Gastos de consumo	3,5	3,8	4,2	3,6	4,0	3,7	4,1	3,0	3,7	2,9
Confianza consumidores (1)	77,0	94,8	88,5	102,8	88,5	93,0	93,1	102,8	105,7	98,7
Expectativas consumidor (1)	88,5	107,4	91,3	100,8	91,3	94,8	94,8	100,8	105,3	97,3
Tasa de ahorro familiar (1)	1,4	1,2	1,0	1,4	1,0	1,4	0,9	1,4	0,5	0,9
Crédito al consumo	4,2	4,3	4,8	4,1	4,8	4,3	3,8	4,1	4,3	-
Inversión en equipo	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Nuevos pedidos	3,3	7,4	8,5	13,1	11,5	13,3	13,3	12,6	11,8	-
-ex autos	5,0	6,9	9,0	14,2	11,6	14,5	14,5	13,7	11,5	-
Pedidos b. capital sin def. y aviones	3,3	7,7	11,3	12,3	13,8	13,8	11,6	11,4	11,1	14,1
ISM: Producción	6,4	24,4	29,5	25,5	39,4	37,3	23,0	17,3	19,5	-2,8
ISM: Nuevos pedidos	15,1	28,1	28,9	24,0	39,5	41,6	19,4	13,4	12,3	1,3
	1T02	2T02	3T02	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04
Benef. después de impuestos	-1,0	4,7	23,5	31,8	14,3	6,7	9,8	14,7	17,2	19,5
Construcción	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Viviendas iniciadas	11,0	17,6	11,2	10,0	15,7	19,9	13,2	-1,8	5,0	9,0
Ventas nuevas viviendas	15,2	8,7	22,2	8,2	26,2	14,5	13,8	-2,3	-6,4	-0,4
Gastos de construcción	5,7	7,0	7,2	10,2	9,4	10,5	10,2	9,9	10,7	10,1
Permisos de construcción	10,8	8,2	6,7	9,7	12,6	11,6	13,6	4,0	9,2	0,3
Empleo y salarios	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Población activa	1,0	1,2	0,6	0,3	0,6	0,3	0,4	0,3	0,8	0,7
Empleo total	0,6	1,2	0,8	0,9	0,7	0,7	0,9	1,0	1,5	1,4
Tasa de paro (% pob. activa) (1)	6,1	5,7	5,7	5,6	5,7	5,6	5,6	5,6	5,5	5,4
Duración media paro (sem.) (1)	19,6	19,6	20,1	19,9	20,1	19,7	20,0	19,9	18,6	19,0
Jornada media laboral (horas) (1)	33,6	33,6	33,8	33,6	33,8	33,7	33,8	33,6	33,8	33,8
Ganancia media por hora	2,7	2,1	1,8	2,1	1,8	2,2	2,1	2,1	2,1	2,3
	1T02	2T02	3T02	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04
Coste del empleo total	3,9	4,0	3,7	3,6	3,9	3,8	4,0	3,9	3,8	3,9
Precios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Inflación	2,2	1,9	1,8	2,9	1,7	2,3	3,1	3,3	3,0	2,7
Inflación subyacente	1,3	1,2	1,3	1,8	1,6	1,8	1,7	1,9	1,8	1,7
Precios producción	3,4	3,6	2,3	4,2	1,5	3,7	5,0	4,0	4,0	3,4
P. producc sin energía y alim.	0,3	0,7	0,9	1,6	0,7	1,4	1,7	1,8	1,7	1,5
Precios importación	1,7	1,9	1,4	5,7	1,1	4,6	6,9	5,7	5,5	7,2
Precios exportación	1,0	1,8	2,9	4,1	3,3	4,1	4,4	3,8	4,4	3,9
Sector exterior	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Saldo B. bienes y servicios (4)	-489,0	-497,0	-510,0	-537,0	-510	-515	-522	-537	-546	-
Saldo B. bienes y servicios (4) % PIB	-4,4	-4,4	-4,4	-4,6						
Saldo Balanza comercial (4)	-569,6	-578,3	-592,8	-623,3	-593	-600	-608	-623	-634	-
Saldo Balanza comercial (4) % PIB	-5,1	-5,1	-5,2	-5,3						
Tipo cambio efectivo nominal	-8,3	-13,8	-12,3	-5,9	-10,4	-9,5	-3,5	-4,5	-7,1	-7,8
Política económica	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Oferta monetaria (M2)	7,7	5,3	4,4	4,8	4,7	4,8	5,1	4,5	3,7	3,1
Tipo fondos federales (1)	1,01	0,99	1,00	1,03	1,00	1,01	1,00	1,03	1,27	1,43
Ingresos federales (3)	429	441	410	550	132	220	115	214	134	138
Gastos federales (3)	534	571	580	576	205	202	178	195	204	179
Déficit público federal (3)	-105	-130	-171	-26	-73	18	-62	19	-69	-41

(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 (Final del Año)**Comprar**

Potencial alcista superior al 20%.

Mantener

Potencial alcista del 15%-20%.

Infraponderar

Potencial alcista inferior al 15%.

(1) 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 son para el 31 de diciembre del año siguiente.

El presente informe ha sido preparado por Santander Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. (SCH 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. El presente informe no se publica para su distribución en los Estados Unidos. El presente informe no puede entregarse a clientes privados.

Entidades pertenecientes al Grupo Santander han participado como coordinador, colocador o asegurador en una oferta pública de venta de Abengoa S.A., Aceralia, S.A., ACS Actividades de Construcción y Servicios, S.A., Adolfo Domínguez, S.A., Aldeasa, S.A., Amadeus Global Travel Distribution, S.A. Aragonesas, S.A., Argentaria Corporación Bancaria de España, S.A., Azkar, S.A., Barón de Ley, S.A., Befesa Medio Ambiente, S.A., Dinamia, S.A., Endesa, S.A., FAES Fabrica Española de Productos Químicos y Farmacéuticos, S.A., Federico Paternina, S.A., Funespaña, S.A., Gas Natural, S.A., Ginés Navarro, S.A., Grupo Ferrovial, S.A., Indra, S.A., Inmobiliaria Colonial, S.A., Mapfre Vida, S.A., Mecalex, S.A., Meliá Inversiones Americanas, N.V., Obrascón Huarte Lain, S.A., Parques Reunidos, S.A. Red Eléctrica de España, S.A., Repsol, S.A., Sogecable, S.A., Sol Meliá, S.A., Superdiplo S.A., Tabacalera, S.A., Telefónica de España, S.A., Telefónica de Publicidad e Información, S.A. TelePizza, S.A., Terra Networks, S.A., Vidriera Leonesa, S.A., y Zeltia S.A. en los últimos tres años.

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 las operaciones de títulos valores que, directa o indirectamente, sean objeto del presente informe.

Grupo Santander o sus sociedades filiales podrán en cada momento prestar servicios o solicitar los negocios de cualquier compañía incluida en el presente informe. Grupo Santander, sus sociedades filiales o cualquier otra persona no aceptarán ningún tipo de responsabilidad por pérdidas directas o emergentes 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 con ningún objeto.

© Santander Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. 2004. Reservados todos los derechos.

