

THE IBERIAN MACRO OBSERVER

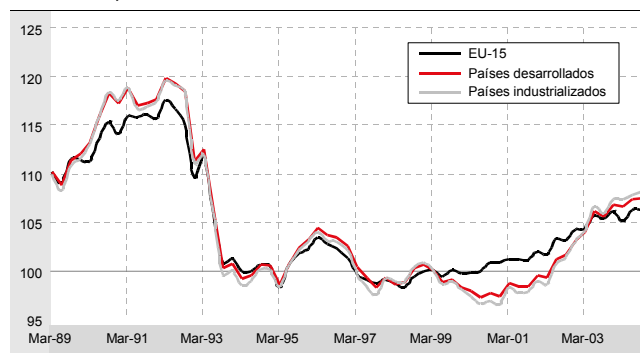
La economía española ya no es competitiva

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

Manuel Preto
(351) 21 389 3623
manuel.preto@bsnp.pt

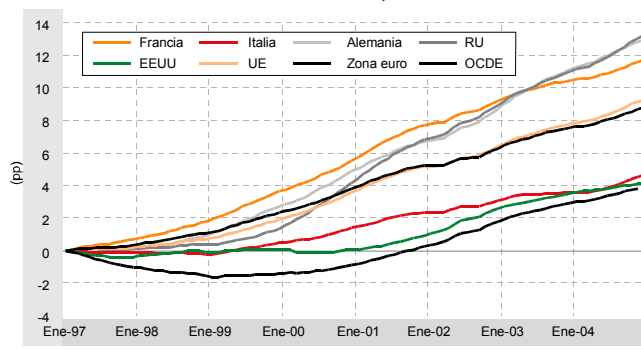
Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespasa@gruposantander.com

España – Índices competitivos usando precios de consumo, 1989-2004



Fuente: BdE y Santander Central Hispano Bolsa.

España – Diferenciales acumulados totales de costes laborales unitarios económicos, 1997-2004



Fuente: MINECO y Santander Central Hispano Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) El crédito al consumo podría aumentar de nuevo en diciembre
- (2) Posible crecimiento de los inventarios al por mayor en diciembre
- (3) La balanza comercial podría haber mejorado ligeramente en diciembre
- (4) Las solicitudes de subsidio de desempleo se mantendrían en niveles bajos

En la zona euro:

- (1) El IPI alemán podría registrar un acusado repunte en diciembre
- (2) La balanza comercial alemana podría mejorar en diciembre
- (3) La producción industrial en Francia podría aumentar en diciembre
- (4) Posible crecimiento del 0,6% intertrimestral del PIB francés en el 4T04E

■ La economía española creció un 0,8% intertrimestral, 2,7% interanual, en el 4T04, según la estimación publicada por el Banco de España, lo que deja la tasa de crecimiento anual del PIB en 2,6% en 2004 (frente a nuestra previsión del 2,5%). Los indicadores de confianza empresarial (PMI) fueron positivos en enero, aunque los de confianza empresarial de la Cámara de Comercio española arrojaban su dato más bajo desde 2002. Las cifras de la economía real han sido mixtas, con debilidad en el empleo y la producción y avances en ventas al por menor. En las próximas semanas se publicarán los datos definitivos.

■ Hace dos semanas estudiamos el problema del déficit de balanza por cuenta corriente de la economía española. En el *Rincón Macro* de esta semana analizamos la posición competitiva de la economía española, en particular la debilidad de las exportaciones. La competitividad española está muy afectada y el deterioro se observa en los indicadores de precios (IPC, costes laborales unitarios o el índice de valor unitario de exportaciones) y en el índice de tipo de cambio efectivo real.

■ El deterioro de la competitividad de la economía española es un problema real al que hay que enfrentarse cuanto antes. La solución tradicional al problema —devaluación de la moneda— no es posible en la situación actual, por lo que habrá que recurrir a otras alternativas como: (1) la liberalización de los mercados laboral y de bienes y servicios; (2) el incremento de la productividad; y (3) la inversión en tecnología para producir bienes de mayor valor añadido.

■ En resumen, políticas de oferta que podrían introducir mayor flexibilidad en nuestra economía y elevar los niveles de productividad. Si no se toman medidas, será imposible mejorar el déficit de la balanza comercial mediante un aumento de las exportaciones y nuestra economía se verá seriamente afectada.

LA SEMANA PASADA

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
31-Enero	8:45	Francia	Indicador de confianza del consumidor	Ene	-25,0	-24,0	-25
Lunes	9:00	España	Ventas al por menor (m/a)	Dic	-2,7/8,3 R	—	26,7/5,6
	9:30	Italia	Confianza general de distribuidores	Dic	95,6	96,6	97,9
	9:30	Italia	Informe del sector servicios	Ene	8	8	19
	11:00	Italia	IPRI (m/a)	Dic	0,0/4,3 R	0,0/4,3	-0,2/4,2
	11:00	Zona euro	Indicador del clima empresarial	Ene	0,44 R	0,48	0,40
	11:00	Zona euro	Confianza del consumidor	Ene	-13,0	-12,0	-13,0
	14:30	EEUU	Ingresos personales	Dic	0,4 R	3,4	3,7
	14:30	EEUU	Gastos personales	Dic	0,4 R	0,8	0,8
	14:30	EEUU	Deflactor de gasto personal (a)	Dic	2,7 R	2,4	2,4
	14:30	EEUU	Gasto personal subyacente (a)		1,6 R	1,5	1,5
	16:00	EEUU	Ventas de viviendas nuevas	Ene	1,09 mn R	1,20 mn	1,09 mn
	16:00	EEUU	Índice PMI de Chicago	Ene	61,9 R	59,0	62,4
1-Feb	10:00	Zona euro	PMI Manufacturas (informe)	Ene	51,4	51,7	51,9
Martes	10:00	Zona euro	Tasa de desempleo	Dic	8,8 R	8,9	8,9
	16:00	EEUU	Gasto en construcción (m)	Dic	0,3 R	0,5	1,1
	16:00	EEUU	ISM Manufacturas	Ene	57,3 R	57,0	56,4
	16:00	EEUU	ISM Precios pagados	Ene	72,0	71,5	69,0
2-Feb	0:30	EEUU	ABC Confianza del consumidor	30- Ene	-8	—	-11
Miércoles	8:00	Alemania	Ventas al por menor (m/a)	Dic	-1,7/0,3 R	1,9/0,5	-0,3/-2,7
	9:55	Alemania	Tasa de desempleo	Ene	10,8	11,3	11,4
	11:00	Zona euro	IPRI (m/a)	Dic	-0,2/3,7 R	0,1/3,6	-0,2/3,6
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	28-Feb	-3,6	—	7,3
	20:15	EEUU	Decisión del FOMC sobre tipos	2-Feb	2,25	2,50	2,50
3-Feb	10:00	Zona euro	PMI Servicios (informe)	Ene	52,6	52,9	53,4
Jueves	13:45	Zona euro	El BCE anuncia tipos de interés	Feb	2,00	2,00	2,00
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	29- Ene	325.000	325.000	316.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	22- Ene	2,81 mn R	2,76 mn	2,69 mn
	14:30	EEUU	Productividad no agrícola	4T P	1,8	1,5	0,8
	14:30	EEUU	Costes laborales unitarios	4T P	1,6	2,0	2,3
	16:00	EEUU	Pedidos de fábrica	Dic	1,4 R	0,7	0,3
	16:00	EEUU	ISM No manufacturas	Ene	63,9 R	61,0	59,2
4-Jan	9:00	España	Producción industrial (desest./ajust.) (a)	Dic	2,2	3,5	0,9
Viernes	11:00	Italia	IPC (NIC incl. tabaco) (m/a)	Ene P	0,2/2,0	0,2/2,1	0,0/1,9
	11:00	Zona euro	Balanza comercial (m/a)	Dic	-0,1/0,2 R	0,5/1,2	0,2/0,5
	12:00	Alemania	Pedidos de fábrica (m/a)	Dic P	-2,4/1,2	1,5/1,5	7,1/7,1
	14:30	EEUU	Tasa de desempleo	Ene	5,4	5,4	5,2
	14:30	EEUU	Empleo no agrícola	Ene	133.000 R	200.000	146.000
	14:30	EEUU	Empleo manufacturas	Ene	-7.000 R	5.000	-25.000
	14:30	EEUU	Salario medio por hora (m/a)	Ene	0,1/2,7	0,2/-	0,2/-
	14:30	EEUU	Jornada media semanal (horas)	Ene	33,8	33,8	33,7
	15:45	EEUU	Confianza U. de Michigan	Ene F	95,8	96,0	95,5

(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.

4T04 EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: +0,8% INTERTRIMESTRAL, +2,7% INTERANUAL

Según las estimaciones publicadas por el Banco de España, la economía española habría crecido un 0,8% intertrimestral, 2,7% interanual, en el 4T04, lo que dejaría el crecimiento anual del PIB en 2004 en el 2,6% (frente a nuestras previsiones del 2,5%). Está previsto que el Ministerio de Economía publique los datos definitivos en las próximas semanas. La demanda interna, en especial el consumo privado, sería el principal responsable de la aceleración de las tasas de crecimiento. El Banco de España estima que el déficit comercial podría haber restado 1,5 puntos porcentuales al crecimiento en 2004.



Los indicadores de confianza empresarial registraron avances, con subidas de los PMI manufacturero y de servicios en enero. También mejoraba la confianza del consumidor, según un nuevo índice publicado por el ICO. En el lado negativo, los indicadores de confianza empresarial de la Cámara de Comercio alcanzaban en el 1T05 su nivel más bajo desde 2002. La pérdida de competitividad de las exportaciones estaría detrás de esta evolución negativa.

Los datos de la economía real han sido relativamente pobres: (1) Debilidad de los datos de empleo de enero, con incremento del desempleo en 53.159 personas en el mes. No esperamos datos fuertes del empleo en 2005P. (2) La producción industrial fue relativamente débil, con el sector energético como casi única fuente de crecimiento de la actividad —la contribución de los bienes intermedios y de consumo en diciembre fue modesta, y la de los bienes de capital fue negativa—. Esperamos que esta tendencia se repita a corto plazo. (3) La venta de coches subió un 6,1% interanual en enero. (4) Las ventas al por menor crecieron un 2,6% interanual en diciembre.

EMPLEO DÉBIL EN EEUU AND PEDIDOS DE FÁBRICA FUERTES EN ALEMANIA

La semana en EEUU: Los indicadores de confianza muestran niveles más bajos de actividad en el futuro más próximo. La productividad sigue reduciendo su ritmo al tiempo que los costes laborales unitarios siguen subiendo, lo que añade presión sobre los márgenes corporativos. Por último, el informe sobre empleo de enero no cumplía las expectativas.

Los índices ISM apuntan a tasas inferiores de crecimiento del PIB

Los índices ISM, manufacturero y de servicios, registraban una caída mayor de lo previsto en enero. Pese a que ambos siguen en niveles de expansión en sus respectivos sectores, no se puede negar que la actividad sigue desacelerando su ritmo. De hecho, los datos de enero confirman nuestras expectativas de desaceleración del PIB. En el lado positivo, hemos asistido a un avance del índice de empleo en el ISM manufacturero, aunque los retrocesos registrados por la cartera de pedidos tanto en ambos índices son noticias negativas para el empleo y la actividad en el futuro.

Baja la productividad y suben los costes laborales unitarios

Igualmente interesantes han sido los datos de productividad y de costes laborales unitarios del 4T04: clara desaceleración de la productividad y evidente aceleración de los costes laborales unitarios. Creemos que la productividad mantendrá su tendencia de desaceleración en 2005P, elevando los costes laborales unitarios. El resultado será, con mucha probabilidad, un crecimiento del PIB menor de lo previsto y una desaceleración, o incluso contracción, de las tasas de crecimiento de los márgenes de las compañías —algo que afectará a los beneficios—.

Microsoft dispara los ingresos personales; solicitudes semanales de subsidio de desempleo positivas; pedidos de fábrica, peor de lo esperado

Por otro lado, asistíamos a un fuerte incremento de los ingresos personales (3,7% intermensual) gracias al *payout* de Microsoft. Sin este factor extraordinario, los ingresos personales habrían arrojado un +0,6% intermensual. Las tasas actuales de crecimiento de los ingresos personales no serían suficientes para mantener el nivel actual del consumo privado —superior al 4,0% intertrimestral anualizado—. Los datos de las solicitudes de subsidio de desempleo semanales fueron mejor de lo previsto, con un retroceso significativo de renovación de solicitudes. Por último, los pedidos de fábrica resultaron por debajo de las expectativas en enero, con un escaso +0,3% intermensual; las ventas industriales siguen fuertes y los inventarios han iniciado una caída.

Datos de empleo de enero: relativamente débiles

Cerrábamos la semana con la publicación de los datos de empleo de enero, que no cumplían las expectativas: (1) la creación de empleo no superaba los 146.000 puestos en el mes; (2) la tasa de desempleo caía desde el 5,4% anterior al 5,2%, gracias a otro descenso de los ratios de participación, que descendían al 65,8%, el nivel más bajo desde 1988; (3) la media de los ingresos por hora crece ligeramente, mientras que la media de los ingresos semanales por horas trabajadas se reducía en el mes; (4) el número agregado de horas semanales trabajadas también apunta a descenso de las tasas de crecimiento de la actividad en el 1T05P. A corto plazo, no esperamos asistir a una aceleración en la creación de empleo; en los próximos meses, la creación de empleo podría rondar los 150.000-200.000 puestos.

La semana en la zona euro: La semana pasada se confirmaba lo que adelantábamos en informes anteriores: la recuperación de los indicadores adelantados de confianza empresarial, que apuntan a mayor crecimiento del PIB en el 2S05P. Por otro lado, los datos publicados en Alemania eran mixtos, con pedidos de fábrica positivos y debilidad en el consumo.

Nuevos avances de los indicadores de confianza empresarial

Los índices PMI de la zona euro volvían a subir en enero, tanto en manufacturas como en servicios. Estos nuevos avances refuerzan nuestra visión de que la economía de la zona euro mostrará mayores tasas de crecimiento del PIB en el 2S05P; para el 1S05P las expectativas siguen siendo poco prometedoras. Frente a esto, los índices de empleo vuelven a ser relativamente débiles, sobre todo en Alemania, aunque creemos que las condiciones laborales mejorarán en el año. Por último, los índices de la Comisión Europea mostraron un comportamiento mixto.

Datos mixtos en Alemania

En Alemania, los datos eran mixtos: (1) los datos de empleo fueron muy negativos en enero, con subida de la tasa de desempleo al 11,4%; (2) los datos de ventas al por menor de diciembre repetían debilidad, al caer 0,3% intermensual, -2,7% interanual; (3) los pedidos de fábrica arrojaban fuertes ganancias en diciembre (+7,1% intermensual), gracias, principalmente, a la demanda interna, en particular de los pedidos de bienes de capital. Esperamos que estos datos anticipen un dato fuerte de la inversión empresarial en bienes de capital en el 4T04E y el 1T05P; (4) los datos preliminares del IPC de enero apuntan a una fuerte desaceleración de la inflación, desde el 2,1% interanual en diciembre al 1,6% interanual. Confiamos en tener más datos positivos en el conjunto de Europa 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	Índice de precios al por mayor (m/a)	Ene	-0,3/3,8	0,6/3,9
7-Feb Lunes	21:00	EEUU	Crédito al consumo (miles mn US\$)	Dic	-8,7	6,8
8-Feb	8:45	Francia	Balanza del Gobierno central (miles mn €)	Dic	-58,4	-
Martes	12:00	Alemania	Producción industrial (m/a)	Dic P	-1,5/-0,5	1,0/0,7
9-Feb	0:30	EEUU	ABC Confianza del consumidor	6-Feb	-11	-
Miércoles	13:00	EEUU	MBA solicitudes de hipotecas (mn)	4-Feb	7,3	-
	16:00	EEUU	Inventarios al por mayor (mn)	Dic	1,1	0,9
10-Feb	8:00	Alemania	Saldo bal. por cta. corriente (miles mn €)	Dic	8,5	9,0
Jueves	8:00	Alemania	Balanza comercial (miles mn €)	Dic	11,9	12,0
	8:00	Alemania	Importaciones (mn)	Dic	1,5	-0,4
	8:00	Alemania	Exportaciones (mn)	Dic	0,1	0,6
	8:45	Francia	Producción industrial (m/a)	Dic	0,1/2,1	0,3/2,1
	8:45	Francia	Producción manufacturera (m/a)	Dic	-0,3/2,6	0,3/2,5
	10:00	Zona euro	BCE publica su informe mensual de febrero	-	-	-
	14:30	EEUU	Balanza comercial (miles mn US\$)	Dic	-60,3	-57,3
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	5-Feb	316.000	332.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	29-Ene	2,69 mn	-
	20:00	EEUU	Avance presupuesto mens. (miles mn US\$)	Ene	-1,4	5,2
11-Feb	8:45	Francia	Balanza comercial (mn €)	Dic	-1.080	-700
Viernes	8:45	Francia	PIB (t)	4T P	0,0	0,6
	12:00		Indicadores adelantados de OCDE	Dic	-	-

(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.

NADA REALMENTE IMPORTANTE ESTA SEMANA

En EEUU: (1) el crédito al consumo podría volver a subir en diciembre; (2) los inventarios al por mayor podrían haber crecido un 0,9% intermensual en diciembre; (3) la balanza comercial de diciembre podría registrar una ligera mejora; (4) las solicitudes de subsidio de desempleo semanales se mantienen en niveles bajos.

En la zona euro: (1) la producción industrial en Alemania podría repuntar fuertemente en diciembre; (2) la balanza comercial alemana podría mejorar en diciembre; (3) la producción industrial en Francia podría incrementarse en diciembre; (4) el PIB francés podría haber subido un 0,6% intertrimestral en el 4T04E.

TIPOS Y DIVISAS

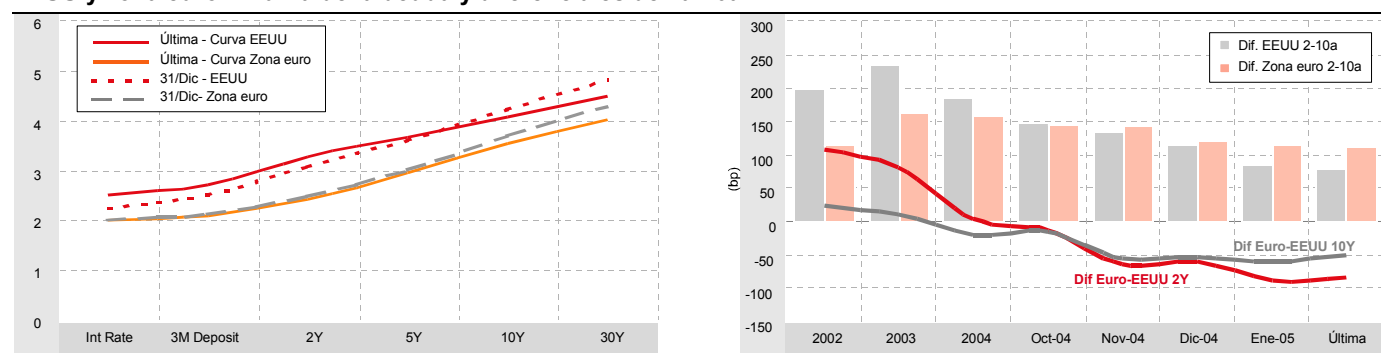
- La Reserva Federal subía los tipos de interés 25 puntos básicos hasta el 2,50%. La decisión se ajustaba a nuestras expectativas, y la Reserva Federal respetaba así sus intenciones, lo que a nuestro entender significa que el ritmo de subida de tipos seguirá siendo “moderado” en las próximas reuniones.
- El BCE decidía mantener sin cambios los tipos de interés en su reunión de la semana pasada, y parece que no habrá nuevas subidas de tipos en la zona euro a corto plazo.

EEUU y zona euro – Tipos de interés y divisas

	Anual ¹		Trimestral ¹				Mensual			Semanal			Última ²		
	2001	2002	2003	Mar-04	Jun-04	Sep-04	Dic-04	Oct-04	Nov-04	Dic-04	Ene-05	21-Ene		28-Ene	04-Feb
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	1,0	1,1	1,5	2,0	1,8	2,0	2,3	2,3	2,25	2,25	2,50	2,50
Euribor 3 meses	3,3	2,3	2,1	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,13	2,12	2,09	2,12
Dep. 3 meses EEUU	1,7	1,2	1,6	1,1	1,3	1,8	2,3	2,1	2,4	2,5	2,7	2,66	2,69	2,73	2,73
Tipos inter. largo plazo															
Zona euro															
2 años	3,6	2,5	2,5	2,3	2,6	2,5	2,4	2,4	2,4	2,5	2,4	2,40	2,39	2,44	2,42
5 años	4,2	3,3	3,3	3,2	3,5	3,4	3,1	3,2	3,0	3,0	2,9	2,93	2,92	2,97	2,94
10 años	4,8	4,1	4,1	4,1	4,3	4,1	3,8	3,9	3,8	3,7	3,5	3,57	3,55	3,56	3,50
30 años	5,2	4,8	4,7	4,8	4,9	4,7	4,4	4,6	4,4	4,3	4,0	4,11	4,05	4,01	3,93
EEUU															
2 años	2,5	1,6	2,4	1,7	2,5	2,6	2,9	2,5	3,0	3,1	3,3	3,14	3,26	3,28	3,30
5 años	3,7	2,9	3,4	3,0	3,7	3,5	3,5	3,3	3,7	3,6	3,7	3,64	3,69	3,67	3,68
10 años	4,5	4,0	4,2	4,0	4,6	4,2	4,2	4,0	4,3	4,2	4,1	4,14	4,14	4,08	4,08
30 años	5,3	4,9	5,0	4,9	5,3	5,0	4,9	4,8	5,0	4,8	4,6	4,64	4,61	4,48	4,47
Diferencial															
Dif. zona euro															
3 m-30 a	194	255	265	284	287	261	228	243	226	216	194	198	193	191	182
2 a-10 a	115	164	160	178	171	154	136	145	144	120	115	117	116	112	108
Dif. EEUU															
3 m-30 a	352	374	338	380	399	321	254	269	263	230	188	199	192	176	175
2 a-10 a	198	235	184	230	207	168	133	148	135	115	86	100	89	79	78
Dif. zona euro-EEUU															
Int.	154	115	60	100	92	50	0	25	0	-25	-25	-25	-25	-50	-50
2 a	107	82	5	61	6	-2	-45	-13	-64	-59	-88	-75	-87	-84	-88
10 a	24	11	-20	9	-30	-16	-42	-16	-55	-54	-59	-57	-59	-52	-57
Divisas															
€/US\$	0,95	1,14	1,25	1,24	1,21	1,22	1,32	1,276	1,328	1,356	1,305	1,305	1,303	1,289	1,285
€/¥	118	132	134	132	133	135	137	135	137	139	135	134	135	134	134
US\$/¥	125	116	107	106	110	110	104	106	103	103	104	103	103	104	104

(1) Las cifras representan la media del periodo. (2) Última: 7 de febrero de 2004.
Fuente: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

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

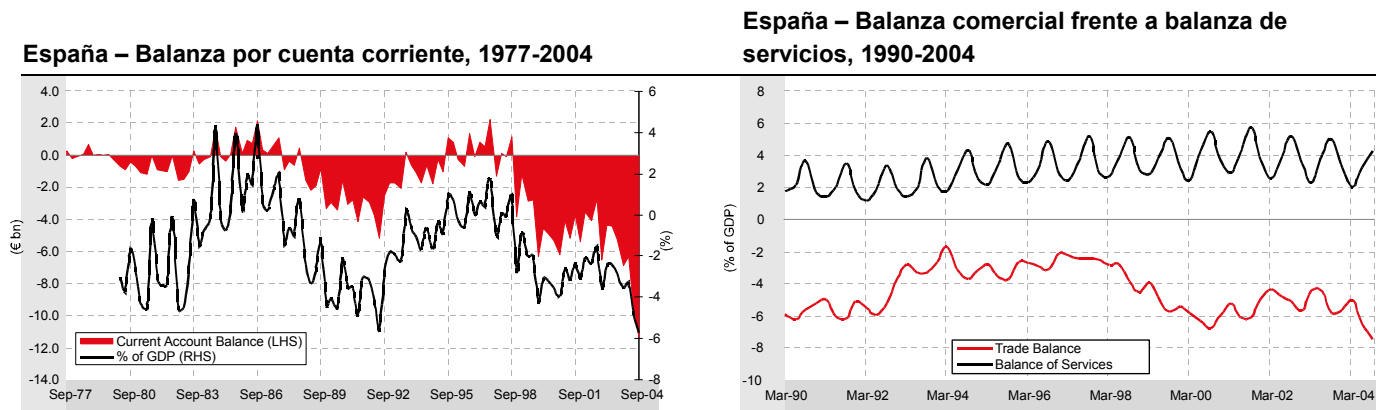


Fuente: Bloomberg.



RINCÓN MACRO: COMPETITIVIDAD ESPAÑOLA

Hace dos semanas, en el *Macro Observer* publicado el 24 de enero, analizábamos la evolución de la balanza de pagos española. Apuntábamos entonces que la balanza de pagos estaba empezando a ser un problema importante para la economía española. La fuerte expansión de la economía española en los últimos años, provocada principalmente por la demanda interna, ha condicionado un crecimiento importante del déficit de balanza por cuenta corriente. Los datos del 3T04 revelaban que el déficit de balanza por cuenta corriente alcanzaba el 5,7% del PIB. El principal responsable de este déficit ha sido la balanza comercial. La balanza comercial de bienes subía al 7,4% del PIB, al tiempo que la balanza de servicios reducía su superávit.



Fuentes: MINECO, Bloomberg y Santander Central Hispano Bolsa.

En las conclusiones de aquel *Macro Observer* insistíamos en la dificultad de solucionar el déficit de la balanza por cuenta corriente, dado que España no puede recurrir ahora a una devaluación de la moneda como ya hizo a principios de los años noventa. Por tanto, las posibilidades se reducen a: (1) la desaceleración de la demanda interna unida a un incremento del ahorro; (2) la mejora de la posición de competitividad española; y la (3) recuperación de la balanza de servicios (posiblemente, mediante un cambio del modelo de turismo).

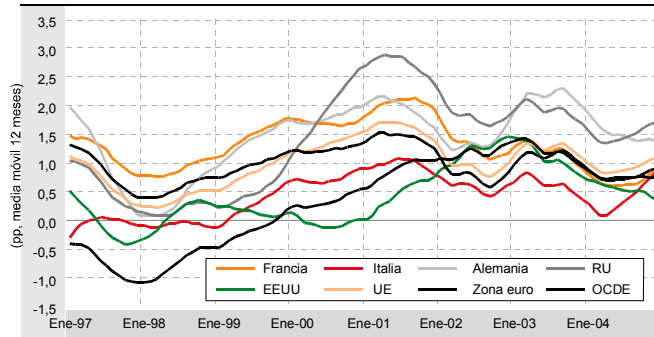
Partiendo de estas conclusiones, aprovechamos este “Rincón macro” para analizar la evolución de la posición competitiva de la economía española durante los últimos años y los posibles caminos para mejorarla en el futuro.

En primer lugar, nos centramos en los diferenciales acumulados en las variables de precios entre España y otras áreas económicas en los últimos años. Así, nos fijamos en los diferenciales del IPC, en los índices de valor unitario de exportaciones e importaciones, en costes laborales unitarios y en los índices de precios industriales. En segundo lugar, analizamos la evolución de la competitividad española a través de los índices de competitividad, incluido el tipo de cambio efectivo, nominal y real. Por último, nos detenemos en la penetración de productos extranjeros vía importaciones en la economía española en los últimos años.

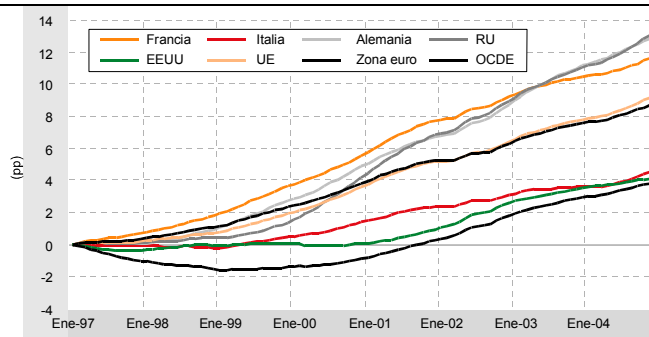
Los diferenciales del IPC se disparan en los últimos años

Nuestro primer método de análisis son los diferenciales de los precios entre España y las principales áreas y países económicos. Un incremento de los diferenciales del IPC (tasas de crecimiento del IPC español por encima de las del resto de los países) prolongado en el tiempo llevaría a una pérdida de competitividad; por el contrario, un crecimiento del IPC español inferior al del resto de los países a lo largo del tiempo provocaría una mejora de la posición competitiva.

España – Diferenciales del IPC (% interan.) 1997-2004



España – IPC: diferencial acumulado, 1997-2004



Fuentes: MINECO, Bloomberg y Santander Central Hispano Bolsa.

Tal como muestran los gráficos anteriores y el cuadro a continuación, la pérdida de competitividad evidenciada por el diferencial del IPC es indiscutible. Desde principios del año 2000, el IPC español ha crecido por encima del de sus principales socios económicos y, en estos momentos, su crecimiento sigue siendo superior. Por otro lado, comprobamos que el diferencial acumulado en el IPC desde 1997 es enorme frente a prácticamente todas las áreas económicas y grandes economías. Es preocupante el hecho de que el diferencial acumulado en el IPC frente a la zona euro —principal socio comercial de España— ha sido de casi 9 puntos porcentuales desde 1997.

España – Diferencial en el IPC, 1997-2004

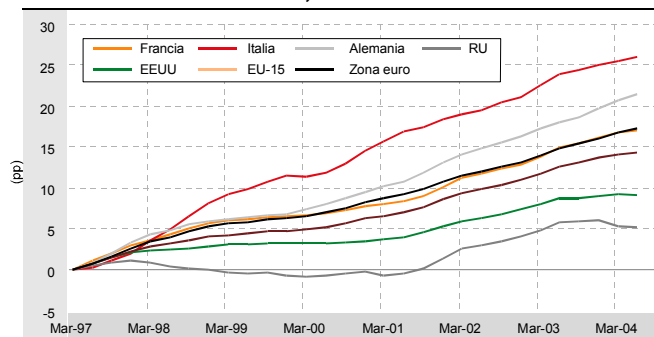
P. porcentuales	Alemania	Francia	Italia	R. Unido	UE	Z. euro	EEUU	Japón	OCDE
Diferencial (interan.) ¹	1,39	1,20	1,23	1,70	1,08	0,9	0,36	3,04	0,74
Acumulado ²	13,01	11,76	4,69	13,25	9,26	8,79	4,07	24,68	3,81

(1) Media 12 meses, diferencial interanual (%) en diciembre de 2004. (2) Diferencial acumulado en 1997-2004. Fuentes: MINECO y Santander Central Hispano Bolsa.

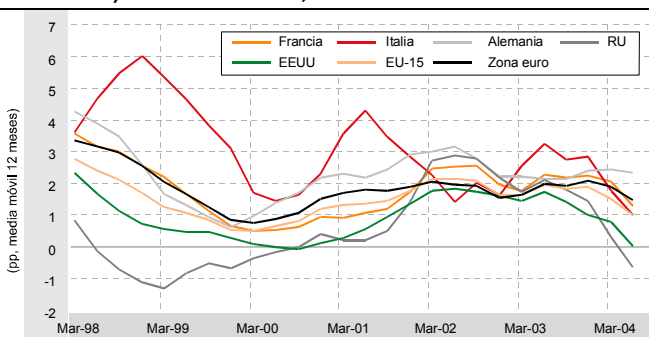
El crecimiento de los costes laborales unitarios debe reducirse en España

En nuestro intento por averiguar cómo pueden las compañías españolas entrar en competencia con el resto de países, dado el nivel de sus costes, encontramos nuestro segundo punto de interés: los costes laborales unitarios. Este parámetro compara el nivel de productividad entre los diferentes países a través de un análisis de los costes. Es decir, por lo general, a mayores niveles de productividad, niveles más bajos de costes laborales unitarios, incluso con salarios más altos. Evidentemente, un incremento de los diferenciales en los costes unitarios laborales (tasa de crecimiento de los costes laborales unitarios españoles superior a la del resto de países) que se prolongue en el tiempo provocaría una pérdida de competitividad, y viceversa, es decir, un crecimiento de los costes laborales unitarios españoles inferior al del resto de los países a lo largo del tiempo provocaría una mejora de la posición competitiva.

España – Diferencial acumulado en costes laborales unitarios en la economía, 1997-2004



España – Diferencial en costes laborales unitarios (% interan.) en la economía, 1998-2004



Fuentes: MINECO, Bloomberg y Santander Central Hispano Bolsa.



De nuevo, la pérdida de competitividad evidenciada por el diferencial en los costes laborales unitarios es innegable, tanto en el conjunto de la economía como en el sector industrial. No obstante, en términos relativos, la pérdida de posición competitiva en el sector industrial ha sido menor que en el conjunto de la economía. Las razones podrían ser: (1) la industria ha mantenido tasas de crecimiento superiores al conjunto de la economía (debido, principalmente a la ausencia de creación de empleo en el sector); (2) los costes salariales en la industria han crecido por debajo de los costes en el sector de la construcción (principal motor del crecimiento económico en los últimos años), aunque por encima del sector servicios; (3) la presión competitiva en la industria es mucho mayor que en los sectores de la construcción y servicios.

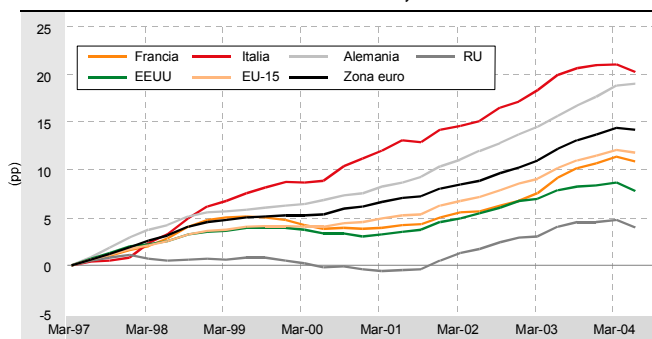
España – Diferencial en costes laborales unitarios en el conjunto de la economía y en el sector servicios, 1997-2004

P. porcentuales	Alemania	Francia	Italia	R. Unido	UE	Zona euro	EEUU
Conjunto de la economía							
Diferencial (interanual) ¹	2,35	1,30	1,00	-0,63	1,01	1,49	0,04
Acumulado ²	21,49	17,07	26,02	5,08	14,35	17,22	9,09
Sector industrial							
Diferencial (interanual) ¹	2,34	1,16	-0,42	-0,17	0,96	1,29	-0,33
Acumulado ²	19,02	10,94	20,32	3,97	11,81	14,27	7,80

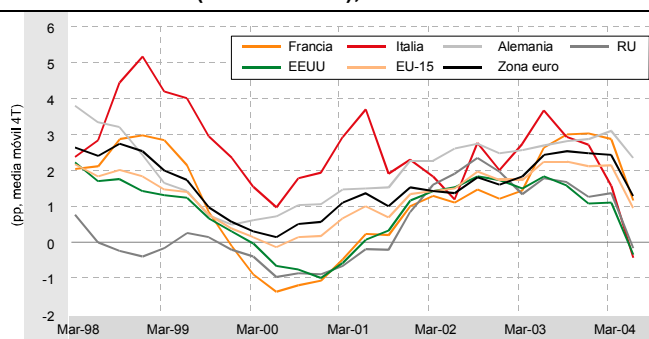
(1) Media 12 meses, diferencial interanual en 2T04. (2) Diferencial acumulado en 1997-2T04.
Fuente: MINECO y Santander Central Hispano Bolsa.

Por tanto, el diferencial acumulado en los costes laborales unitarios entre España y nuestros competidores debería reducirse en los próximos años o, al menos, el ritmo de crecimiento de dicho diferencial registrado en los últimos cinco años, dado que los costes han sido menores en términos absolutos en España durante un largo periodo de tiempo. Tal como apuntan los gráficos, parece que los diferenciales en las tasas de crecimiento anual ya han empezado a reducirse. La solución para mantener esta tendencia positiva podría ser: (1) el control de costes a través de una moderación de las tasas de crecimiento de los salarios a corto plazo (como solución primera y más rápida); y (2) unas mayores tasas de crecimiento de la productividad, que permitirían un incremento de la renta sin que ello suponga incrementos de los costes (como solución a medio plazo).

España – Diferencial acumulado en los costes laborales unitarios en la industria, 1997-2004



España – Diferencial en costes laborales unitarios en la industria (% interanual), 1998-2004

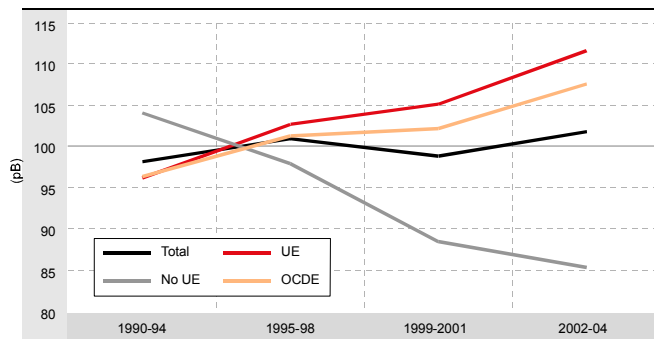


Fuentes: MINECO, Bloomberg y Santander Central Hispano Bolsa.

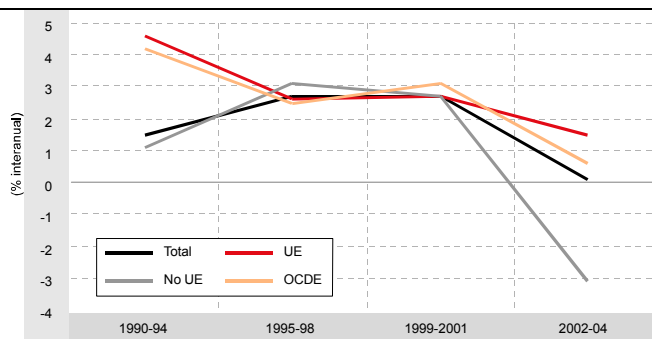
Los índices de valor unitario (IVU) de exportaciones e importaciones también reflejan la pérdida de competitividad

Los índices de valor unitario de exportaciones e importaciones son otra herramienta válida para comprobar la evolución de los precios de exportación e importación de una economía con sus socios comerciales. El ratio índice de valor unitario de exportaciones sobre índice de valor unitario de importaciones permite comprobar si una economía mejora su posición competitiva (el ratio cae cuando los precios de las importaciones son mayores que los de las exportaciones) o si la está perdiendo (el ratio sube cuando los precios de las exportaciones son superiores a los de las importaciones). Por otro lado, la evolución del índice de valor unitario de las exportaciones permite comprobar: (1) si la posición de competitividad cambia gracias a una variación en los precios de exportaciones; y (2) la evolución de los precios de las exportaciones frente a índices de precios domésticos como el IPC o los costes laborales unitarios, para ver si las compañías pueden trasladar la subida de costes a la demanda extranjera o, por el contrario, deben soportar caídas de márgenes o beneficios.

España – Ratio IVU de exportaciones sobre IVU de importaciones por áreas económicas, 1990-2004



España – IVU de exportaciones por áreas económicas, 1990-2004

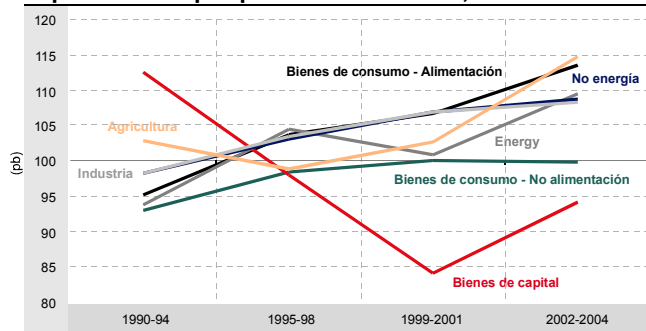


Fuente: MINECO, Bloomberg y Santander Central Hispano Bolsa.

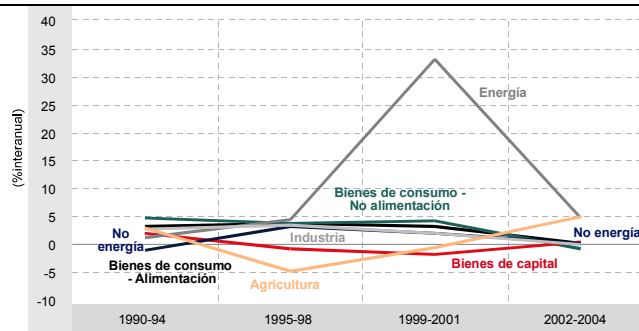
En primer lugar, si nos fijamos en áreas económicas, los gráficos y la figura 3 demuestran que España ha perdido ventaja competitiva frente al resto de países, aunque no de manera homogénea. Así, España es menos competitiva frente a los países de la UE y de la OCDE, pero ha ganado posición competitiva frente a los países no pertenecientes a la UE. La moderación de los precios de exportación con todas las áreas económicas es notable, especialmente en el caso de los países de fuera de la Unión Europea. En nuestra opinión, esto es negativo al significar que hemos perdido competitividad frente a nuestros principales socios comerciales (UE), y lo que hemos podido ganar frente a los países no pertenecientes a la UE no tendrá prácticamente impacto en nuestra balanza comercial. Además, la pérdida de competitividad con los países de la UE sólo puede mejorarse mediante un diferencial en los precios y no mediante tipos de cambio, como en el caso de los países no pertenecientes a la UE.



España – Ratio IVU de exportaciones sobre IVU de importaciones por productos/sectores, 1990-2004



España – IVU de exportaciones por productos/sectores, 1990-2004



Fuentes: MINECO, Bloomberg y Santander Central Hispano Bolsa.

El desglose por productos y sectores también revela datos interesantes: (1) seguimos manteniendo cierta posición competitiva en bienes de capital; (2) hemos perdido competitividad prácticamente en el resto de productos a excepción de en bienes de consumo distintos de alimentación; (3) la pérdida de ventaja competitiva es especialmente notable en productos de alimentación y agrícolas, así como en productos industriales; (4) la bajada o subida de los precios de las exportaciones son prácticamente mínimas en todos los productos o sectores, menos en agricultura. Resumiendo, por productos y sectores, nuestra posición competitiva también es negativa, puesto que sólo mostramos cierta ventaja en productos o sectores (bienes de capital) cuya ponderación en nuestras exportaciones es reducida.

Por último, si contrastamos los precios de las exportaciones con los precios domésticos y los costes laborales, observamos que los primeros están creciendo menos que los últimos, lo que significa que las compañías de exportación han registrado un deterioro de sus márgenes en los últimos años.

España – Índice de valor unitario de exportaciones e importaciones, 1990-2004

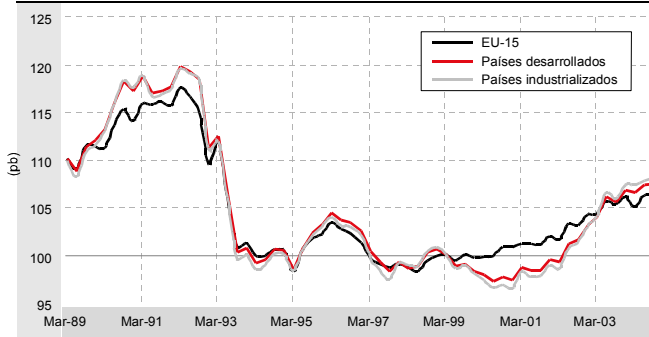
Periodos	1990-94	1995-98	1999-2001	2002-2004	1990-94	1995-98	1999-2001	2002-2004
Áreas económicas								
Ratio índice de valor unitario de exportaciones sobre importaciones (puntos básicos)					Índice de valor unitario de exportaciones (% interanual)			
Total	98,1	101,0	98,9	101,8	1,5	2,7	2,7	0,1
UE	96,2	102,7	105,1	111,6	4,6	2,6	2,7	1,5
No UE	104,1	98,0	88,5	85,2	1,1	3,1	2,7	-3,1
OCDE	96,4	101,2	102,2	107,7	4,2	2,5	3,1	0,6
Bienes y sectores								
Ratio índice de valor unitario de exportaciones sobre importaciones (puntos básicos)					Índice de valor unitario de exportaciones (% interanual)			
Total	98,1	101,0	98,9	101,8	1,5	2,7	2,7	0,1
B. consumo	93,5	99,8	101,4	102,7	4,3	3,7	4,0	-0,4
Alimentación	95,1	103,6	106,6	113,5	3,3	3,7	3,3	0,4
No aliment.	93,0	98,4	100,1	99,8	4,7	3,7	4,4	-0,7
B. de capital	112,5	98,0	84,1	94,1	2,1	-0,7	-1,7	0,6
B. intermedios	97,6	102,1	101,0	101,5	-0,9	3,2	3,0	0,5
Energía	93,8	104,5	100,8	109,4	1,3	4,6	33,2	4,8
No energía	98,2	103,0	106,8	108,7	-1,0	3,2	2,0	0,2
Industrial	98,2	103,4	106,8	108,2	2,8	3,6	2,1	0,0
Agricultura	102,8	98,8	102,7	114,8	3,1	-4,6	-0,5	5,1

Fuentes: MINECO y Santander Central Hispano Bolsa. Todos los datos son medias del periodo.

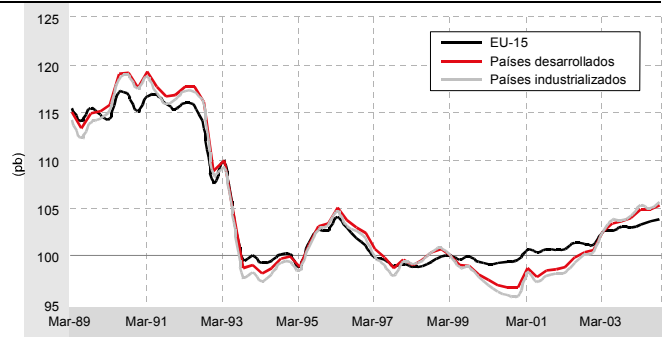
Los índices de competitividad también reflejan una clara pérdida en los últimos años

Por último, otros parámetros para medir la competitividad como el índice de tipo de cambio efectivo nominal y el índice de tipo de cambio efectivo real (utilizando tanto precios de consumo como de producción) también revelan que nuestra posición competitiva ha sufrido un deterioro significativo en los últimos años. Un avance en el índice apunta a un deterioro de la competitividad, y un retroceso en el índice señala a una ganancia en la capacidad competitiva.

España – Índices de competitividad usando precios de consumo, 1989-2004



España – Índices de competitividad usando precios manufactureros, 1989-2004

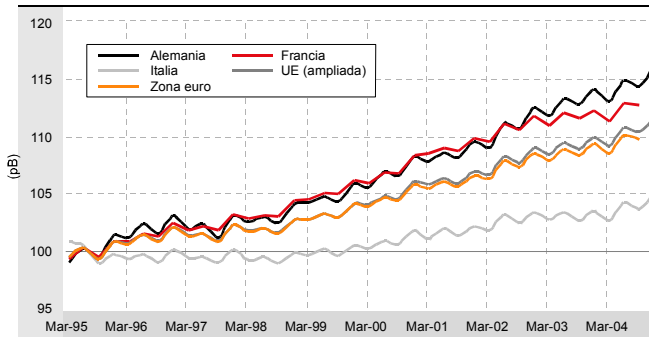


Fuentes: Banco de España y Santander Central Hispano Bolsa.

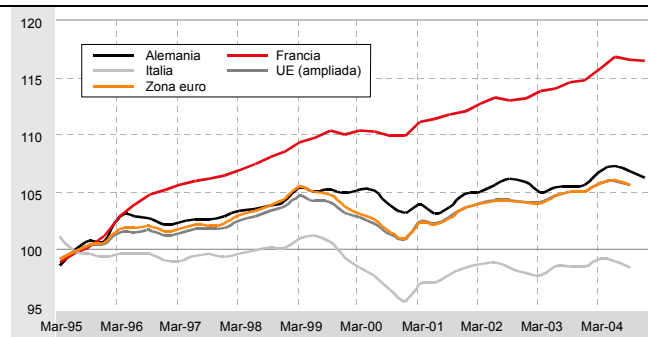
Como muestran los gráficos, la pérdida de competitividad ha sido más drástica en los últimos años, aunque sin llegar a los niveles de los años noventa. Además, conviene mencionar que los índices de competitividad calculados con precios manufactureros o industriales no se han deteriorado tanto como los calculados con precios de consumo.

Por otro lado, recordemos que la mejora registrada por los índices de competitividad entre 1990 y 1993 se consiguió gracias a una devaluación de la peseta, y no por una fuerte desaceleración de las tasas de crecimiento de los precios o una caída en términos relativos. Y esa solución a la que se recurrió a principios de la década de los noventa para mejorar nuestra posición competitiva (devaluación de la moneda) no es una alternativa en estos momentos.

España – Índice de tipo de cambio efectivo real (IPC), 1995-2004



España – Índice de tipo de cambio efectivo real (precios industriales), 1995-2004



Fuentes: Mineco y Santander Central Hispano Bolsa.



Conclusión: la posición competitiva de la economía española empieza a preocupar

Llegamos a la conclusión de que el deterioro de la competitividad de la economía española es un problema real al que hay que enfrentarse cuanto antes. La solución tradicional al problema —devaluación de la moneda— no es posible en la situación actual, por lo que habrá que recurrir a otras alternativas como: (1) procesos de liberalización en los mercados laboral y de bienes y servicios; (2) incremento de la productividad; e (3) inversión en tecnología para producir bienes de mayor valor añadido. En resumen, políticas de oferta que podrían introducir mayor flexibilidad en nuestra economía y elevar los niveles de nuestra productividad.

Si no se toman medidas, será imposible mejorar el déficit de la balanza comercial mediante un aumento de las exportaciones y nuestra economía se verá seriamente afectada.

ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

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

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

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

Datos financieros*	2002	2003	2004	Cons.	2005P	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)	-	3,25 (2,63)	3,50	4,25 (4,13)	-
Bono 10 años								
Zona euro	4,20 (4,77)	4,29 (4,09)	3,68 (4,06)	-	4,20 (4,05)	4,19	4,90 (4,60)	4,46
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 (enero de 2005), Eurozone Barometer (enero de 2005) y previsiones y estimaciones de Santander Investment Securities y previsiones y estimaciones de Santander Central Hispano Bolsa.



APÉNDICE 1

Resumen de indicadores de la zona euro, 2001-4T04

PIB y sus componentes	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas					
	2001	2002	2003	1T04	2T04	3T04	4T04	3T03	4T03	1T04	2T04	3T04	4T04
Consumo privado	1,9	0,6	1,0	1,0	1,1	0,9	-	1,2	0,1	2,7	0,4	0,4	-
Gasto público	2,4	3,1	1,6	1,7	1,7	1,5	-	2,7	1,9	0,5	1,6	2,0	-
F. B. capital fijo	-0,4	-2,7	-0,5	1,0	1,5	1,8	-	1,4	4,2	-1,0	1,2	3,0	-
Var. existencias (contrib.)	0,0	-0,4	-0,1	0,0	0,3	1,3	-	-1,3	2,6	-0,4	0,4	2,7	-
Demanda interna	0,9	0,3	1,2	1,2	1,6	2,6	-	0,2	4,1	1,0	1,2	4,1	-
Exportaciones	3,3	1,9	0,2	3,8	7,4	6,2	-	10,9	1,0	6,5	11,7	6,0	-
Importaciones	1,6	0,5	2,0	3,3	6,6	8,7	-	5,9	7,7	2,3	10,6	14,6	-
Aportac. sector Exterior	0,7	0,6	-0,7	0,2	0,4	-0,8	-	1,9	-2,5	1,6	0,6	-3,0	-
PIB	1,6	0,9	0,5	1,4	2,1	1,8	-	2,1	1,6	2,7	1,9	1,1	-
PIB nom. (€ mds)	6847,3 7082,3			7265,3									
Indicadores de actividad	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	1T04	2T04	3T04	4T04	ago-04	sep-04	oct-04	nov-04	dic-04	ene-05
Producción industrial (IPI)	0,6	-0,3	0,3	1,4	3,3	2,9	-	3,3	2,8	1,2	0,0	-	-
-sin construcción	0,4	-0,5	0,3	1,0	3,1	2,8	-	2,0	3,5	1,1	0,5	-	-
Producción manufacturera	0,3	-0,8	0,0	1,0	3,2	2,8	-	2,5	3,5	1,1	0,2	-	-
Ventas al por menor	1,6	0,0	0,3	0,4	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,7	0,2	0,5	-
Nuevas matriculaciones	0,0	-2,4	-1,2	1,5	3,4	-0,9	2,8	-1,4	-0,9	2,5	2,3	3,5	-
Utilización capacidad prod.	83,2	81,2	81,1	80,6	80,8	81,6	82,0						
Indicadores de confianza	Media anual			Media trimestral				Índice					
	2001	2002	2003	1T04	2T04	3T04	4T04	ago-04	sep-04	oct-04	nov-04	dic-04	ene-05
Clima económico	100,8	94,4	93,4	98,6	99,9	100,6	100,9	100,9	100,9	101,5	100,9	100,2	100,6
Clima empresarial	-0,19	-0,53	-0,43	-0,01	0,34	0,52	0,45	0,48	0,51	0,53	0,39	0,44	0,40
Confianza industria	-9	-11	-10	-7	-5	-4	-3	-4	-3	-3	-3	-4	-5
Confianza construcción	-10	-19	-20	-19	-16	-15	-14	-15	-15	-14	-14	-13	-14
Confianza comercio minorista	-8	-17	-12	-9	-8	-8	-8	-7	-9	-7	-10	-7	-6
Confianza servicios	15	1	2	11	12	12	11	13	11	12	11	10	13
Confianza consumidores	-5	-11	-18	-14	-14	-14	-13	-14	-13	-13	-13	-13	-13
PMI	48	50	49	52,8	54,4	53,9	51,4	53,9	53,1	52,4	50,4	51,4	51,9
- Producción	49	52	51	53,9	56,0	55,9	52,3	55,7	54,8	54,0	50,5	52,4	53,3
- Nuevos pedidos	47	51	50	55,0	56,1	55,2	51,3	55,5	54,1	52,6	49,8	51,6	52,9
- Empleo	49	47	47	48,4	48,9	49,5	48,4	49,4	49,5	49,0	48,0	48,3	48,1
- Existencias	47	46	46	46,9	48,4	49,2	49,5	49,4	48,8	48,9	49,4	50,1	49,4
- Tiempos de entrega proveedores	53	50	50	45,0	40,4	43,1	44,6	43,4	43,9	44,0	44,4	45,4	46,1
- Precios	48	52	52	59,8	70,7	69,4	72,8	66,6	71,3	76,4	72,1	69,9	69,1
Precios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	1T04	2T04	3T04	4T04	ago-04	sep-04	oct-04	nov-04	dic-04	ene-05
IPC	2,4	2,3	2,1	1,7	2,3	2,3	2,3	0,2	0,1	0,4	-0,1	0,3	-
Infl. subyacente	1,8	2,4	1,8	1,8	1,9	1,8	1,8	0,3	0,2	0,3	0,0	0,5	-
PPI (excl. construcción)	2,0	-0,1	1,4	0,2	2,0	3,1	3,8	0,4	0,2	0,8	-0,2	-0,2	-
Deflactor PIB	2,4	2,5	2,1	1,9	2,1	1,8	-						
Deflactor de la demanda interna	2,2	2,1	1,8	1,5	2,1	1,9	-						
Costes y salarios	2001 2002 2003			1T04 2T04 3T04 4T04									
Coste laboral unitario	2,6	2,2	2,0	1,0	0,4	0,1	-						
Remuneración asalariado	2,8	2,6	2,4	2,2	2,2	1,5	-						
Productividad	0,2	0,4	0,4	1,2	1,8	1,4	-						
Mercado de trabajo	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	1T04	2T04	3T04	4T04	ago-04	sep-04	oct-04	nov-04	dic-04	ene-05
Tasa de desempleo	8,0	8,5	8,9	9,0	8,8	8,9	8,8	8,9	8,9	8,8	8,8	8,9	-
Sec. monetario y financiero	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	1T04	2T04	3T04	4T04	ago-04	sep-04	oct-04	nov-04	dic-04	ene-05
M3	10,9	6,6	6,4	5,7	5,2	6,0	6,2	0,4	0,7	0,6	0,3	0,7	-
M3 Media móvil 3m	7,9	7,1	7,0	5,9	5,2	5,8	-	5,7	5,8	5,9	6,1	-	-
Préstamos al sector privado	7,0	4,0	4,7	4,6	5,4	5,8	6,3	-0,1	0,7	0,6	0,8	0,5	-
Datos financ. (tasas inter.)	2001 2002 2003			1T04 2T04 3T04 4T04				ago-04 sep-04 oct-04 nov-04 dic-04 ene-05					
Tipo efectivo €	1,5	3,0	11,4	8,5	1,2	2,7	3,7	2,8	3,5	3,2	4,7	3,3	-
Tipo efectivo real € (CPI)	0,6	4,1	12,6	8,9	1,6	2,8	3,3	3,1	3,4	2,9	4,3	2,8	-
Tipo efectivo real € (PPI)	1,7	3,9	11,2	7,3	0,5	2,2	2,5	2,4	3,0	2,3	3,3	2,0	-
Tipo efectivo real € (ULC)	-1,1	2,6	13,0	10,7	2,4	-	-						
Sector exterior	2001 2002 2003			1T04 2T04 3T04 4T04				ago-04 sep-04 oct-04 nov-04 dic-04 ene-05					
Saldo cta. corriente (% PIB)	-0,2	0,8	0,3	0,8	0,3	0,5	-	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
- EUR Mds (1)	-11	58	22	27	44	50	40	50	45	40	40	-	-
Cuentas públicas (% PIB)	1992 1993 1994			1995 1996 1997 1998				1999 2000 2001 2002 2003 ene-00					
Total recursos	47,1	47,7	47,3	46,9	47,6	47,9	47,3	47,8	47,5	46,8	46,3	46,3	0,0
Total empleos	52	53,5	52,5	52,0	52,0	50,6	49,6	49,1	48,5	48,6	48,7	49,1	0,0
Déficit/Superávit	-5,0	-5,9	-5,2	-5,2	-4,3	-2,7	-2,3	-1,3	-1,0	-1,7	-2,4	-2,7	0,0

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

APÉNDICE 2

ESTADOS UNIDOS: Indicadores, 2001-1T04

PIB y sus componentes	2002	2003	Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas			
			1T04	2T04	3T04	4T04	1T04	2T04	3T04	4T04
Consumo privado	3,1	3,3	4,2	3,6	3,6	3,9	4,1	1,6	5,1	4,6
Gasto e inv. públicos	4,4	2,8	2,8	1,6	1,8	1,6	2,5	2,2	0,7	0,9
Inversión privada	-2,4	4,4	12,8	16,8	11,7	10,6	12,3	19,0	2,4	9,2
- Equipo	-5,5	6,4	13,1	13,9	12,9	13,6	8,1	14,2	17,5	14,9
- Construcción	-4,4	3,7	8,7	9,3	5,9	3,4	1,0	13,5	0,8	-1,0
Demanda interna	2,5	3,4	5,2	5,1	4,5	4,5	5,1	4,2	3,9	4,7
Exportaciones	-2,4	1,9	8,4	10,8	9,4	4,1	7,3	7,3	6,0	-3,9
Importaciones	3,4	4,4	8,1	10,7	11,1	9,2	10,6	12,6	4,6	9,1
PIB	1,9	3,0	5,0	4,8	4,0	3,7	4,5	3,3	4,0	3,1
PIB nominal (M.M. \$)	10487	11004								
Actividad general	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	1T04	2T04	3T04	4T04	ago-04	sep-04	oct-04	nov-04	dic-04	ene-05
Indicador adelantado	4,0	4,2	2,3	1,0	2,2	1,9	1,1	1,1	1,0	-
Indicador coincidente	2,0	2,7	2,6	2,5	2,8	2,5	2,6	2,4	2,5	-
Ratio existencias/Ventas	1,27	1,23	1,23	1,24	1,23	1,24	1,24	1,24	1,23	-
Producción industrial	2,8	4,9	4,6	4,2	5,0	3,9	4,5	3,7	4,4	-
Utilización capacidad (1)	77,7	77,7	78,3	78,6	78,3	78,0	78,5	78,6	79,2	-
Índice ISM	25,6	27,2	10,5	-4,8	7,2	7,3	-0,4	-6,0	-7,7	-10,2
Índice ISM (1)	62,1	62,3	61,6	57,6	59,6	59,1	57,5	57,6	57,3	56,4
Consumo privado	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	1T04	2T04	3T04	4T04	ago-04	sep-04	oct-04	nov-04	dic-04	ene-05
Ganancia real por hora	0,2	-0,7	-0,4	-0,9	-0,2	0,0	-0,7	-1,2	-0,8	-
Ventas al por menor	7,8	7,8	6,5	8,2	4,7	7,7	8,8	7,2	8,7	-
-sin autos	8,2	9,4	7,8	8,7	7,1	8,1	8,9	8,5	8,6	-
Gastos de consumo	4,2	3,6	3,6	3,9	3,0	4,0	4,2	3,5	4,0	-
Confianza consumidores (1)	88,5	93,0	105,7	92,6	98,7	96,7	92,9	92,6	102,7	103,4
Expectativas consumidor (1)	91,9	94,8	105,3	90,2	97,3	97,7	92,2	90,2	100,7	98,4
Tasa de ahorro familiar (1)	0,9	1,5	0,5	0,3	0,7	0,3	0,2	0,3	3,4	-
Crédito al consumo	5,0	4,0	4,2	-	3,9	4,2	4,3	3,9	-	-
Inversión en equipo	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	1T04	2T04	3T04	4T04	ago-04	sep-04	oct-04	nov-04	dic-04	ene-05
Nuevos pedidos	8,5	13,1	11,7	10,2	12,2	10,7	9,1	11,6	9,9	-
-ex autos	9,0	14,2	12,4	11,9	13,3	12,2	11,5	12,8	11,4	-
Pedidos b. capital sin def. y aviones	11,3	12,3	12,1	11,2	14,6	10,7	12,5	11,3	9,9	-
ISM: Producción	29,2	25,5	6,5	-12,3	-2,4	4,1	-5,6	-13,1	-17,7	-16,2
ISM: Nuevos pedidos	28,7	24,8	2,7	-10,6	1,0	-3,9	-9,1	-14,1	-8,4	-18,4
Benef. después de impuestos	3T02	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04	3T04	4T04
	23,5	31,8	14,3	6,7	9,8	14,7	17,2	19,5	5,8	-
Construcción	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	1T04	2T04	3T04	4T04	ago-04	sep-04	oct-04	nov-04	dic-04	ene-05
Viviendas iniciadas	11,2	10,0	4,6	-3,7	10,0	-0,9	4,1	-12,0	-3,1	-
Ventas nuevas viviendas	22,2	9,2	-0,2	3,3	-2,6	7,5	10,7	1,0	-2,0	-
Gastos de construcción	7,2	10,2	9,6	8,1	9,3	8,9	8,0	7,7	8,7	-
Permisos de construcción	6,7	9,7	4,0	2,8	0,3	2,8	0,2	5,6	2,7	-
Empleo y salarios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	1T04	2T04	3T04	4T04	ago-04	sep-04	oct-04	nov-04	dic-04	ene-05
Población activa	0,5	0,3	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	1,0	0,8
Empleo total	0,7	0,9	1,5	1,3	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
Tasa de paro (% pob. activa) (1)	5,6	5,5	5,5	5,4	5,4	5,4	5,5	5,4	5,4	5,2
Duración media paro (sem.) (1)	20,2	19,7	18,5	19,8	19,2	19,6	19,7	19,8	19,3	19,3
Jornada media laboral (horas) (1)	33,8	33,7	33,7	33,7	33,7	33,8	33,8	33,7	33,8	33,7
Ganancia media por hora	1,8	2,1	2,2	2,5	2,2	2,4	2,6	2,4	2,6	2,6
Coste del empleo total	3T02	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04	3T04	4T04
	3,7	3,6	3,9	3,8	4,0	3,9	3,8	3,9	3,8	3,7
Precios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	1T04	2T04	3T04	4T04	ago-04	sep-04	oct-04	nov-04	dic-04	ene-05
Inflación	1,8	2,9	2,7	3,3	2,7	2,5	3,2	3,5	3,3	-
Inflación subyacente	1,3	1,8	1,8	2,1	1,7	2,0	2,0	2,2	2,2	-
Precios producción	2,3	4,2	3,5	4,5	3,3	3,3	4,4	5,0	4,1	-
P. producc sin energía y alim.	0,9	1,5	1,6	2,0	1,5	1,9	1,8	1,9	2,2	-
Precios importación	1,4	5,7	7,0	8,6	7,1	8,2	9,9	9,1	6,9	-
Precios exportación	2,9	4,2	4,2	4,2	4,0	4,0	4,4	4,2	4,1	-
Sector exterior	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	1T04	2T04	3T04	4T04	ago-04	sep-04	oct-04	nov-04	dic-04	ene-05
Saldo B. bienes y servicios (4)	-506,0	-522,0	-561,0	-605,0	-561	-571	-585	-605	-	-
Saldo B. bienes y servicios (4) % PIB	-4,4	-4,5	-4,7	-5,1	-4,4	-4,5	-4,6	-4,7	-	-
Saldo Balanza comercial (4)	-588,4	-607,5	-648,1	-693,7	-648	-658	-673	-694	-	-
Saldo Balanza comercial (4) % PIB	-5,1	-5,2	-5,5	-5,8	-5,1	-5,2	-5,3	-5,4	-	-
Tipo cambio efectivo nominal	-12,3	-5,9	-7,1	-6,3	-7,8	-6,4	-4,5	-7,9	-6,7	-3,8
Política económica	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	1T04	2T04	3T04	4T04	ago-04	sep-04	oct-04	nov-04	dic-04	ene-05
Oferta monetaria (M2)	4,5	4,7	3,6	5,2	3,2	4,1	4,6	5,3	5,6	-
Tipo fondos federales (1)	1,01	1,01	1,27	1,92	1,43	1,62	1,75	1,92	2,16	2,29
Ingresos federales (3)	410	550	479	487	138	207	137	135	216	-
Gastos federales (3)	580	576	565	606	179	183	194	192	219	-
Déficit público federal (3)	-171	-26	-86	-119	-41	25	-57	-58	-3	-

(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 Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. ("Santander Central Hispano 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 Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. 2005. Reservados todos los derechos.

