

THE IBERIAN MACRO OBSERVER

Débil semana macro

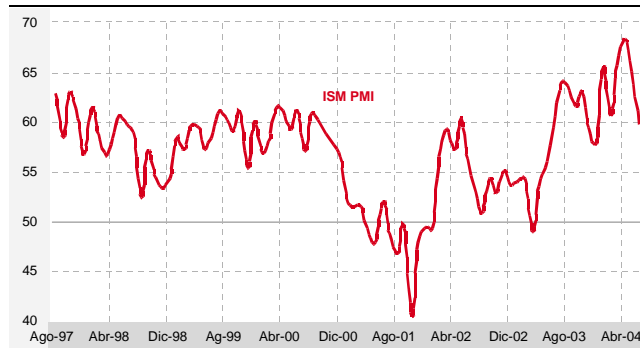
Jesús Gómez
(34) 91-701-9316
jegomez.madrid@sinvest.es

Nuria Cerdá
(34) 91-701-9283
ncerda.madrid@sinvest.es

Cristina Bergón
(34) 91-701-9309
Cbergon.Madrid@sinvest.es

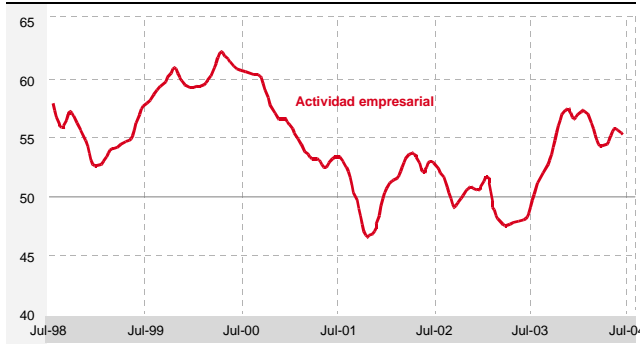
Antonio Espasa
(34) 91-701-9319
aespasa.madrid@sinvest.es

ISM no manufacturero (EEUU) – Índice general, 1997-2004



Fuente: Bloomberg y Santander Central Hispano Bolsa.

PMI Servicios (Zona euro) – Actividad empres., 1998-2004



Fuente: Bloomberg y Santander Central Hispano Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) Posible ligera mejora de la balanza comercial
- (2) Las ventas al por menor podrían caer en junio
- (3) Posible desaceleración en el crecimiento de los precios de producción
- (4) La producción industrial podría aumentar ligeramente en junio
- (5) Posible subida moderada de los precios de consumo

En la zona euro:

- (1) En Francia, el IPC podría reducir el ritmo de crecimiento en junio
- (2) En España, el IPC podría registrar una desaceleración en junio
- (3) El PIB de la zona euro añadiría un 0,6% trimestral
- (4) Sin grandes cambios en los precios de producción industrial de la zona euro
- (5) En Francia, el IPC podría reducir el ritmo de crecimiento en junio

■ En la última quincena, los asuntos fiscales y la administración pública copan las noticias en España. El ministro de Administraciones Públicas, Jordi Sevilla, visitaba a los presidentes autonómicos para escuchar sus peticiones y tenerlas en cuenta en el proceso de reforma estatutaria de las autonomías. El ministro de Economía, Pedro Solbes, parte con un superávit del 0,1% del PIB como presupuesto para todas las administraciones en 2005. La totalidad del gasto público ascendería al 6% del PIB, cifra superior al crecimiento nominal previsto en 2005. Por último, la OCDE aconseja a España liberalizar el mercado laboral para potenciar la creación de empleo.

■ La semana en EEUU: los comentarios de la Fed insisten en que la economía del país “crece por sí sola”. Estamos de acuerdo, aunque creemos que el crecimiento del PIB en el 2S04E sería menor que en el 1S04. Así lo apuntan los indicadores adelantados y de confianza. El dato de actividad no manufacturera bajaba desde 65,2 puntos del mes anterior hasta 59,9 en junio. Los pedidos de fábrica retrocedían en mayo, y las solicitudes de empleo semanales se reducían la semana pasada.

■ La semana en la zona euro: la venta de automóviles en España repite dato positivo, pero la balanza comercial se mantiene en terreno negativo. Los datos de empleo en España son buenos. Los precios de producción de la zona euro moderan su tendencia alcista y el PMI servicios retrocede en junio. La demanda interna de la zona euro no levanta cabeza, como adelantaban los datos de ventas al por menor. En Alemania, los datos son, en general, positivos, con pedidos y producción industrial fuertes.

LA SEMANA PASADA

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
LUNES 05-Jul	10:00	Zona euro	PMI Servicios	Jun	55,8	55,4	55,3
MARTES 06-Jul	9:55	Alemania	Tasa de desempleo BBK/desest.	Jun	9,8/10,5	9,8/10,5	9,8/10,5
	9:55	Alemania	Variación del número de desempleados	Jun	7.000 R	10.000	-1.000
	9:55	Alemania	Variación del número de empleados	Jun	-33.000 R	-20.000	-28.000
	11:00	Zona euro	Ventas al por menor (m/a)	May	-1,0 R/0,5 R	-0,6/0,8	-1,3/-0,9
	16:00	EEUU	ISM No Manufacturas	Jun	65,2	64,5	59,9
MIÉRCOLES 07-Jul	12:00	Alemania	Pedidos de fábrica (BBK) (m/a)	May P	1,9/7,2 R	0,0/8,8	1,6/11,3
	0:30	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Jun 4	-11	-	-8
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Jul 2	-4,4	-	19,5
JUEVES 08-Jul	10:00	Zona euro	El BCE publica su informe mensual de julio				
	12:00	Alemania	Producción industrial (m/a)	May P	1,4/2,2	0,2/3,1	1,1/4,2
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Jul 3	349.000	345.000	310.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	Jun 26	2,95 mn	2,93 mn	2,87 mn
	21:00	EEUU	Crédito al consumo	May P	5.300 mn R	7.500 Mn	8.200 mn
VIERNES 09-Jul	8:00	Alemania	Saldo balanza comercial por cuenta corriente	May	9.700 mn R	6.000 mn	8.800 mn
	8:00	Alemania	Balanza comercial	May	14.300 mn R	13.000 mn	14.200 mn
	8:00	Alemania	Exportaciones/Importaciones desest. (m)	May	5,2/4,1	-1,1/-	3,9/3,4
	12:00	Zona euro	OECD Indicadores adelantados	May	105,9 R	-	106,2
	16:00	EEUU	Inventarios al por mayor	May	-0,31	0,5	-

(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.

ESCASOS DATOS MACROECONÓMICOS

Los acontecimientos más interesantes en la economía española en las últimas dos semanas

El Gobierno pide la colaboración de las Autonomías en el proceso de reforma estatutaria

- Modificación de los estatutos autonómicos:** en las dos últimas semanas, las noticias más relevantes en nuestro país han tratado de asuntos fiscales y de administraciones públicas. El ministro de Administraciones Públicas, Jordi Sevilla, se reunía con todos los presidentes autonómicos para escuchar sus principales demandas económicas y políticas, y tenerlas en cuenta en el proceso de reforma estatutaria de las autonomías. Todas las autonomías coinciden en las dificultades derivadas de los gastos sanitarios y de educación (principales problemas de la reforma de financiación autonómica). Este propósito de colaboración perseguido por el Gobierno puede provocar una acumulación de reclamaciones que llevará su tiempo atender. Lo más probable es que las soluciones adoptadas no beneficien a más de dos o tres autonomías a la vez, lo que nos llevaría de nuevo al principio. Estas requerirían un esfuerzo significativo por parte del nuevo Secretario para implantar estas medidas en tiempo record.

Por otro lado, el Gobierno pretende destinar una décima parte de los excedentes de las contribuciones a la Seguridad Social a la sostenibilidad de los fondos de pensiones. Los fondos de reserva cuentan con 18.900 mn € tras las últimas aportaciones de 3.700 mn € de este mes.

La OCDE recomienda mayor flexibilidad en el mercado laboral español

- El mercado laboral:** los últimos estudios de la OCDE recomiendan “relajar” la legislación laboral para facilitar la contratación permanente. Sin embargo, para ello, es necesario acometer algunas reformas en el INEM. Las recomendaciones también salpican a los convenios colectivos, que deberían ser más flexibles para mejorar la calidad de los contratos. Sin embargo, los sindicatos preferirían llegar a nuevos acuerdos para los contratos temporales y reforzar las inspecciones de trabajo para reducir los abusos. En cualquier caso, todo confirma la necesidad de una reforma del mercado laboral en España.



Presupuestos más reducidos para Justicia y Fomento

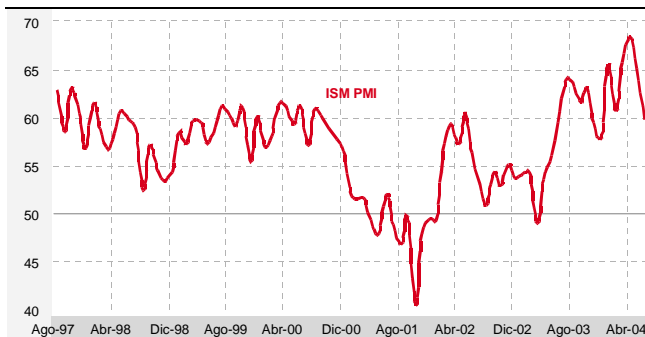
- **Dpto. de Hacienda y Presupuestos:** el descontento asoma en los pasillos del departamento de Hacienda y Presupuestos del M° de Economía tras conocer que el Gobierno popular comprometió una suma importante del gasto público hasta 2007. Los más afectados son los Ministerios de Justicia y Fomento (con más del 90% del presupuesto asignado), que en los próximos años recibirán menos fondos que otros como I+D (aumento progresivo del 25% anual), becas e infraestructuras. El ministro de Economía, Pedro Solbes, parte de un superávit del 0,1% del PIB como presupuesto para todas las administraciones en 2005. La totalidad del gasto público ascendería al 6% del PIB, cifra superior al crecimiento nominal previsto. También Miguel Ángel Fernández, Secretario de estado para Hacienda y Presupuestos del Ministerio de Economía, hacía públicas diversas “disfunciones presupuestarias” del Gobierno anterior, que habrá que corregir y que reducirán todavía más el dinero para gastar. Entre ellas, la de los astilleros y Argentina (1.000 mn US\$).

Las autonomías reclaman la continuación de su situación fiscal actual

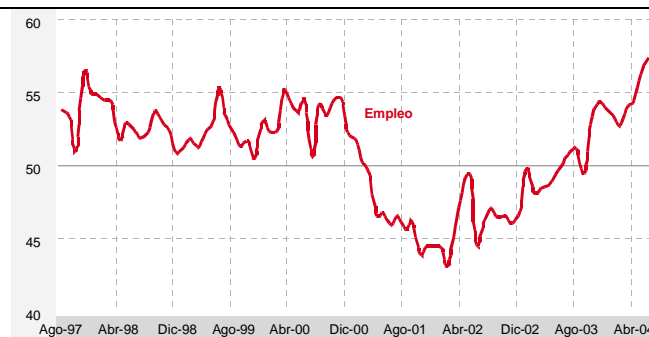
- **Impuestos:** el colectivo de autónomos se queja de la intención del Gobierno de aumentar su contribución a la Seguridad Social. La Eurostat publicaba datos referentes a la presión fiscal de cada uno de los países europeos, según los cuales España pagaría cerca de un 36,2% del PIB, por debajo de la media de la Europa de los 15 (40,5%), la Europa de los 25 (40,4%), la Europa de los 12 (41%) e incluso de los 10 nuevos países (37,3%).

La semana en EEUU: los comentarios de la Fed insisten en que la economía del país “crece por sí sola”. Estamos de acuerdo, aunque creemos que el crecimiento del PIB en el 2S04E sería menor que en el 1S04. Así lo apuntan los indicadores adelantados y de confianza. El dato de actividad no manufacturera bajaba desde los 65,2 puntos del mes anterior hasta 59,9 en junio. Los nuevos pedidos subían hasta 62,4 (61,3 en mayo); las exportaciones crecían hasta 59,2 frente a 52,0, y el empleo llegaba a 57,4 frente a 56,3. El principal componente con retroceso eran las importaciones, que caían desde 59,5 del mes anterior hasta 56,5 en mayo.

EEUU - ISM no manufacturero – Índice general, 1997-2004



EEUU - ISM no manufacturero – Empleo, 1997-2004



Fuentes: Bloomberg y Santander Central Hispano Bolsa

En mayo, los pedidos de fábrica retrocedían un 0,3% intermensual (-1,1% intermensual en abril). Las principales caídas las registraban los equipos electrónicos (-4,0% intermensual) y bienes de capital en defensa (-11,0% intermensual). Por el contrario, los aumentos más significativos se daban en los pedidos de bienes de defensa de aviones y barcos (12,6% intermensual y 11,3% intermensual, respectivamente). En general, el índice caía menos de lo previsto y esperamos datos positivos en las próximas publicaciones.

Por último, las solicitudes de subsidio de desempleo temporales mostraban una evolución positiva en la última semana, rondando las 300.000, lo que, en nuestra opinión, apunta claramente a que la mejora del mercado laboral sigue su curso.

Venta de automóviles en España, positiva; balanza comercial, en terreno negativo

La semana en la zona euro: en junio, la venta de coches en España llegaba a 789.612 unidades (+14,6% interanual). El déficit comercial aumentaba un 25,4% interanual, hasta 16.488 mn € Pedro Mejía, Secretario General de Comercio, apuntaba que la fuerza de las importaciones denota la fuerza de la demanda interna frente al resto de los países europeos. Las importaciones sumaron 64.116 mn € (+8,3% interanual) y las exportaciones 47.667 mn € (+3,5% interanual) en 2004. Los sectores más activos en importaciones fueron los bienes de consumo duraderos (18,1% interanual), con una subida de automóviles (16,2% interanual) y alimentación (11% interanual).

Datos de empleo positivos en España

El número de desempleados en España caía en 28.015 en junio para situarse en 1.626.134 (frente a -51.027 en el mes anterior). El mayor retroceso se daba en el sector servicios (-15.930), seguido por el sector industrial (-7.619) y el sector de la construcción (-7.497). El desempleo en el sector agrícola aumentaba en 262 personas. Por último, el índice PMI servicios subía desde 54,6 en mayo hasta 55,3, con una subida de los precios pagados (59,8 desde 57,9), empleo (52,2 desde 51,1) y nuevos pedidos (54,4 desde 52,6).

Los precios de producción de la zona euro moderan su tendencia alcista

Los precios de producción industrial de la zona euro de mayo superaban las expectativas con un +0,6% intermensual. El principal condicionante de la subida era el precio de la energía, que subía 2,3% intermensual y 5,5% interanual, apuntando todavía a tasas de inflación elevadas. Excluyendo energía y construcción, los precios subían un 0,1% intermensual y un 1,6% interanual.

Zona euro - PMI Servicios – Actividad empresarial, 1998-2004



Zona euro - PMI Servicios – Expectativas, 1998-2004



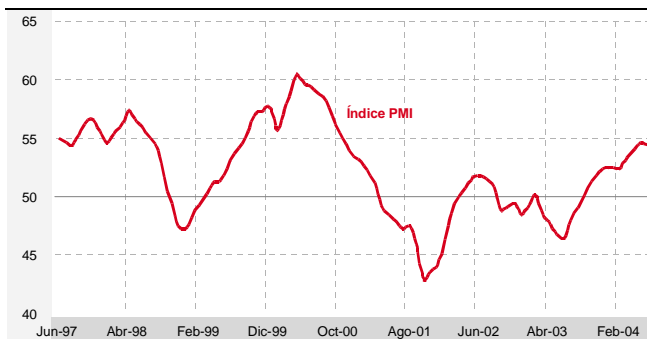
Fuentes: Bloomberg y Santander Central Hispano Bolsa

El PMI servicios cae en junio

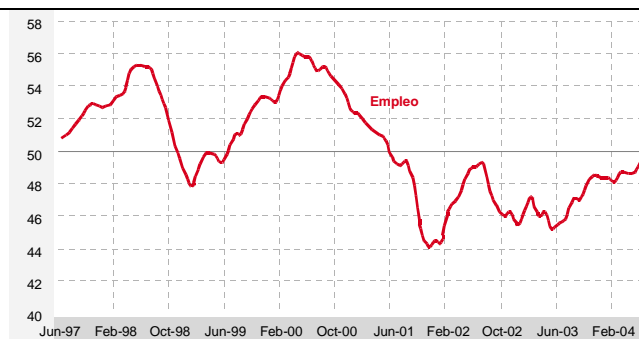
En junio, el PMI manufacturero de la zona euro caía hasta 54,4 desde 54,7 del mes anterior. Francia y España arrojaban datos positivos, frente al resto de países, que retrocedían debido al crecimiento menor de la producción y pedidos. Sin embargo, el índice de empleo registraba una ligera mejora (49,4 frente a 48,7), lo que podría favorecer la futura estabilidad de los datos. El PMI servicios caía desde 55,8 del mes anterior hasta 55,3 en junio. Los índices de nuevos negocios y actividad empresarial y de precios de las materias primas subían, mientras que las expectativas empresariales caían desde 66,1 en el mes anterior hasta 64,7.



Zona euro - PMI Manufacturero – Índice general, 1997-2004



Zona euro – PMI manufacturero – Empleo, 1997-2004



Fuentes: Bloomberg y Santander Central Hispano Bolsa

Demanda interna de la zona euro débil, como adelantaban las ventas la por menor

Las ventas al por menor de la zona euro perdían un 1,3% intermensual y un 0,9% interanual, lo que refleja la debilidad de las expectativas y del estado de confianza de los europeos. El mayor retroceso se veía en Portugal (-3,5% intermensual), seguido por Alemania (-1,3% intermensual). Los datos de abril de la zona euro se revisaban a la baja para corregir el dato anterior de +1,3% intermensual en un +1,0%.

Los datos alemanes, en general, positivos, con pedidos y producción fuertes

En general, los datos publicados en Alemania la semana pasada eran positivos. Pese a la subida de la tasa de desempleo por quinto mes consecutivo en junio, los datos de la tasa ajustada mostraban una caída del desempleo de 1.000 personas en junio frente al dato de mayo. La producción sigue subiendo por segundo mes consecutivo, con +0,4% intermensual en mayo frente al anterior +1,4% intermensual. Mejoran los pedidos industriales (+1,6% intermensual), y las exportaciones (+4,1% intermensual) deberían mostrar más datos positivos en los próximos meses, especialmente en el sector industrial. En este sentido, la producción industrial de mayo mostraba un comportamiento muy interesante (1,1% intermensual, 4,2% interanual).

ESTA SEMANA

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión
DURANTE	13-19	Alemania	IPRI (m/a)	Jun	0,5/1,6	0,1/1,7
LA SEMANA	13-16	Alemania	IPC (m/a)	Jun F	0,2/2,0	-
LUNES	8:45	Francia	Producción industrial (m/a)	May	-0,4/1,1	0,7/3,8
12-Jul	8:45	Francia	Producción manufacturas (m/a)	May	0,4/0,7	0,5/3,7
	9:30	Italia	Producción indust. desest.no desest. (m/a)	May	0,5/2,7	-0,4/-
MARTES	8:50	Francia	IPC (m/a)	Jun P	0,4/2,6	0,1/2,5
13-Jul	9:00	España	IPC (m/a)	Jun	0,6/3,4	0,1/3,5
	14:30	EEUU	Balanza comercial	May	-48.300 mn	-48.000 mn
	20:00	EEUU	Avance del presupuesto mensual	17,4bn	21,2bn	15,4bn
MIÉRCOLES	9:30	Italia	IPC (Nic incl. tabaco) (m/a)	Jun F	0,2/2,3	-
14-Jul	0:30	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Jul 11	-8	-
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Jul 9	19,5	-
	14:30	EEUU	Avance de ventas al por menor	Jun	1,2	-0,5
	14:30	EEUU	Ventas al por menor excl. automóviles	Jun	0,7	0,3
	14:30	EEUU	Índice de precios de importación (m/s)	Jun	1,6/7,0	0,1/-
JUEVES	11:00	Zona euro	PIB (t/a)	1T 2	0,4/0,7	0,6/1,3
15-Jul	11:00	España	Saldo de balanza por cuenta corriente	Abr	-3602,0	-
		Italia	Saldo de balanza por cuenta corriente	May	1900,0mn	-
	14:30	EEUU	IPRI (m/a)	Jun	0,8/5,0	0,2/-
	14:30	EEUU	IPRI excl. alimentación y energía (m/a)	Jun	0,3/1,7	0,2/-
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Jul 10	310.000	337.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	Jul 3	2,87 mn	-
	14:30	EEUU	Inventarios empresariales	May	0,5	0,5
	14:30	EEUU	Empire Manufacturas	Jul	30,17	28,00
	15:15	EEUU	Producción industrial	Jun	1,1	0,1
	15:15	EEUU	Utilización de la capacidad	Jun	77,8	77,7
	18:00	EEUU	Fed de Filadelfia	Jul	28,9	26,5
VIERNES	11:00	Zona euro	IPC (m/a)	Jun	0,3/2,5	0,0/2,4
16-Jul	11:00	Zona euro	IPRI (m/a)	Jun	0,3/2,5	-
	14:30	EEUU	IPC (m/a)	Jun	0,6/3,1	0,2/-
	14:30	EEUU	IPC excl. alimentación y energía (m/a)	Jun	0,2/1,7	0,2/-
	14:30	EEUU	IPC no desest.	Jun	189,1	-
	15:50	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	Jul P	95,6	97,0

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

ASUNTOS A TENER EN CUENTA

En EEUU: (1) la balanza comercial podría mejorar ligeramente en mayo; (2) las ventas al por menor podrían caer en junio tras los malos datos de la venta de automóviles en el mes; (3) los precios de producción podrían reducir su ritmo de crecimiento; (4) la producción industrial aumentaría ligeramente en junio; (5) se espera que los precios de consumo suban ligeramente.

En la zona euro: (1) en Francia, el IPC podría reducir el ritmo de crecimiento; (2) en España, el IPC debería registrar una desaceleración en junio; (3) el PIB de la zona euro podría añadir un 0,6% trimestral; (4) los precios de producción industrial de la zona euro no registrarían grandes cambios.



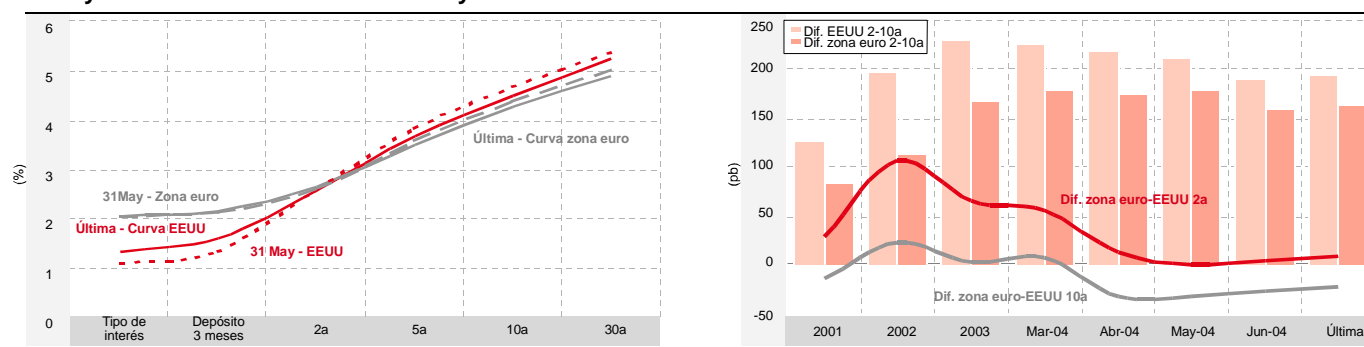
TIPOS Y DIVISAS

EEUU y zona euro – Tipos de interés y divisas

		Anual ¹			Trimestral ¹				Mensual				Semanal			
		2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Jun-25	Jul-2	Jul-9	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	1,0	1,0	1,0	1,3	1,00	1,25	1,25	1,25
	Euribor 3 meses	4,1	3,3	2,2	2,1	2,1	2,0	2,1	1,9	2,0	2,1	2,1	2,09	2,09	2,09	2,10
	Dep. 3 meses EEUU	3,5	1,7	1,2	1,1	1,1	1,1	1,3	1,1	1,1	1,3	1,6	1,52	1,53	1,54	1,56
Tipos inter. largo plazo																
Zona euro	2 años	4,0	3,6	2,4	2,5	2,7	2,3	2,6	2,1	2,4	2,5	2,7	2,72	2,63	2,61	2,61
	5 años	4,4	4,2	3,3	3,3	3,6	3,2	3,5	3,1	3,4	3,5	3,6	3,57	3,49	3,46	3,46
	10 años	4,8	4,8	4,1	4,1	4,4	4,1	4,3	3,9	4,2	4,3	4,3	4,32	4,26	4,24	4,23
	30 años	5,4	5,2	4,8	4,9	5,0	4,8	4,9	4,7	4,9	5,0	4,9	4,93	4,89	4,87	4,87
EEUU	2 años	3,7	2,5	1,8	1,7	1,9	1,7	2,5	1,6	2,3	2,5	2,7	2,73	2,52	2,51	2,52
	5 años	4,4	3,7	3,1	3,2	3,3	3,0	3,7	2,8	3,6	3,8	3,8	3,83	3,60	3,63	3,64
	10 años	5,0	4,5	4,1	4,3	4,3	4,0	4,6	3,8	4,5	4,6	4,6	4,65	4,46	4,46	4,46
	30 años	5,5	5,3	5,0	5,2	5,1	4,9	5,3	4,8	5,3	5,3	5,3	5,34	5,21	5,21	5,21
Diferencial																
Dif. zona euro	3 m-30 a	128	195	267	279	289	283	287	280	287	292	282	284	279	278	277
	2 a-10 a	84	115	167	166	166	178	171	179	174	179	160	160	164	163	162
Dif. EEUU	3 m-30 a	191	354	380	407	401	380	399	371	417	408	371	382	367	367	365
	2 a-10 a	126	198	230	255	240	230	207	226	219	212	190	191	194	194	194
Dif. zona euro-EEUU	Int.	50	154	108	100	100	100	92	100	100	100	75	100	75	75	75
	2 a	29	107	66	74	82	61	6	56	13	1	5	-2	11	9	9
	10 a	-13	24	4	-14	8	9	-30	8	-31	-31	-26	-32	-20	-22	-23
Divisas																
	€/US\$	0,95	1,14	1,18	1,13	1,20	1,24	1,21	1,229	1,198	1,219	1,217	1,214	1,232	1,239	1,241
	€/¥	118	132	133	131	131	132	133	128	132	133	133	131	133	134	134
	US\$/¥	125	116	113	116	109	106	110	104	111	110	109	108	108	108	108

(1) Las cifras representan la media del periodo. (2) Última: 12 de julio 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.

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	1,7	1,6	2,1	1,7
Francia	2,1	1,3	0,5	1,8	1,8	2,2	2,1
Italia	1,7	0,4	0,4	1,8	1,0	2,4	1,8
España	2,8	2,0	2,4	2,9	2,8	3,2	3,0
Portugal	1,7	0,4	-1,0	1,0	1,0	2,2	2,2
Euro-12	1,6	0,9	0,4	1,9	1,6	2,3	2,0
Reino Unido	2,1	1,7	-	-	3,1		2,7
Argentina	-4,4	-10,9	8,7	6,8	6,8	3,0	3,8
Brasil	1,3	1,9	-0,2	3,8	3,6	4,0	3,5
México	-0,3	0,9	1,3	3,2	3,2	4,0	3,4
Japón	0,4	0,2	-	-	3,1		1,6
EEUU	0,5	2,2	3,1	4,4	4,6	3,3	3,8

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

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)	2,445	3,00 (2,81)	3,04
EEUU	1,75 (3,73)	1,25 (1,67)	1,00 (1,10)	2,00 (1,35)	1,75	3,75 (3,06)	3,25
Bonos a 10 años							
Zona euro	5,00 (4,83)	4,20 (4,77)	4,29 (4,09)	4,50 (4,46)	4,69	4,50 (4,57)	4,89
EEUU	5,05 (4,96)	3,81 (4,53)	4,24 (3,99)	5,20 (4,79)	4,90	5,60 (5,30)	5,10
Divisas							
Euro-dólar	0,89 (0,89)	1,05 (0,95)	1,26 (1,14)	1,13 (1,18)	1,21	1,12 (1,10)	1,22

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

Fuentes: previsiones del consenso (junio de 2004), Barómetro de la zona euro (junio 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	1,8	0,5	1,0	0,8	0,6	0,7	-	1,7	-0,3	0,5	0,5	2,3	-
Gasto público	2,5	3,0	2,0	1,9	2,1	1,5	-	1,8	2,3	2,8	1,6	-0,9	-
F. B. capital fijo	-0,3	-2,8	-0,8	-0,6	-0,4	0,2	-	-2,9	-1,1	0,2	2,3	-0,5	-
Var. existencias (contrib.)	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,6	0,2	-	1,0	0,1	-0,8	1,9	-0,2	-
Demanda interna	1,0	0,4	1,2	0,9	1,3	1,0	-	1,8	0,2	0,1	3,0	0,8	-
Exportaciones	3,4	1,5	0,1	-0,1	0,1	3,2	-	-5,3	-3,4	9,3	0,6	6,9	-
Importaciones	1,7	0,3	1,9	1,3	1,7	2,7	-	-0,9	-2,2	5,3	4,6	3,0	-
Aportac. sector Exterior	0,6	0,5	-0,7	-0,5	-0,6	0,3	-	-1,8	-0,5	1,6	-1,5	1,5	-
PIB	1,6	0,9	0,5	0,4	0,7	1,3	-	0,0	-0,3	1,7	1,5	2,3	-
PIB nom. (€ mds)	6842,6	7079,4	7236,4										
Indicadores de actividad	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04
Producción industrial (IPI)	0,4	-0,5	0,2	-0,3	1,0	1,2	-	1,1	1,6	0,9	0,9	-	-
-sin construcción	0,4	-0,5	0,4	-0,1	1,4	1,2	-	0,7	1,0	1,8	1,7	-	-
Producción manufacturera	0,3	-0,8	0,1	-0,4	1,4	1,1	-	0,6	1,4	1,4	1,8	-	-
Ventas al por menor	1,7	0,0	0,2	-0,4	-0,6	0,3	-	0,8	-0,4	0,3	0,5	-0,9	-
Nuevas matriculaciones	0,0	-2,4	-1,2	-0,3	-0,9	1,4	-	1,7	2,7	-0,2	2,3	-	-
Utilización capacidad prod.	83,5	81,4	81,1	80,7	81,4	80,7	80,5						
Indicadores de confianza	Media anual			Media trimestral				Índice					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04
Clima económico	100,8	94,4	93,5	94,2	97,8	98,7	100,0	98,5	98,9	98,8	100,1	100,1	99,8
Clima empresarial	-0,19	-0,51	-0,40	-0,57	-0,04	0,04	0,37	0,16	0,02	-0,05	0,39	0,29	0,43
Confianza industria	-9	-11	-10	-11	-7	-7	-5	-6	-7	-7	-5	-5	-4
Confianza construcción	-11	-19	-20	-21	-20	-19	-16	-19	-20	-18	-17	-17	-15
Confianza comercio minorista	-7	-16	-11	-10	-8	-8	-8	-8	-9	-8	-6	-7	-10
Confianza servicios	15	1	2	5	10	11	11	10	11	11	11	13	10
Confianza consumidores	-5	-11	-18	-17	-16	-14	-15	-15	-14	-14	-14	-16	-14
PMI	48	50	49	49,1	52,0	52,8	54,4	52,5	52,4	53,3	54,0	54,7	54,4
- Producción	49	52	51	50,3	54,0	53,9	56,0	54,6	52,5	54,7	55,5	56,5	56,0
- Nuevos pedidos	47	51	50	50,3	54,4	55,0	56,1	55,4	54,6	55,1	55,6	56,7	55,9
- Empleo	49	47	47	46,6	48,3	48,4	48,9	48,4	48,1	48,7	48,6	48,7	49,4
- Existencias	47	46	46	46,0	46,5	46,9	48,4	46,3	47,2	47,3	47,8	47,9	49,6
- Tiempos de entrega proveedores	53	50	50	50,0	47,8	45,0	40,4	47,0	45,3	42,7	40,7	39,5	41,1
- Precios	48	52	52	46,0	52,9	59,8	70,7	54,6	59,4	65,3	69,4	72,3	70,3
Precios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04
IPC	2,4	2,3	2,1	2,0	2,1	1,7	-	-0,3	0,3	0,6	0,5	0,3	-
Infl. subyacente	1,8	2,4	1,8	1,7	1,7	1,8	-	-0,7	0,4	0,5	0,5	0,1	-
PPI (excl. construcción)	2,0	-0,1	1,4	1,1	1,0	0,2	-	0,3	0,2	0,6	0,4	0,6	-
Deflactor PIB	2,4	2,6	1,7	1,7	1,8	1,9	-						
Defactor de la demanda interna	2,2	2,1	1,5	1,5	1,5	1,4	-						
Costes y salarios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04
Coste laboral unitario	2,6	2,2	2,0	2,2	1,6	-	-						
Remuneración asalariado	2,8	2,6	2,3	2,4	2,0	-	-						
Productividad	0,2	0,4	0,3	0,2	0,5	1,0	-						
Mercado de trabajo	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04
Tasa de desempleo	8,0	8,5	8,9	8,9	8,9	8,9	-	8,9	8,9	8,9	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	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04
M3	10,9	6,6	6,4	7,0	6,4	5,8	-	0,4	0,4	0,4	0,6	-0,2	-
M3 Media móvil 3m	7,9	7,1	7,0	8,0	7,0	6,0	-	6,6	6,3	6,0	5,5	-	-
Préstamos al sector privado	7,0	4,0	4,7	4,0	4,7	4,6	-	0,2	0,3	0,5	0,8	0,5	-
Datos financ. (tasas inter.)	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04
Tipo efectivo €	1,5	3,0	11,4	10,1	10,3	7,6	0,6	9,7	7,8	5,3	2,6	-0,2	-0,6
Tipo efectivo real € (CPI)	2,5	4,4	12,2	10,9	11,3	8,4	1,4	10,5	8,7	6,1	3,6	0,6	0,1
Tipo efectivo real € (PPI)	3,1	3,9	10,9	9,1	9,5	7,1	0,7	8,7	7,1	5,4	2,8	-0,2	-0,5
Tipo efectivo real € (ULC)	1,6	3,8	12,8	11,7	11,9	8,8	-						
Sector exterior	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04
Saldo cta. corriente (% PIB)	-0,2	0,8	0,4	0,6	1,0	0,8	-	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
- € Mds (1)	-17	55	26	33	31	26	45	26	29	37	45	-	-
Cuentas públicas (% PIB)	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Total recursos	46,5	47,5	48,1	47,6	47,2	48,0	48,2	47,6	48,1	47,8	47,1	46,5	46,6
Total empleos	51	52,4	53,9	52,7	52,3	52,3	50,9	49,9	49,4	48,7	48,8	48,8	49,4
Déficit/Superávit	-4,8	-4,9	-5,7	-5,1	-5,1	-4,3	-2,6	-2,3	-1,3	-0,9	-1,7	-2,3	-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	3,4	3,7	4,0	4,3	-	6,9	3,2	3,8	-
Gasto e inv. públicos	2,8	3,8	3,9	2,1	3,0	-	1,8	-0,1	3,0	-
Inversión privada	-8,4	-1,2	3,6	7,4	10,9	-	14,8	14,9	9,4	-
- Equipo	-5,2	-2,8	6,8	10,1	12,4	-	17,6	14,9	9,2	-
- Construcción	-0,8	-4,6	5,4	6,0	5,8	-	13,7	4,9	0,7	-
Demanda interna	0,7	2,8	3,8	4,2	5,0	-	7,0	4,3	4,5	-
Exportaciones	-5,2	-2,4	0,6	6,5	8,9	-	9,9	20,5	7,5	-
Importaciones	-2,6	3,3	2,7	4,5	9,0	-	0,8	16,4	10,4	-
PIB	0,5	2,2	3,6	4,3	4,8	-	8,2	4,1	3,9	-
PIB nominal (M.M. \$)	10101	10481								
Actividad general	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04
Indicador adelantado	2,2	3,1	4,1	-	3,5	3,9	4,9	4,9	4,4	-
Indicador coincidente	0,4	1,1	1,8	-	1,4	1,8	2,3	2,7	2,9	-
Ratio existencias/Ventas	1,31	1,29	1,26	1,23	1,26	1,27	1,22	1,23	1,23	-
Producción industrial	-0,4	1,5	2,9	-	2,4	2,8	3,6	5,1	6,3	-
Utilización capacidad (1)	74,6	75,0	76,2	77,1	76,2	76,7	76,6	77,1	77,9	-
Indice ISM	5,9	19,1	25,8	27,1	20,0	24,3	34,1	35,1	25,6	21,2
Indice ISM (1)	52,6	57,1	63,6	62,4	63,6	61,4	62,5	62,4	62,8	61,1
Consumo privado	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04
Ganancia real por hora	0,5	0,4	0,3	-	0,2	0,2	0,4	0,2	-0,9	-
Ventas al por menor	6,1	6,7	7,8	-	6,3	8,5	8,6	7,7	8,9	-
-sin autos	6,3	6,8	8,2	-	7,6	8,2	8,8	9,3	9,8	-
Gastos de consumo	3,7	4,0	4,3	-	4,0	4,5	4,4	4,3	4,1	-
Confianza consumidores (1)	77,0	81,7	97,7	93,0	97,7	88,5	88,5	93,0	93,1	101,9
Expectativas consumidor (1)	86,3	91,5	105,3	94,8	105,3	91,9	91,3	94,8	94,8	100,0
Tasa de ahorro familiar (1)	2,8	2,0	2,1	2,6	2,1	2,3	2,2	2,6	2,2	-
Crédito al consumo	4,2	4,3	4,8	-	4,6	4,5	4,8	4,4	4,1	-
Inversión en equipo	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04
Nuevos pedidos	3,3	7,4	8,5	-	6,1	7,8	11,5	13,3	12,6	-
-ex autos	5,0	6,9	9,0	-	7,1	8,2	11,6	14,5	13,8	-
Pedidos b. capital sin def. y aviones	3,3	7,7	11,3	-	9,4	10,8	13,8	13,8	11,5	-
ISM: Producción	6,4	24,4	29,5	25,5	28,1	22,2	39,4	37,3	23,0	17,3
ISM: Nuevos pedidos	15,1	28,1	28,9	24,0	21,3	27,9	39,5	41,6	19,4	13,4
Benef. después de impuestos	1T02	2T02	3T02	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04
	-1,4	4,9	17,8	24,1	16,9	7,4	13,9	20,7	15,7	-
Construcción	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04
Viviendas iniciadas	11,0	17,6	11,2	-	4,2	14,4	15,7	21,0	12,5	-
Ventas nuevas viviendas	15,2	8,7	23,0	-	15,4	25,0	28,6	16,1	25,3	-
Gastos de construcción	5,7	7,0	7,2	-	5,3	6,8	9,4	10,4	9,7	-
Permisos de construcción	10,8	8,2	6,7	-	5,3	2,5	12,6	11,6	13,6	-
Empleo y salarios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04
Población activa	1,0	1,2	0,6	0,3	0,7	0,4	0,6	0,3	0,4	0,3
Empleo total	0,6	1,2	0,8	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,9	1,0
Tasa de paro (% pob. activa) (1)	6,2	6,0	5,6	5,6	5,6	5,6	5,7	5,6	5,6	5,6
Duración media paro (sem.) (1)	19,3	19,4	19,8	19,7	19,8	20,3	20,1	19,7	20,0	19,9
Jornada media laboral (horas) (1)	33,6	33,7	33,8	33,7	33,8	33,8	33,8	33,7	33,8	33,6
Ganancia media por hora	2,7	2,1	1,8	2,1	2,0	1,6	1,8	2,2	2,1	2,0
Coste del empleo total	1T02	2T02	3T02	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04
	3,9	4,0	3,7	3,6	3,9	3,8	4,0	3,9	3,8	-
Precios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04
Inflación	2,2	1,9	1,8	-	1,9	1,7	1,7	2,3	3,1	-
Inflación subyacente	1,3	1,2	1,3	-	1,2	1,3	1,6	1,8	1,7	-
Precios producción	3,4	3,6	2,3	-	3,3	2,1	1,4	3,7	5,0	-
P. producc sin energía y alim.	0,3	0,7	0,9	-	1,0	1,0	0,7	1,5	1,7	-
Precios importación	1,7	1,9	1,4	-	2,2	0,9	1,1	4,6	7,0	-
Precios exportación	1,0	1,8	2,9	-	2,6	2,7	3,3	4,1	4,3	-
Sector exterior	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04
Saldo B. bienes y servicios (4)	-480,0	-495,0	-500,0	-514,0	-500	-505	-508	-514	-	-
Saldo B. bienes y servicios (4) % PIB	-4,3	-4,4	-4,4	-	-	-	-	-	-	-
Saldo Balanza comercial (4)	-563,1	-576,0	-582,8	-600,5	-583	-588	-593	-601	-	-
Saldo Balanza comercial (4) % PIB	-5,1	-5,1	-5,1	-	-	-	-	-	-	-
Tipo cambio efectivo nominal	-8,3	-13,8	-12,3	-5,9	-13,8	-12,7	-10,4	-9,5	-3,5	-4,5
Política económica	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04
Oferta monetaria (M2)	7,8	5,3	4,4	-	4,2	4,3	4,7	4,7	5,0	-
Tipo fondos federales (1)	1,02	1,02	1,00	1,01	1,00	1,01	1,00	1,01	1,00	1,03
Ingresos federales (3)	429	441	410	-	185	92	132	220	115	-
Gastos federales (3)	534	569	580	-	187	189	205	202	178	-
Déficit público federal (3)	-105	-129	-171	-	-1	-97	-73	18	-62	-

(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: 34-91-701-9009
Fax: 34-91-701-9114

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 Central Hispano 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., Argenteria 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., Mecalux, 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 Central Hispano, 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 Central Hispano o sus sociedades filiales podrán en cada momento prestar servicios o solicitar los negocios de cualquier compañía incluida en el presente informe. Grupo Santander Central Hispano, 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.

