

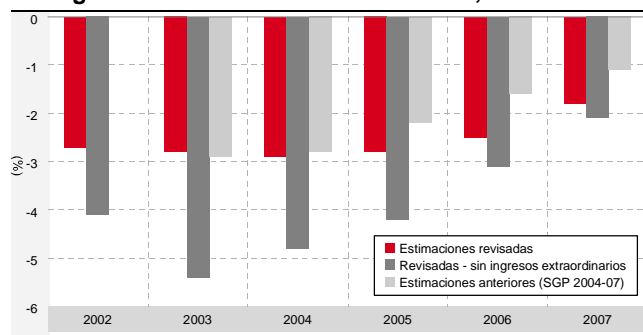
THE IBERIAN MACRO OBSERVER

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

Cristina Bergón
(34) 91-289-3307
cbergon@gruposantander.com

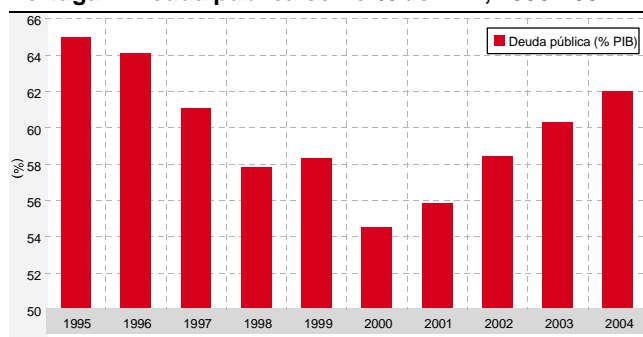
Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespasa@gruposantander.com

Portugal – Estimaciones del déficit fiscal, 2002-07



Fuentes: Ministerio de Economía.

Portugal – Deuda pública como % del PIB, 1995-2004



Fuentes: Ministerio de Economía.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) El índice NAHB podría mantenerse plano en octubre.
- (2) En septiembre el IPC podría subir ligeramente.
- (3) Posible caída del número de viviendas iniciadas en septiembre.
- (4) Los indicadores adelantados podrían volver a caer en septiembre.
- (5) Posible ligera subida del índice de la Fed de Filadelfia en octubre.

En la zona euro:

- (1) Posible caída del 1,0% intermensual de la producción industrial de la zona euro de agosto.
- (2) El gasto del consumidor en Francia podría volver a ser fuerte en septiembre.
- (3) La confianza del consumidor en Italia podría ser plana en octubre.
- (4) Posible reducción del superávit de la balanza comercial de agosto.
- (5) Los nuevos pedidos industriales en la zona euro podrían disminuir de nuevo en agosto.

■ El Banco de España anunciaba que la economía española podría crecer este año por debajo de la previsión del Gobierno del 2,8% en 2004 y añadía que el 3,1% previsto por el Gobierno para 2005 parecía muy optimista. Por nuestra parte, creemos que la economía española podría crecer sólo un 2,5% en 2004E y 2005P.

■ **En EEUU:** Los datos de esta semana apuntan a un fuerte crecimiento del PIB del 3T04E. Sin embargo, el futuro no parece tan halagüeño y, en nuestra opinión, la desaceleración de la economía está a la vuelta de la esquina. Las ventas al por menor sorprendían al alza, apuntando a un aumento del consumo privado del 4,5% intertrimestral anualizado en el 3T04E, y los inventarios empresariales deberían seguir apoyando el crecimiento del PIB en el 3T04E. La semana pasada asistíamos a otro fuerte incremento del déficit de la balanza comercial de agosto, un aumento mayor de lo previsto de las solicitudes de subsidio de desempleo semanales, la debilidad de la producción industrial y el desplome de la confianza del consumidor.

■ **En la zona euro:** Aumentan los signos de desaceleración en la zona euro. Los datos de producción industrial de agosto de los países más importantes (Italia, -0,8% intermensual; Francia, -1,9% intermensual) han sido muy débiles, lo que apunta a un retroceso de la producción industrial de la zona euro del 1,0% intermensual. El IPC refuerza nuestra visión de que la inflación no supone un problema en estos momentos (pese a la subida del petróleo). Las diferentes balanzas comerciales de agosto incluyen descensos del superávit o aumentos del déficit, por lo que el sector exterior podría dejar de ser un apoyo importante para el PIB del 3T04E. En este entorno, se mantienen las previsiones de la Comisión Europea para el 3T04 y el 4T04, pero creemos que tendrán que revisarse a la baja en el futuro.

LA SEMANA PASADA

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
11 Oct. Lunes	8:00	Alemania	Precios al por mayor (m/a)	Sep	0,6/4,2	0,2/3,7	0,0/3,4
12 Octubre	8:30	Alemania	IPC (m/a)	Sep F	0,2/2,0	-	-0,3/1,8
Martes	8:45	Francia	Balanza comercial	Ago	-464 mn R	-150 mn	-2.454 mn
	8:50	Francia	Producción industrial (m/a)	Ago	0,0/2,3 R	0,1/3,0	-1,9/0,7
	8:50	Francia	Producción manufacturas (m/a)	Ago	0,1/3,3 R	0,0/3,2	-2,1/0,9
	11:00	Alemania	Informe ZEW (cond. actuales/sent. económico)	Oct	-61,5/38,4	-60,0/35,5	-58,9/31,3
13 Octubre	0:30	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Oct 10	-12	-	-11
Miércoles	8:00	Zona euro	Matriculaciones de coches nuevos (a)	Sep	-0,9	-	-0,6
	8:45	Francia	IPC (m/a)	Sep P	0,3/2,4	0,2/2,2	0,2/2,2
	9:30	Italia	Producción industrial (m/a) (desest./ajust.)	Ago	0,3/-0,8 R	0,0/-0,4	-0,8/-3,5
14 Octubre	9:00	España	IPC (m/a)	Sep	0,4/3,3	0,1/3,1	0,2/3,2
Jueves	9:00	España	IPC índice subyacente (m/a)	Sep	0,3/2,9	0,2/2,9	0,2/2,9
	9:30	Italia	IPC (m/a)	Sep F	0,2/2,3	-	0,0/2,1
	11:00	Zona euro	PIB (t/a)	2T 2	0,6/1,3	0,5/2,0	0,5/2,0
	-	-	La CE publica previsiones del PIB del 3T-4T 2004	-	-	-	-
	14:30	EEUU	Balanza comercial	Ago	-50.500 mn R	-51.000 mn	-54.000 mn
	14:30	EEUU	Precios de importación (m/a)	Sep	1,4/7,0	0,3/0,3	0,2/7,8
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Oct 9	337.000 R	341.000	352.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	Oct 2	2,85 mn R	-	2,84 mn
15 Octubre	8:45	Francia	Saldo balanza por cuenta corriente	Ago	-765,0 mn	300,0 mn	-1.486 mn
Viernes	9:00	España	Gasto familiar (t)	2T	3,8	-	-2,2
	9:30	Italia	Total balanza comercial	Ago	3.187 mn R	580 mn	1.111 mn
	9:30	Italia	Balanza comercial zona euro	Ago	1.909 mn R	0	99 mn
	11:00	España	Saldo balanza por cuenta corriente	Jul	-4.546,8 mn	-	-3.736,0 mn
	14:30	EEUU	IPRI (m/a)	Sep	-0,1/3,4	0,1/0,7	0,1/3,3
	14:30	EEUU	IPRI subyacente (m/a)	Sep	-0,1/1,5	0,2/1,8	0,3/1,9
	14:30	EEUU	Avance ventas al por menor	Sep	-0,2	0,6	1,5
	14:30	EEUU	-excl. automóviles	Sep	0,2	0,3	0,6
	14:30	EEUU	Empire – Manufacturas	Oct	27,26	25,0	17,43
	15:15	EEUU	Producción industrial (m/a)	Sep	-0,1 R	0,4	0,1
	15:15	EEUU	Utilización de la capacidad	Sep	77,2 R	77,5	77,2
	15:50	EEUU	Confianza consumidor de la Univ. de Michigan	Oct P	94,2	95,0	87,5
	16:00	EEUU	Inventarios empresariales	Ago	0,9	0,7	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.

EL BANCO DE ESPAÑA DISCREPA DE LAS PREVISIONES DEL GOBIERNO PARA EL PIB

El Gobierno mantiene sus previsiones del PIB; el Banco de España discrepa

El Secretario de Economía, David Vegara, informó que, según los datos del Ministerio del crecimiento en el 3T04, la economía española podría crecer al mismo ritmo que en el 1S04, o incluso ligeramente por encima. Por lo tanto, el Gobierno mantiene su previsión del 2,8% de crecimiento del PIB en 2004. Sin embargo, el Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, manifestaba que el crecimiento del PIB podría no cumplir las expectativas del Gobierno en 2004. Además, añadió que la previsión del Gobierno de crecimiento del PIB del 3,1% en 2005 se sitúa en la parte alta del rango, por lo que las posibles revisiones serían a la baja. El Sr. Caruana también dijo que hasta el momento el precio de la vivienda tan sólo ha registrado una ligera desaceleración. Nuestras previsiones siguen apuntando a un crecimiento del PIB del 2,5% en 2004E y 2005P.



Crece el desempleo en septiembre

El número de desempleados aumentaba en 20.023 personas en septiembre (frente a agosto), con un impacto evidente del final de la estación estival en los datos. El mayor número de desempleados lo registraba el sector servicios (+24.416 personas). Frente a esto, el sector de la agricultura contrataba 205 nuevos trabajadores e industria 3.108. Otras 8.103 personas encontraban trabajo en el sector de la construcción. El desempleo subía un 1,25% intermensual y un 0,66% interanual (10.568 personas). Los datos de este septiembre eran los mejores de los últimos septiembrs, aunque consideramos que parte de las noticias negativas que correspondían a dicho mes se adelantaron a agosto. Seguimos pensando que los años dorados del empleo en nuestro país han terminado.

La producción industrial en España sube un 1,7% en septiembre tras el 1,6% de agosto

La producción industrial en España crecía un 1,7% en septiembre (+1,6% en agosto). Lo más relevante del dato es la debilidad de la producción de bienes de consumo, que ha apoyado la actividad industrial en los últimos trimestres. Indicadores adelantados de actividad como el PMI manufacturero ya apuntan a una desaceleración de la actividad en los próximos trimestres. Además, la debilidad de la producción de bienes de consumo es coherente con nuestra previsión de una desaceleración del consumo privado.

El Banco de España afirma que los precios de la vivienda en nuestro país están sobrevalorados un 20%

El Banco de España afirmaba que los precios de la vivienda en nuestro país están sobrevalorados un 20%. A esto añadía que cualquier ajuste sería mediante un “aterrizaje suave”, dejando claro que nadie está interesado en asistir a una bajada brusca del precio de la vivienda a corto plazo. Así mismo, el Banco apuntaba que no se puede responsabilizar a las ayudas fiscales por compra de vivienda de la subida de precios. El mercado inmobiliario español ha sido muy boyante en los últimos años pero ya se vislumbran signos de desaceleración. El Banco de España lleva tiempo alertando sobre el posible calentamiento del mercado y el nivel de endeudamiento familiar. Sin embargo, la sobrevaloración no significa necesariamente un “aterrizaje brusco” para el mercado, sino que parece más posible el actual escenario de consenso de un “aterrizaje suave”.

El IPC español sube un 0,2% intermensual, un 3,2% interanual, en septiembre

El IPC español crecía un 0,2% intermensual y un 3,2% interanual en septiembre, una desaceleración desde el 3,3% interanual de agosto. La tasa subyacente subía un 0,2% intermensual y se mantenía en el 2,9% interanual del mes anterior. La moderación de precios respondía, principalmente, al componente de alimentos sin elaborar. El componente de ropa y calzado se encarecía un 3,0% intermensual, mientras que ocio y cultura (-1,3% intermensual) y hoteles y restaurantes (-0,8% intermensual) tenían un comportamiento positivo. En los próximos meses, podríamos ver datos negativos en la tasa anual del IPC, condicionado principalmente por el precio de la energía. Sin embargo, la subida de precios podría desacelerarse en 2005P.

La semana en EEUU: Los datos de esta semana apuntan a un fuerte crecimiento del PIB del 3T04E. Sin embargo, el futuro no parece tan halagüeño y, en nuestra opinión, la desaceleración de la economía está a la vuelta de la esquina. Las ventas al por menor sorprendían al alza, apuntando a un aumento del consumo privado del 4,5% intertrimestral anualizado en el 3T04E, y los inventarios empresariales deberían seguir apoyando el crecimiento del PIB en el 3T04E. La semana pasada asistíamos a otro fuerte incremento del déficit de la balanza comercial de agosto, un aumento mayor de lo previsto de las solicitudes de subsidio de desempleo semanales, la debilidad de la producción industrial y el desplome de la confianza del consumidor.

El déficit de la balanza comercial vuelve a dispararse en agosto

El déficit de la balanza comercial se disparaba en agosto, arrastrado por un ligero aumento de las exportaciones (0,1% intermensual) y un fuerte incremento de las importaciones (2,5% intermensual). La energía y el comercio con China fueron responsables del deterioro. Deberíamos asistir a una futura mejora de la balanza comercial, condicionada por una menor demanda interna. Esperamos una clara moderación del crecimiento del consumo privado y la inversión empresarial.

Solicitudes de subsidio de desempleo: mayores de lo esperado	La semana pasada, los datos de solicitudes de subsidio de desempleo crecían por encima de las expectativas hasta 352.000. En nuestra opinión, las cifras rondarán este nivel las próximas semanas. Es decir, no esperamos mejoras a corto plazo. Con este nivel de solicitudes, el empleo podría crecer en 150.000 puestos al mes.
Las ventas al por menor de septiembre fueron fuertes	En septiembre las ventas al por menor resultaron fuertes en los índices general y subyacente. El +1,5% intermensual en el índice general vino condicionado por el notable incremento de la venta de coches (4,2% intermensual en septiembre frente al -1,3% de agosto). Si excluimos automóviles, las ventas crecían un 0,6% intermensual. La venta de materiales de construcción crecía un 1,4% intermensual y la venta de productos generales de consumo un 1,1% intermensual. Con estos datos, el consumo privado podría crecer en torno al 4,5% intertrimestral anualizado en el 3T04E. Por tanto, debemos estar preparados para un PIB bastante fuerte en el 3T04E.
Los precios de producción suben por encima de las expectativas en el índice subyacente	Los precios de producción se encarecían ligeramente en septiembre (0,1% intermensual, 3,3% interanual). La subida del índice subyacente era mayor, con un +0,3% intermensual. La presión inflacionista está dejándose sentir en los bienes intermedios, con una subida del índice subyacente del 0,7% intermensual (+1,0% en el mes anterior). Los precios de los bienes de consumo se mantienen constantes en el 3T04, con el precio de bienes de consumo finales excluyendo alimentación y energía aumentando un 1,3% intertrimestral anualizado frente al +2,4% intertrimestral anualizado en el 2T04. El precio de los bienes sin elaborar caía un 2,5% intermensual y creemos que la subida de precios de los bienes sin elaborar podría no repetirse. La desaceleración de la actividad industrial podría poner límite, o incluso fin, al encarecimiento de las materias primas visto últimamente.
La producción industrial, claramente débil	La producción industrial sorprendía a la baja en septiembre (0,1% intermensual frente al -0,1% intermensual en agosto). Además, la actividad manufacturera caía todavía más (-0,3% intermensual). La industria de las <i>utilities</i> repuntaba (5,4% intermensual) tras varios meses decepcionantes debido al impacto de los huracanes en el sector. Estimamos que la desaceleración de las tasas de crecimiento anual de la producción industrial continuará en los próximos trimestres. En nuestra opinión, ya se ha alcanzado el límite.
Desplome de la confianza del consumidor	En octubre, el dato preliminar de confianza del consumidor se desplomaba desde 94,2 puntos en septiembre hasta 87,5 puntos. Tanto el índice de condiciones actuales como el de expectativas retrocedían en el mes. Esperamos una desaceleración del consumo privado en los próximos trimestres. De hecho, no apostamos por un crecimiento superior al 2,6% en 2005P.
Los inventarios empresariales vuelven a dispararse en agosto	Los inventarios empresariales crecían un 0,7% en agosto (+1,0% en julio). Esperamos una contribución positiva de los inventarios al crecimiento del PIB en el 3T04E. No obstante, creemos que el ciclo de recuperación de los inventarios (en términos del PIB) está prácticamente concluido, y probablemente la contribución de los inventarios al PIB en 2005P sea negativa.

La semana en la zona euro: Aumentan los signos de desaceleración en la zona euro. Los datos de producción industrial de agosto de los países más importantes (Italia, -0,8% intermensual; Francia, -1,9% intermensual) han sido muy débiles, lo que apunta a un retroceso de la producción industrial de la zona euro del 1,0% intermensual en el mes. El IPC refuerza nuestra visión de que la inflación no supone un problema en estos momentos (pese a la subida del petróleo). Las diferentes balanzas comerciales de agosto incluyen descensos del superávit o aumentos del déficit, por lo que el sector exterior podría dejar de ser un apoyo importante para el PIB del 3T04. En este entorno, se mantienen las previsiones de la Comisión Europea para el 3T04 y el 4T04, pero creemos que tendrán que revisarse a la baja en el futuro.



- **Zona euro:** El **PIB** cumplía las expectativas (0,0% intermensual, 2,1% interanual). Se mantienen las previsiones para el 3T04E y 4T04P en 0,3-0,7% intertrimestral. Esperamos una desaceleración del crecimiento del PIB, que podría materializarse en el 4T04-1T05.
- **Italia:** El dato final del **IPC** de septiembre cumplía las previsiones. La desaceleración de los precios de la zona euro habría de continuar los próximos meses. Los datos de **producción industrial** eran muy débiles en agosto, con un retroceso del 0,8% intermensual, -3,5% interanual. La debilidad afectó a todos los sectores. Los bienes intermedios caían un 1,4% intermensual. La producción industrial podría ser negativa en el 3T04, en línea con la debilidad avanzada por algunos indicadores adelantados de confianza empresarial. El superávit de la **balanza comercial** global se estrechaba en agosto, desde 3.187.000 € en julio a 1.111.000 mn € Las importaciones caían un 28% intermensual y las exportaciones un 32,7% intermensual. El superávit de la balanza comercial con la zona euro también se reducía (99.000 mn € en agosto, desde 1.909.000 mn € en julio).
- **Francia:** El **IPC** subía sólo un 0,2% intermensual, 2,2% interanual, en septiembre. El índice subyacente arrojaba un dato plano en el mes, con la tasa anual en el 1,6%. Todos los componentes tenían un comportamiento relativamente bueno, y cabría destacar la subida del precio de los bienes manufactureros del 0,7% intermensual. Como decíamos en el caso de Italia, en la zona euro se vislumbran niveles de inflación moderados en los próximos meses. Agosto traía un fuerte deterioro del déficit de la **balanza comercial** (-2.454 mn €, desde -464 mn €), con una caída de las exportaciones del 4,24% intermensual y un incremento de las importaciones del 2,6% intermensual. El fuerte retroceso de las exportaciones de aviones frente al mes anterior y el deterioro de la balanza de bienes industriales tendrían parte de la culpa. El déficit de **balanza por cuenta corriente** crecía desde 800 mn € en julio a 1.500 mn € en agosto. Los datos de **producción industrial** fueron muy negativos en agosto, apuntando a un comportamiento negativo en el 3T04. El retroceso de la producción industrial vino condicionado, principalmente, por el cierre excepcional de fábricas de automóviles (la producción industrial en la industria automovilística caía un 14,4% intermensual en agosto).
- **Alemania:** El **informe ZEW** arrojaba otro retroceso en octubre (31,3, desde 38,4 en septiembre). La caída es totalmente coherente con la tendencia bajista registrada por otros indicadores adelantados de actividad. Esperamos una desaceleración del crecimiento de la economía alemana en los próximos trimestres. Los datos finales del **IPC** de septiembre arrojaban una bajada del 0,3% intermensual. La tasa anual también caía desde el 2,0% del mes anterior hasta el 1,8%. **Los precios al por mayor** tuvieron un buen comportamiento, sin movimiento en septiembre.

ESTA SEMANA

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión
18 Oct	11:00	Zona euro	IPC (m/a)	Sep	0,2/2,3	0,2/2,1
Lunes	15:00	EEUU	Compras netas extranjeras de seguridad	Ago	64.000 mn	-
	19:00	EEUU	NAHB – Índice del Mercado de la vivienda	Oct	68	68
19 Oct Martes	8:00	Alemania	Precios de producción (m/a)	Sep	0,3/2,2	0,1/2,2
	11:00	Zona euro	Producción industrial (m/a)	Ago	0,4/2,4	-1,0/1,7
	14:30	EEUU	IPC (m/a)	Sep	0,1/2,7	0,2/-
	14:30	EEUU	IPC - Índice subyacente (m/a)	Sep	0,1/1,7	0,2/-
	14:30	EEUU	Viviendas iniciadas	Sep	2,0 mn	1,95 mn
	14:30	EEUU	Permiso de construcción	Sep	1,96 mn	1,95 mn
20 Oct Miércoles	0:30	EEUU	ABC – Confianza del consumidor	Oct 17	-11	-
	9:00	España	Pedidos de fábrica (a)	Ago	5,6	-
	9:30	Italia	Pedidos industriales (m/a)	Ago	2,3/0,7	-0,8/5,0
	9:30	Italia	Ventas industriales (m/a)	Ago	0,7/-1,8	-0,2/4,1
	-	Alemania	Pedidos de construcción (m/a)	Ago	-3,1/-13,9	-
	13:00	EEUU	MBA – Solicitudes de hipotecas	Oct 15	-9,2	-
21 Oct Jueves	8:45	Francia	Gasto del consumidor (m/a)	Sep	0,5/5,4	0,9/3,0
	9:30	Italia	Confianza consumidor (desest./no desest.)	Oct	102,8/103,0	102,8/-
	11:00	Zona euro	Balanza comercial	Ago	12.563 mn	7.550 mn
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Oct 16	352.000	-
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	Oct 9	2,84 mn	-
	16:00	EEUU	Indicadores adelantados	Sep	-0,3	-0,1
	18:00	EEUU	La Fed de Filadelfia	Oct	13,4	19,5
22 Oct Viernes	8:45	Francia	IPC (m/a)	Sep F	0,3/2,4	0,2/2,2
	9:00	España	Ocupación hotelera	Sep	73,6	-
	9:00	España	Índice de precios hoteleros (a)	Sep	2,1	-
	9:30	Italia	Ventas al por menor (m/a)	Ago	-0,4/-0,3	0,2/0,3
	11:00	Zona euro	Nuevos pedidos industriales (m/a)	Ago	-0,6/5,4	-0,5/7,9

(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) en octubre, el índice NAHB debería seguir apuntando a una desaceleración en el sector de la construcción en los próximos trimestres; (2) el IPC de septiembre podría subir ligeramente (probablemente, serán los costes laborales unitarios los responsables de la subida del IPC en 2005P); (3) el número de viviendas iniciadas debería caer en septiembre; (4) los indicadores adelantados podrían volver a retroceder en septiembre, confirmando nuestra estimación de una desaceleración económica; (5) el índice de la Fed de Filadelfia avanzaría en octubre, aunque seguiría apuntando a una desaceleración de la actividad en los próximos meses.

En la zona euro: (1) la producción industrial de la zona euro podría caer un 1,0% intermensual en agosto, arrastrada por los datos débiles de los países más importantes de la zona euro; (2) en Francia, el gasto del consumidor podría volver a ser fuerte en septiembre; (3) en Italia, la confianza del consumidor debería ser plana en octubre; (4) el superávit de la balanza comercial de la zona euro se reduciría en agosto; (5) los nuevos pedidos industriales de la zona euro podrían caer de nuevo en agosto.



TIPOS Y DIVISAS

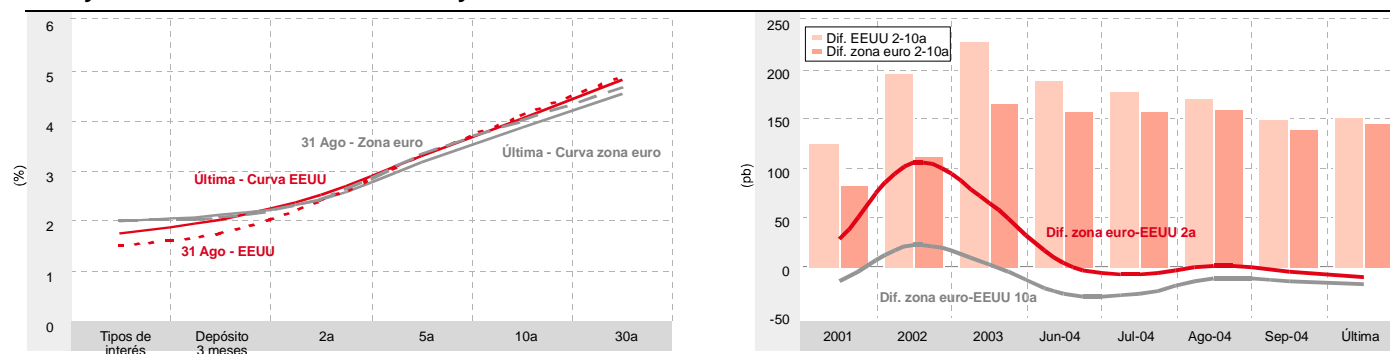
EEUU y zona euro – Tipos de interés y divisas

		Anual ¹			Trimestral ¹				Mensual				Semanal			
		2001	2002	2003	Dic-03	Mar-04	Jun-04	Sep-04	Jun-04	Jul-04	Ago-04	Sep-04	1-oct	8-oct	15-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	1,1	1,5	1,3	1,3	1,5	1,8	1,75	1,75	1,75	1,75
	Euribor 3 meses	4,1	3,3	2,2	2,1	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,13	2,13	2,13	2,14
	Dep. 3 meses EEUU	3,5	1,7	1,2	1,1	1,1	1,3	1,8	1,6	1,6	1,7	2,0	1,97	2,02	2,02	2,02
Tipos inter. largo plazo																
Zona euro	2 años	4,0	3,6	2,4	2,7	2,3	2,6	2,5	2,7	2,6	2,4	2,6	2,58	2,50	2,43	2,43
	5 años	4,4	4,2	3,3	3,6	3,2	3,5	3,4	3,6	3,5	3,3	3,3	3,32	3,25	3,18	3,19
	10 años	4,8	4,8	4,1	4,4	4,1	4,3	4,1	4,3	4,2	4,0	4,0	4,00	3,95	3,89	3,91
	30 años	5,4	5,2	4,8	5,0	4,8	4,9	4,7	4,9	4,8	4,7	4,6	4,65	4,60	4,57	4,58
EEUU	2 años	3,7	2,5	1,8	1,9	1,7	2,5	2,6	2,7	2,7	2,4	2,6	2,62	2,58	2,52	2,52
	5 años	4,4	3,7	3,1	3,3	3,0	3,7	3,5	3,8	3,7	3,3	3,4	3,42	3,39	3,31	3,31
	10 años	5,0	4,5	4,1	4,3	4,0	4,6	4,2	4,6	4,5	4,1	4,1	4,19	4,13	4,05	4,05
	30 años	5,5	5,3	5,0	5,1	4,9	5,3	5,0	5,3	5,2	4,9	4,9	4,94	4,91	4,85	4,85
Diferencial																
Dif. zona euro	3 m-30 a	128	195	267	289	283	287	262	282	273	262	251	252	247	244	244
	2 a-10 a	84	115	167	166	178	171	154	160	159	161	142	142	144	147	147
Dif. EEUU	3 m-30 a	191	354	380	401	380	399	321	371	355	318	291	297	288	282	283
	2 a-10 a	126	198	230	240	230	207	168	190	180	173	151	157	155	154	153
Dif. zona euro-EEUU	Int.	50	154	108	100	100	92	50	75	75	50	25	25	25	25	25
	2 a	29	107	66	82	61	6	-2	5	-6	2	-3	-4	-8	-9	-9
	10 a	-13	24	4	8	9	-30	-16	-26	-26	-10	-13	-19	-18	-16	-15
Divisas																
	€/US\$	0,95	1,14	1,20	1,21	1,24	1,21	1,22	1,220	1,202	1,218	1,244	1,242	1,241	1,247	1,248
	€/¥	118	132	133	131	132	133	135	133	134	133	137	137	136	136	136
	US\$/¥	125	116	113	109	106	110	110	109	111	109	110	111	110	109	109

(1) Las cifras representan la media del periodo. (2) Última: 18 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 DE 2005

SE REQUIEREN MÁS MEDIDAS EXTRAORDINARIAS

Los presupuestos para 2005 de Portugal pretenden mantener el déficit estable en el 2,8% del PIB, tras el objetivo del 2,9% para 2004. Además, el Gobierno ha reconocido la dificultad de cumplir los objetivos presupuestarios previstos en el Programa de Estabilidad y Crecimiento (PEC) de enero de 2004. Las últimas estimaciones incluyen ingresos extraordinarios en todos los presupuestos hasta 2007. En 2004, el Gobierno prevé obtener nuevos ingresos de la integración de los fondos de pensiones de Caixa Geral de Depósitos (el mayor banco portugués, propiedad del Gobierno) en el fondo de pensiones de la Administración Pública. En consecuencia, los ingresos extraordinarios de estos activos alcanzarían un total de 2,0 puntos porcentuales del PIB en 2004, ligeramente por debajo de los 2,5 puntos porcentuales del PIB usado de 2003. El Gobierno espera que los ingresos extraordinarios añadan 1,4 pp al PIB en 2005.

Para 2005, el objetivo de déficit presupuestario es del 2,8%, revisado al alza del 2,2% anticipado en el Programa de Estabilidad de enero de 2004. La estimación del déficit presupuestario ajustado por el ciclo empresarial se ha revisado al alza desde el 0,6% del PIB adelantado en el PEC de enero de 2004 al 1,5% del PIB, tras el déficit ajustado por el ciclo del 1,3% en 2003.

Portugal – Balanza presupuestaria, 2003-05P

(% del PIB),	2003	2004E	2005P
Balanza por cuenta corriente	1,8	1,0	2,1
Balanza primaria	0,1	0,1	0,1
Balanza total	-2,8	-2,9	-2,8
Ingresos extraordinarios	2,5	2,0	1,4

Fuente: Ministerio de Economía de Portugal.

Los Presupuestos de 2005 incluyen una revisión de los objetivos para el déficit fiscal previstos en el Programa de Estabilidad y Crecimiento, presentado a la Comisión Europea en enero de 2004.

Para 2008, el Gobierno espera una situación presupuestaria cercana al equilibrio, aunque para 2007 sigue anticipando un déficit del 1,8% del PIB (2,1% excluyendo ingresos extraordinarios). Inquieta más el hecho de que la balanza ajustada por el ciclo para 2007 ahora refleja un déficit del 1,3% del PIB, frente al superávit estimado anteriormente del 0,4% del PIB.

Portugal – Estimaciones de déficit fiscal revisadas e iniciales, 200-07

(%)	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Balanza total – Administración Pública						
PEC 2004-07 (estimación inicial)	–	-2,9	-2,8	-2,2	-1,6	-1,1
Estimación revisada	-2,7	-2,8	-2,9	-2,8	-2,5	-1,8
Estimación revisada (excl. ingresos extraordinarios)	-4,1	-5,4	-4,8	-4,2	-3,1	-2,1
Balanza total – Ajustada por el ciclo						
PEC 2004-07	–	-1,7	-1,1	-0,6	-0,1	0,4
Estimación revisada	-2,9	-1,6	-1,3	-1,5	-1,2	-1,3
Estimación revisada (excl. ingresos extraordinarios)	-4,3	-4,1	-3,2	-2,9	-1,9	-1,6

Fuente: Ministerio de Economía de Portugal.

En términos macroeconómicos, el Gobierno prevé un crecimiento del PIB del 2,4% en 2005, dato que coincide prácticamente con nuestras estimaciones.



El consumo privado debería crecer en línea con la demanda agregada, tras el fuerte avance de 2004. Según las estimaciones del Gobierno, en 2004 el consumo privado crecería 0,8 puntos porcentuales por encima de la demanda agregada. Los datos relativos al primer semestre de 2004 muestran parte de los resultados de esta tendencia, que responden al efecto de la Eurocopa 2004. El Gobierno prevé una mejora moderada del mercado laboral, con un aumento del empleo del 1,5% en 2004-05. La tasa de desempleo debería reducirse hasta el 6,1%.

Por lo que respecta a la demanda externa, el Gobierno se muestra muy optimista. Pese a la aceleración del consumo privado y la inversión, el Gobierno prevé que la demanda externa neta reste 0,2 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en 2005, tras una contribución negativa de 0,7 puntos porcentuales en 2004. Esto deriva, principalmente, de una desaceleración de las importaciones. El gasto público debería mantenerse plano en términos reales, tras el fuerte crecimiento en 2004.

Portugal – Escenario macroeconómico previsto por el Gobierno, 2002-04P

(%)	2003	2004E	2005P
PIB	-1,2	1,0	2,4
Consumo privado	-0,5	1,8	2,3
Gasto público	-0,4	0,3	0,0
Inversión	-9,8	2,5	5,2
Exportaciones	4,0	5,9	6,2
Importaciones	-0,9	7,0	5,6
Inflación (IPC)	3,3	2,5	2,0

Fuentes: Ministerio de Economía de Portugal e INE.

INGRESOS

Se prevé un crecimiento de los ingresos fiscales del 4,2%, porcentaje algo inferior a la estimación del crecimiento nominal del PIB (4,7%). Las subidas más importantes las registrarán los impuestos indirectos, en especial, la gasolina y el IVA. En el caso de los impuestos directos, el aumento del IRPF queda contrarrestado por una pérdida de los ingresos por impuesto de sociedades, que obedece a la reducción del tipo impositivo al 25% introducido en 2004.

Portugal – Desglose de los ingresos fiscales, 2004-05

(miles mn €)	2004	2005	% del total de ingresos 2005	Var. (%) 2005/04	Var. (%) 9M04/9M03
Impuestos directos	11 200,0	11 249,0	37,7	0,4	8,5
Ingresos por IRPF	7 535,0	7 905,0	26,5	4,9	3,2
Imp. de sociedades	3 637,0	3 123,0	10,5	-14,1	21,1
Otros	28,0	221,0	0,7	689,3	-48,0
Impuestos indirectos	17 440,0	18 594,0	62,3	6,6	4,9
Gasolina	3 102,0	3 275,0	11,0	5,6	4,6
IVA	10 388,0	11 100,0	37,2	6,9	5,7
Circulación	1 115,0	1 164,0	3,9	4,4	14,0
Tabaco	1 145,0	1 220,0	4,1	6,6	-8,2
Timbre	1 430,0	1 500,0	5,0	4,9	-2,1
Otros	260,0	335,0	1,1	28,8	6,5
Ingresos fiscales	28 640,0	29 843,0	100,0	4,2	6,2

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda de Portugal.

IMPUESTOS DIRECTOS

Impuesto de sociedades

El nuevo Gobierno ha decidido favorecer el IRPF frente al impuesto de sociedades. Sin embargo, aún es posible que el Gobierno alcance su objetivo de reducir el IRPF hasta el 20% antes de 2006P.

Los principales cambios fiscales en 2005 tienen por objetivo incrementar la tasa efectiva. Por lo tanto, habrá un incremento de la tasa efectiva sobre la actividad bancaria en Madeira, así como restricciones a la aplicación de beneficios fiscales. La cantidad de ingresos que pueden destinarse a Madeira pasa del 20% al 15%, mientras que la tasa efectiva tiene un suelo del 15%, sin tener en cuenta las deducciones fiscales.

IRPF

Los mayores cambios se han dado en el IRPF, con una reducción del tipo impositivo y de determinados beneficios fiscales, especialmente en los planes de ahorro.

Portugal – Rentas anuales y tipos impositivos

2004 (€)	Tipo impositivo (%)	2005 (€)	Tipo impositivo (%)
Hasta 4.266 €	12,0	Hasta 4.351 €	10,5
4.266 – 6.452 €	14,0	4.351 – 6.581 €	13,0
6.452 – 15.977 €	24,0	6.581 – 16.317 €	23,5
15.977 – 36.792 €	34,0	16.317 – 37.528 €	34,0
35.792 – 53.322 €	38,0	37.528 – 54.388 €	36,5
Más de 53.322 €	40,0	Más de 54.388 €	40,0

Fuente: Ministerio de Economía de Portugal.

El tipo impositivo medio para las rentas hasta 54.388 € se ha reducido 0,75 puntos porcentuales hasta el 30,15%. El Ministerio de Economía prevé una pérdida de ingresos cercana al 2% (en torno a 150 mn €).

Los tramos de renta se han elevado un 2,0% (en línea con las estimaciones de inflación del Gobierno —aunque probablemente se situarán por debajo de la inflación real—). De nuevo, esto llevará a devoluciones inferiores a los contribuyentes.

En términos de beneficios fiscales, las deducciones se han revisado un 2,0%, la inflación estimada para 2005. Sin embargo, se han eliminado las deducciones por cuentas vivienda, fondos de pensiones y cuentas de ahorro de por inversiones financieras. Según la previsiones de gasto fiscal para 2005, esto permitirá un ahorro del gasto público cercano a 315 mn € (165 mn € de los planes de pensiones y 150 mn € de las cuentas vivienda).

Además, el Gobierno también eliminará la posibilidad de deducirse del IRPF el IVA en pequeños gastos, tales como comidas en restaurantes y reparaciones de automóviles, una medida encaminada inicialmente a luchar contra la invasión de impuestos.

IMPUESTOS INDIRECTOS

Se prevé que los impuestos indirectos crezcan un 6,6% en 2005, frente al incremento del 4,9% hasta septiembre de 2004. Esta aceleración afecta a varios tipos de impuestos indirectos.

IVA

Se mantiene el tipo impositivo en el 19%. El Gobierno prevé un incremento de los ingresos nacionales por IVA del 7,6%, casi 2 puntos porcentuales por encima de la tasa de crecimiento nominal del PIB. Los servicios vinculados a las reparaciones del hogar y la asistencia domiciliaria tienen el tipo impositivo reducido del 5%.



Impuestos de circulación

Se prevé un crecimiento de los ingresos fiscales del 4,4%, pese al aumento de los segmentos de renta del 2% y tras el incremento, en lo que va de año, del 14%. La tendencia vista en 2004 está muy vinculada a la renovación de la flota por parte de compañías de alquiler de coches con motivo de la Eurocopa 2004.

Impuesto de las gasolina

El Gobierno prevé un incremento moderado del consumo de gasolina, en línea con el repunte también moderado de la demanda, por lo que los tipos impositivos se han revisado según la inflación.

OTROS INGRESOS

Los Presupuestos para 2005 prevén que el Gobierno recibirá 2.000 mn € (o 1,4 puntos porcentuales del PIB) en ingresos extraordinarios (2.600 mn € en 2004, frente a una estimación anterior de 1.500 mn €). Seguirá siendo necesario adoptar medidas extraordinarias en 2006 y 2007, equivalentes a 0,7 y 0,3 puntos porcentuales del PIB, respectivamente. El Gobierno no facilitó detalles sobre las fuentes de estos ingresos.

GASTOS

GASTOS CORRIENTES

La estructura del Gobierno cambiará en 2005, con la transformación del Instituto de Carreteras en una compañía del Gobierno, con lo que queda excluida de la Administración Pública. Esto no debería suponer cambio alguno en el total de gastos, sino tan sólo en términos de composición, aunque los datos presupuestarios muestran una reducción del gasto del Ministerio de Obras Públicas.

Portugal – Administración Pública. Gasto público, 2004-05

(miles mn de €)	2004	2005	Gasto % de 2005	% Var. 2005/04	% Var. 9M04/9M03
Gastos corrientes	34.297,2	35.129,6	100,0	2,4	3,1
Personal	12.490,7	12.672,3	36,1	1,5	3,2
Bienes y servicios	1.055,7	1.054,2	3,0	-0,1	6,9
Pago de la deuda	3.821,0	4.117,8	11,7	7,8	-5,6
Transferencias	15.782,0	16.304,4	46,4	3,3	6,3
Subsidios	847,5	640,1	1,8	-24,5	-13,2
Otros	300,3	340,8	1,0	13,5	7,5
Gastos corrientes primarios	30.476,2	31.011,8	-	1,8	4,6
Gastos de inversión	3.455,3	3.722,5	100,0	7,7	-2,7
Bienes de capital	676,5	783,6	21,1	15,8	0,0
Transferencias de capital	2.718,3	2.786,8	74,9	2,5	-3,2
Otros	60,5	152,1	4,1	151,4	13,8
Gastos excl. activos	37.752,5	38.852,1	-	2,9	2,6

Fuente: Ministerio de Economía de Portugal.

Dentro de la Administración Pública, el Gobierno estima que los gastos de personal no subirán más del 1,5%, a pesar de la previsión de menores subidas reales de los sueldos. Esto podría deberse, en parte, a las necesidades de financiación del fondo de pensiones público. Hasta la fecha, los gastos de personal suben un 3,2%. Los subsidios podrían reducirse un 25%, reflejando, en gran medida, el impacto del final de las ayudas hipotecarias.

Dentro de la Seguridad Social, el Gobierno estima que el gasto en pensiones crecerá un 8,1%, debido principalmente, a la intención de hacer converger las pensiones más bajas con los sueldos más bajos. Ante el esperado retroceso de la tasa de desempleo, se prevé que los subsidios al desempleo crezcan un 4,0% (hasta una media del 6,1% en 2005). En 2004, se prevé que los subsidios al desempleo crezcan un 11,8%, frente a la estimación inicial del 4,8%.

El Programa PIDDAC (inversión en la Administración Pública) sigue representando una parte importante del gasto, en el 5,0% del PIB, con un incremento del gasto del 16% relativo a 2004. El porcentaje financiado con fondos de la UE representa un 40% de la inversión total, mientras que la financiación por parte de la Administración Pública supone el 38%. El Gobierno ha incrementado sustancialmente las transferencias a los gobiernos locales. Las próximas elecciones municipales se celebran en diciembre de 2005.



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	2,5	2,2	2,3
Italia	1,7	0,4	0,4	1,8	1,2	2,4	1,8
España	2,8	2,0	2,4	2,5	2,7	2,5	2,8
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	2,0
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	4,3	3,3	3,5

IPC	2001	2002	2003	2004E	Consenso	2005P	Consenso
Alemania	2,0	1,3	1,1	1,6	1,6	1,2	1,4
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	3,0	2,7	2,8
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)	2,75
EEUU	1,75 (3,73)	1,25 (1,67)	1,00 (1,10)	2,00 (1,35)	2,00	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)	4,40	4,50 (4,57)	4,80
EEUU	5,05 (4,96)	3,81 (4,53)	4,24 (3,99)	5,20 (4,79)	4,70	5,60 (5,30)	5,40
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 (septiembre de 2004), Barómetro de la zona euro (septiembre 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	4T03	1T04	2T04	3T04	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04	3T04
Consumo privado	1,9	0,6	1,0	0,5	1,0	1,2	-	0,1	0,9	0,1	2,7	1,1	-
Gasto público	2,4	3,1	1,7	1,5	1,7	1,8	-	1,7	2,5	2,1	0,3	2,2	-
F. B. capital fijo	-0,3	-2,7	-0,5	0,1	0,7	1,0	-	-0,6	0,5	3,7	-0,6	0,4	-
Var. existencias (contrib.)	0,0	-0,4	-0,1	0,8	0,1	0,3	-	-0,8	-1,3	2,9	-0,4	0,1	-
Demanda interna	1,0	0,3	1,2	1,5	1,1	1,6	-	-0,5	-0,2	4,3	1,0	1,3	-
Exportaciones	3,3	1,8	0,3	0,5	3,8	7,8	-	-3,0	10,9	1,3	6,5	12,9	-
Importaciones	1,6	0,4	2,2	2,6	3,4	6,9	-	-2,5	5,4	8,8	2,0	11,6	-
Aportac. sector Exterior	0,6	0,5	-0,7	-0,8	0,2	0,5	-	-0,2	2,1	-2,8	1,7	0,7	-
PIB	1,6	0,8	0,5	0,7	1,4	2,0	-	-0,7	1,9	1,5	2,8	2,0	-
PIB nom. (€ mds)	6846,3	7079,0	7261,7										
Indicadores de actividad	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	4T03	1T04	2T04	3T04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04	sep-04
Producción industrial (IPI)	0,4	-0,4	0,2	0,9	1,0	2,3	-	0,9	2,9	3,1	1,8	-	-
-sin construcción	0,4	-0,5	0,3	1,4	1,1	2,7	-	1,5	3,6	3,0	2,4	-	-
Producción manufacturera	0,3	-0,7	0,1	1,3	1,0	3,0	-	1,6	3,9	3,5	2,4	-	-
Ventas al por menor	1,6	0,0	0,3	-0,3	0,6	-0,1	-	0,5	-2,3	1,6	0,9	-0,4	-
Nuevas matriculaciones	0,0	-2,4	-1,2	-0,7	1,5	3,1	-	2,5	5,4	1,6	-0,9	-2,0	-
Utilización capacidad prod.	83,5	81,4	81,1	81,4	80,7	80,7	81,3						
Indicadores de confianza	Media anual			Media trimestral				Índice					
	2001	2002	2003	4T03	1T04	2T04	3T04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04	sep-04
Clima económico	100,8	94,4	93,5	97,7	98,8	100,0	100,5	100,1	100,3	99,7	99,8	100,9	100,7
Clima empresarial	-0,19	-0,52	-0,41	-0,05	0,04	0,38	0,52	0,39	0,32	0,43	0,56	0,51	0,48
Confianza industria	-9	-11	-10	-7	-7	-5	-4	-5	-5	-4	-4	-4	-3
Confianza construcción	-11	-19	-20	-20	-19	-16	-16	-17	-17	-15	-16	-15	-16
Confianza comercio minorista	-7	-16	-11	-8	-8	-8	-8	-6	-7	-10	-9	-7	-9
Confianza servicios	15	1	2	10	11	11	11	11	13	10	11	12	11
Confianza consumidores	-5	-11	-18	-16	-14	-15	-14	-14	-16	-14	-14	-14	-13
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	4T03	1T04	2T04	3T04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04	sep-04
IPC	2,4	2,3	2,1	2,1	1,7	2,3	-	0,5	0,3	0,1	-0,2	0,2	-
Infl. subyacente	1,8	2,4	1,8	1,7	1,8	1,9	-	0,5	0,1	0,1	-0,3	0,3	-
PPI (excl. construcción)	2,0	-0,1	1,4	1,0	0,2	2,0	-	0,4	0,6	0,0	0,5	0,4	-
Deflactor PIB	2,4	2,5	2,0	2,0	2,0	2,1	-						
Defactor de la demanda interna	2,3	2,1	1,8	1,6	1,5	2,0	-						
Costes y salarios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	4T03	1T04	2T04	3T04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04	sep-04
Coste laboral unitario	2,6	2,2	2,0	1,6	1,0	-	-						
Remuneración asalariado	2,8	2,6	2,4	2,1	2,1	-	-						
Productividad	0,2	0,4	0,3	0,5	1,1	1,8	-						
Mercado de trabajo	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	4T03	1T04	2T04	3T04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04	sep-04
Tasa de desempleo	8,0	8,4	8,9	8,9	8,9	9,0	-	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	-
Índice de empleo excl. construcción	0,1	-2,6	-										
Sec. monetario y financiero	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	4T03	1T04	2T04	3T04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04	sep-04
M3	10,9	6,6	6,4	6,4	5,7	5,2	-	0,4	0,0	0,8	0,9	0,4	-
M3 Media móvil 3m	7,9	7,2	7,1	7,1	5,9	5,2	-	5,5	5,2	5,2	5,4	-	-
Préstamos al sector privado	7,0	4,0	4,7	4,7	4,6	5,4	-	0,8	0,6	0,7	0,5	-0,1	-
Datos financ. (tasas inter.)	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	4T03	1T04	2T04	3T04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04	sep-04
Tipo efectivo €	1,5	3,0	11,4	10,3	8,5	1,2	2,7	3,5	0,3	0,0	1,8	2,8	3,5
Tipo efectivo real € (CPI)	0,6	4,0	12,6	11,8	8,9	1,7	2,8	4,1	0,9	0,1	1,8	3,0	3,5
Tipo efectivo real € (PPI)	1,7	3,9	11,2	9,9	7,3	0,5	2,3	2,9	-0,4	-0,9	1,2	2,6	3,3
Tipo efectivo real € (ULC)	-1,1	2,6	13,0	11,8	10,7	2,4	-						
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	47,5	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			
			4T03	1T04	2T04	3T04	4T03	1T04	2T04	3T04
Consumo privado	2,5	3,1	3,8	4,2	3,6	-	3,6	4,1	1,6	-
Gasto e inv. públicos	3,4	4,4	2,2	2,8	1,6	-	1,6	2,5	2,2	-
Inversión privada	-7,9	-2,4	9,4	12,8	16,8	-	13,9	12,3	19,0	-
- Equipo	-4,9	-5,5	12,1	13,1	13,9	-	12,0	8,1	14,2	-
- Construcción	-0,7	-4,4	8,5	8,7	9,3	-	9,0	1,0	13,5	-
Demanda interna	0,9	2,5	4,3	5,2	5,1	-	4,7	5,1	4,2	-
Exportaciones	-5,4	-2,4	6,1	8,4	10,8	-	17,4	7,3	7,3	-
Importaciones	-2,7	3,4	4,9	8,1	10,7	-	17,1	10,6	12,6	-
PIB	0,8	1,9	4,4	5,0	4,8	-	4,2	4,5	3,3	-
PIB nominal (M.M. \$)	10128	10487								
Actividad general	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	4T03	1T04	2T04	3T04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04	sep-04
Indicador adelantado	3,1	4,1	4,4	-	4,9	4,4	3,9	2,9	2,2	-
Indicador coincidente	1,1	1,8	2,7	-	2,6	2,7	2,6	2,5	2,7	-
Ratio existencias/Ventas	1,29	1,26	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	-
Producción industrial	1,5	2,9	5,2	5,0	4,7	5,6	5,3	5,3	5,1	4,6
Utilización capacidad (1)	75,0	76,2	76,9	77,4	76,9	77,4	77,0	77,4	77,2	77,2
Índice ISM	19,1	25,8	27,1	10,6	35,1	25,6	21,2	17,9	7,3	7,0
Índice ISM (1)	57,1	63,6	62,4	62,0	62,4	62,8	61,1	62,0	59,0	58,5
Consumo privado	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	4T03	1T04	2T04	3T04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04	sep-04
Ganancia real por hora	0,4	0,3	-0,6	-	0,2	-0,9	-1,1	-1,0	-0,4	-
Ventas al por menor	6,7	7,8	7,8	6,5	7,5	9,3	6,8	6,9	4,8	7,7
-sin autos	6,8	8,2	9,4	7,6	9,2	10,1	8,9	8,2	6,9	7,8
Gastos de consumo	3,8	4,2	3,6	-	3,7	4,1	3,0	3,7	2,9	-
Confianza consumidores (1)	81,7	97,7	93,0	105,7	93,0	93,1	102,8	105,7	98,7	96,8
Expectativas consumidor (1)	91,5	105,3	94,8	105,3	94,8	94,8	100,8	105,3	97,3	97,6
Tasa de ahorro familiar (1)	1,5	1,1	1,4	0,5	1,4	0,9	1,4	0,5	0,9	-
Crédito al consumo	4,3	4,9	4,1	-	4,3	3,8	4,1	4,4	3,7	-
Inversión en equipo	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	4T03	1T04	2T04	3T04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04	sep-04
Nuevos pedidos	7,4	8,5	13,1	-	13,3	13,3	12,6	12,2	12,5	-
-ex autos	6,9	9,0	14,2	-	14,5	14,5	13,7	11,9	13,4	-
Pedidos b. capital sin def. y aviones	7,7	11,3	12,3	-	13,8	11,6	11,4	11,1	14,4	-
ISM: Producción	24,4	29,5	25,5	6,5	37,3	23,0	17,3	19,5	-2,8	3,9
ISM: Nuevos pedidos	28,1	28,9	24,0	2,9	41,6	19,4	13,4	12,3	1,3	-4,6
	2T02	3T02	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04	3T04
Benef. después de impuestos	4,7	23,5	31,8	14,3	6,7	9,8	14,7	17,2	19,5	-
Construcción	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	4T03	1T04	2T04	3T04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04	sep-04
Viviendas iniciadas	17,6	11,2	10,0	-	19,9	13,2	-1,8	5,0	9,0	-
Ventas nuevas viviendas	8,7	22,2	8,2	-	14,5	13,8	-2,3	-6,4	-0,4	-
Gastos de construcción	7,0	7,2	10,2	-	10,5	10,2	9,9	10,7	10,1	-
Permisos de construcción	8,2	6,7	9,7	-	11,6	13,6	4,0	9,2	0,3	-
Empleo y salarios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	4T03	1T04	2T04	3T04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04	sep-04
Población activa	1,2	0,6	0,3	0,7	0,3	0,4	0,3	0,8	0,7	0,6
Empleo total	1,2	0,8	0,9	1,4	0,7	0,9	1,0	1,5	1,4	1,3
Tasa de paro (% pob. activa) (1)	6,0	5,6	5,6	5,5	5,6	5,6	5,6	5,5	5,4	5,4
Duración media paro (sem.) (1)	19,4	19,8	19,7	18,6	19,7	20,0	19,9	18,6	19,0	19,6
Jornada media laboral (horas) (1)	33,7	33,8	33,7	33,8	33,7	33,8	33,6	33,8	33,8	33,8
Ganancia media por hora	2,1	1,8	2,1	2,2	2,2	2,1	2,1	2,0	2,2	2,4
	2T02	3T02	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04	3T04
Coste del empleo total	4,0	3,7	3,6	3,9	3,8	4,0	3,9	3,8	3,9	-
Precios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	4T03	1T04	2T04	3T04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04	sep-04
Inflación	1,9	1,8	2,9	-	2,3	3,1	3,3	3,0	2,7	-
Inflación subyacente	1,2	1,3	1,8	-	1,8	1,7	1,9	1,8	1,7	-
Precios producción	3,6	2,3	4,2	3,6	3,7	4,9	4,0	4,0	3,4	3,3
P. producc sin energía y alim.	0,7	0,9	1,6	1,7	1,4	1,5	1,8	1,7	1,5	1,9
Precios importación	1,9	1,4	5,7	6,8	4,6	6,9	5,7	5,6	7,0	7,8
Precios exportación	1,8	2,9	4,2	4,2	4,1	4,4	3,9	4,5	4,0	4,0
Sector exterior	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	4T03	1T04	2T04	3T04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04	sep-04
Saldo B. bienes y servicios (4)	-495,0	-501,0	-515,0	-546,0	-515	-522	-537	-546	-560	-
Saldo B. bienes y servicios (4) % PIB	-4,4	-4,4	-4,4	-	-	-	-	-	-	-
Saldo Balanza comercial (4)	-576,0	-582,8	-600,4	-634,3	-600	-608	-623	-634	-649	-
Saldo Balanza comercial (4) % PIB	-5,1	-5,1	-5,2	-	-	-	-	-	-	-
Tipo cambio efectivo nominal	-13,8	-12,3	-5,9	-7,1	-9,5	-3,5	-4,5	-7,1	-7,8	-6,4
Política económica	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	4T03	1T04	2T04	3T04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04	sep-04
Oferta monetaria (M2)	5,3	4,4	4,8	3,6	4,8	5,1	4,5	3,7	3,2	4,0
Tipo fondos federales (1)	1,02	1,00	1,01	1,27	1,01	1,00	1,03	1,27	1,43	1,62
Ingresos federales (3)	441	410	550	480	220	115	214	134	138	207
Gastos federales (3)	571	580	576	565	202	178	195	204	179	183
Déficit público federal (3)	-130	-171	-26	-86	18	-62	19	-69	-41	24

(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 de año)¹**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. ("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. 2004. Reservados todos los derechos.

