

THE IBERIAN MACRO OBSERVER

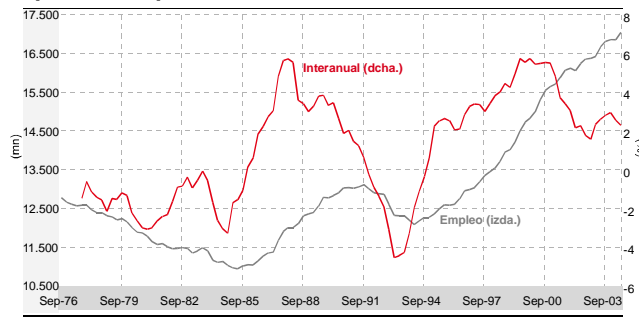
La evolución del mercado laboral español

Jesús Gómez
(34) 91-289-3315
jegomez.madrid@sinvest.es

Cristina Bergón
(34) 91-289-3307
Cbergon.Madrid@sinvest.es

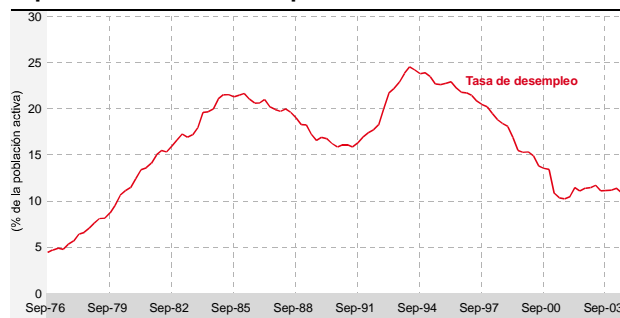
Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespasa.madrid@sinvest.es

España – Empleo, 1976-2004



Fuentes: INE y SCH Bolsa.

España – Tasa de desempleo, 1976-2004



Fuente: INE.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) La construcción de nuevas viviendas podría caer en agosto.
- (2) Se espera que la Reserva Federal suba los tipos de interés en 25 puntos básicos.
- (3) Los indicadores adelantados podrían volver a caer en agosto.
- (4) Los pedidos de bienes duraderos probablemente disminuirán en agosto.
- (5) La venta de casas de segunda mano podría retroceder en agosto.

En la zona euro:

- (1) El IPC alemán podría bajar ligeramente en septiembre.
- (2) Se espera que la balanza comercial de la zona euro mejore en julio.
- (3) Los pedidos industriales de la zona euro podrían repuntar en julio.
- (4) La confianza del consumidor en Italia debería seguir mejorando en septiembre.
- (5) En Italia, los nuevos pedidos y las ventas podrían repuntar en julio tras la debilidad de junio.

■ **En España.** Esta semana se confirmó oficialmente la desaceleración de la economía española. Rodríguez Zapatero señaló que el crecimiento del PIB no cumpliría las previsiones del Gobierno del 2,8% en 2004 y adelantó la estimación del 3,0% para 2005. Creemos que el déficit presupuestario será mayor de lo previsto en 2004E y 2005P. El déficit de la balanza por cuenta corriente se disparó en junio, arrastrado por la balanza comercial.

■ **En EEUU.** Las ventas al por menor apuntan a un incremento del consumo privado cercano al 3,0% intertrimestral anualizado en el 3T04E. El déficit de la balanza por cuenta corriente se disparaba en el 2T04 pero los inventarios empresariales deberían seguir respaldando el crecimiento del PIB en el 3T04E. No obstante, los indicadores de confianza empresarial apuntan a un crecimiento menor del PIB en el 2S04E. La producción industrial fue mejor de lo que indican los datos del índice general. Las solicitudes de subsidio de desempleo hablan de otro mes positivo de empleo y los precios se mantienen bajo control.

■ **En la zona euro.** En julio la producción industrial resultaba ligeramente por debajo de las expectativas, aunque los niveles de actividad deberían mantenerse fuertes en el 3T04E. Por otro lado, seguimos apostando por la estabilidad de la tasa anual del IPC en los próximos meses. Por último, el informe ZEW de septiembre apunta a un menor crecimiento en 4T04E-1T05P.

■ En el *Rincón macro*, incluimos la primera parte de nuestro análisis del mercado laboral español. Hemos estudiado el comportamiento espectacular del mercado de trabajo en los últimos 10 años, en los que se han creado casi cinco millones de puestos de trabajo y la tasa de desempleo ha retrocedido a su nivel más bajo de los últimos 20 años. Hemos comprobado cómo la mayor parte del empleo creado ha sido en los sectores de la construcción y servicios. Frente a ellos, los sectores más afectados por la pérdida de empleo han sido agricultura e industria.

LA SEMANA PASADA

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
13 Sep LUNES	8:00	Alemania	Índice de precios al por mayor (m/a)	Ago	0,2/3,9	0,3/3,9	0,6/4,2
	8:45	Francia	Producción industrial (m/a)	Jul	0,5/3,0	0,3/2,4	0,2/2,5
	8:45	Francia	Producción de manufacturas (m/a)	Jul	0,6/4,0 R	0,3/3,1	0,3/3,5
	20:00	EEUU	Avance del presupuesto mensual (m/a)	Ago	-76.600 mn	-40.000 mn	-41.140 mn
14 Sep MARTES		Italia	Saldo de balanza por cuenta corriente	Jul	-2.483,0 mn	-	2.593,0 mn
	8:00	Zona euro	Matriculaciones de coches nuevos (a)	Ago	6,7	-	-5,2
	8:45	Francia	IPC (m/a)	Ago P	-0,2/2,3	0,3/2,4	0,3/2,4
	9:30	Italia	IPC (NIC incl. tabaco) (m/a)	Ago P	0,1/2,3	-	0,2/2,3
	11:00	Alemania	Informe ZEW (sentim. econ./cond. actuales)	Sep	45,3/-65,2	45,0/-62,0	38,4/-61,5
	14:30	EEUU	Balanza comercial por cuenta corriente	2T	-147.200 mn R	-158.500 mn	-166,200 mn
	14:30	EEUU	Ventas al por menor	Ago	0,7	-0,1	-0,3
	14:30	EEUU	Excluyendo automóviles	Ago	0,2	0,2	0,2
15 Sep MIÉRCOLES	0:30	EEUU	ABC - Confianza del consumidor	Sep 12	-7	-	-7
	9:30	Italia	Producción industrial (desest./no desest.) (m/a)	Jul	-0,6/2,9 R	0,9/-1,5	0,4/-3,7
	10:00	Zona euro	Costes laborales unitarios (a)	2T 1	2,7 R	2,4	2,2
	11:00	España	Saldo de balanza por cuenta corriente	Jun	-2.544,2	-	-4.546,8
	13:00	EEUU	MBA - Solicitudes de hipotecas	Sep 10	7,7	-	-2,0
	14:30	EEUU	Empire - Manufacturas	Sep	13,22	20,0	28,34
	14:30	EEUU	Inventarios empresariales	Jul	1,1	0,7	0,9
	15:15	EEUU	Producción industrial	Ago	0,6 R	0,5	0,1
	15:15	EEUU	Utilización de la capacidad	Ago	77,3 R	77,4	77,3
16 Sep JUEVES	8:45	Francia	Saldo de balanza por cuenta corriente	Jul	-512,0 mn	-	-765,0 mn
	11:00	Zona euro	IPC (m/a)	Ago	-0,2/2,3	0,2/2,3	0,2/2,3
	14:30	EEUU	IPC (m/a)	Ago	-0,1/3,0	0,2/2,8	0,1/2,7
	14:30	EEUU	IPC subyacente (m/a)	Ago	0,1/1,8	0,2/1,8	0,1/1,7
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Sep 11	317.000 R	340.000	333.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	Sep 4	2,88 mn R	-	2,88 mn
	18:00	EEUU	Índice de la Fed de Filadelfia	Sep	28,5	25,0	13,4
17 Sep VIERNES	8:00	Alemania	Precios de producción (m/a)	Ago	0,6/1,9	0,3/2,2	0,3/2,2
	8:45	Francia	Empleos no agrícolas (t)	2T F	-0,1	0,1	0,1
	11:00	Zona euro	Producción industrial (m/a)	Ago	-0,2/3,0 R	0,7/2,0	0,4/2,4
	15:50	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	Sep P	95,9	96,7	95,8

(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.

ECONOMÍA ESPAÑOLA: EL GOBIERNO CONFIRMA LA DESACELERACIÓN

Esta semana se confirmaba oficialmente la desaceleración de la economía española. Rodríguez Zapatero señaló que el crecimiento del PIB no cumpliría las previsiones del Gobierno del 2,8% en 2004 y adelantó la estimación del 3,0% para 2005. Por otro lado, creemos que el déficit presupuestario será mayor de lo previsto en 2004E y 2005P. Por último, el déficit por balanza de cuenta corriente se disparaba en junio arrastrado por la balanza comercial.

Cataluña y Valencia, autorizadas a mantener el déficit presupuestario hasta 2007

En un encuentro con los consejeros de economía autonómicos, el Ministro de Economía, Pedro Solbes, confirmaba la autorización a Cataluña y Valencia de incluir déficits en sus presupuestos en los próximos tres años (hasta 2007). El déficit de ambas comunidades representa más del 90% del déficit total de las autonomías españolas.

Hasta la fecha, los presupuestos autonómicos no podían incluir déficits superiores al 0,049% del PIB ni se permitía presentar presupuestos con déficits. Por lo tanto, la autorización de Solbes introduce un cambio. Creemos que la economía española podría sufrir déficits presupuestarios tanto en 2004E como en 2005P debido a un crecimiento menor del PIB y al incremento del gasto público.



Fuerte incremento del déficit de la balanza por cuenta corriente	El déficit de la balanza por cuenta corriente se disparaba en junio (4.546,8 mn € frente a 2.544,2 mn € en mayo y 1.844,7 mn € en junio de 2003). El principal responsable era la balanza comercial de bienes (4.641 mn €), mientras que el superávit de los servicios se reducía a 2.055,8 mn €. Las importaciones aumentaban un 20% y las exportaciones un 10,3%. En los próximos trimestres, el déficit de la balanza por cuenta corriente debería reducirse, en línea con una menor demanda interna. La mejora a través de las exportaciones sería más complicada, dado que el comercio y la actividad mundial podrían desacelerarse en los que queda de 2004E y principios de 2005P.
El Gobierno reduce la previsión de crecimiento	Rodríguez Zapatero revisaba a la baja las estimaciones del Gobierno para la economía española en 2004 (desde el 2,8%) y culpaba de ello al precio del petróleo. Por otro lado, adelantaba que el crecimiento del PIB podría rondar el 3,0% en 2005. En nuestra opinión, el crecimiento del PIB será del 2,5% en 2004E y 2,5% en 2005P. Estos datos se hacían públicos dos semanas después de que Pedro Solbes mantuviera sin cambios la previsión de crecimiento del Gobierno.
	La semana en EEUU: Los datos macro de la semana respetaban prácticamente las expectativas. Las ventas al por menor apuntan a un incremento del consumo privado cercano al 3,0% intertrimestral anualizado en el 3T04E. El déficit de la balanza por cuenta corriente se disparaba en el 2T04. Los inventarios empresariales habrían de seguir respaldando el crecimiento del PIB en el 3T04E. No obstante, los indicadores de confianza empresarial apuntan a un crecimiento menor del PIB en el 2S04E. La producción industrial fue mejor de lo que parece gracias a las <i>utilities</i> , que limitaron el aumento de la cifra del índice general. Las solicitudes de subsidio de desempleo hablan de otro mes positivo de empleo y los precios se mantienen bajo control.
Las ventas al por menor apuntan a un +3,0% intertrimestral anualizado del consumo privado en el 3T04E	Las ventas al por menor fueron menores de lo esperado al caer un 0,3% intermensual en el índice general y subir un 0,2% intermensual en el índice excluyendo automóviles. El retroceso más fuerte del mes lo registraba el componente de automóviles (-1,9% intermensual). Este dato coincide por completo con los vinculados al sector del automóvil: debilidad de la producción industrial, incremento de los inventarios y bajada de los precios. De hecho, la caída del dato de las ventas en el sector podría estar provocada igualmente por la bajada de los precios de los coches, no sólo por el retroceso visto en los volúmenes. En cualquier caso, el consumo privado podría crecer en torno al 3,0% intertrimestral anualizado en el 3T04E.
Fuerte incremento del déficit de balanza por cuenta corriente en el 2T04	El déficit de la balanza por cuenta corriente se disparaba en el 2T04, desde 147.200 mn US\$ en el 1T04 hasta 166.200 mn US\$. Los datos negativos de la balanza comercial del segundo trimestre — en especial, los de junio — hacían prever este incremento del déficit por cuenta corriente. En nuestra opinión, estos datos no tendrían por qué provocar un retroceso del dólar frente al euro.
Los inventarios empresariales deberían contribuir positivamente al PIB en el 3T04E	Los inventarios empresariales superaban las expectativas añadiendo un 0,9% intermensual en julio desde el dato revisado al alza del 1,1% intermensual en junio. También las ventas subían de manera importante (0,6% intermensual en julio frente al 0,2% intermensual en junio). El ratio de inventarios sobre ventas aumentaba ligeramente, desde 1,31 meses en junio a 1,32 meses. Creemos que los inventarios podrían volver a contribuir positivamente al crecimiento en el 3T04E. Seguimos apostando por incrementos de los inventarios en los próximos dos meses.
Los indicadores de confianza empresarial apuntan a un crecimiento menor del PIB en el 2S04E	El índice Empire de la Fed se disparaba desde los 13,2 puntos de agosto hasta 28,3 puntos en septiembre y apunta a mayor actividad en los próximos meses. A pesar de todo, las tasas de crecimiento de la actividad podrían ser menores que en el 1S04. De hecho, el índice de la Fed de Filadelfia caía más de lo previsto en septiembre. En nuestra opinión, los datos no son tan malos como parecen si nos fijamos en el índice general. Los índices de nuevos pedidos y empleo arrojaban comportamientos positivos en el mes. El comportamiento del índice de Filadelfia coincidiría por completo con nuestras previsiones de un crecimiento menor del PIB en los próximos trimestres. Esperamos nuevos retrocesos de los indicadores adelantados en los próximos meses.

La producción industrial más fuerte de lo que parece. Las *utilities*, las responsables

La producción industrial no cumplía las expectativas en agosto al subir un escaso 0,1% intermensual. Sin embargo, el análisis del desglose revela que los datos son más positivos de lo que parece. Es decir, si nos fijamos en la producción manufacturera, comprobamos que subió un 0,5% intermensual en agosto frente al incremento del 0,9% intermensual en julio. Prácticamente todos los componentes del índice manufacturero registraban una evolución positiva. Por lo tanto, el principal responsable del débil comportamiento de la producción industrial (índice general) era el sector de las *utilities*, que repetía otro fuerte descenso en agosto (-2,4% intermensual frente al -2,0% intermensual en julio). Además, los últimos datos se han revisado al alza (julio pasaba del 0,4% intermensual al 0,6% intermensual, y junio del -0,5% intermensual al -0,4% intermensual), lo que apunta a niveles relativamente fuertes de actividad en el 3T04E. A corto plazo esperamos cierta desaceleración, aunque, en nuestra opinión, nada por lo que preocuparse. La utilización de la capacidad productiva tenía un comportamiento plano (77,3%) tras la revisión al alza del dato del mes anterior (77,3% desde 77,1%).

Las solicitudes apuntan a datos positivos de empleo en el mes

Las solicitudes de subsidio de desempleo semanales mejoraban las expectativas (333.000 —se esperaban 340.000— frente a 317.000). Las solicitudes acumuladas también se reducían a 2.882.000. El Departamento del Trabajo aclaraba que los huracanes Charley y Frances no habían influido en los datos, que sin duda son positivos y apuntan a un incremento del número de empleados de entre 150.000 y 200.000 en septiembre.

Los precios en EEUU, bajo control

El IPC estadounidense no cumplía las expectativas en los índices general y subyacente. El IPC de agosto subía un 0,1% intermensual, un 2,7% interanual (desde el -0,1% intermensual, 3,0% interanual en julio), y el índice subyacente subía un 0,1% intermensual, 1,7% interanual (0,1% intermensual, 1,8% interanual en julio).

Los datos de inflación de agosto fueron positivos, lo que insiste en nuestra visión de que la inflación no tendría por qué representar un problema para la economía estadounidense a corto plazo. En agosto asistimos a un comportamiento positivo del precio de la energía (-0,3% intermensual), una bajada interesante del precio de la gasolina (-1,4% intermensual tras -4,2% intermensual de julio), mayor deflación en ropa y otro recorte en el precio de vehículos nuevos (-0,3% intermensual en agosto desde -0,7% intermensual en julio).

Mantenemos nuestras previsiones para la inflación, especialmente en el caso del índice subyacente, donde esperamos un incremento del 1,6% en 2004E. En el índice general, esperamos un 2,2% (el riesgo en este caso estaría al alza —hasta el 2,6%—, dado el comportamiento de la energía). De hecho, el índice general excluyendo energía arrojaría un incremento cercano al 2,0% en 2004E. En resumen, esperamos nuevas subidas moderadas de los precios, y otra subida igualmente moderada de los tipos por parte de la Fed (25 puntos básicos en su próxima reunión del 21 de septiembre).

La semana en la zona euro. Los datos más importantes publicados eran la producción industrial y los precios de consumo. En julio la producción industrial quedó algo por debajo de las expectativas, aunque los niveles de actividad se podrían mantener fuertes en el 3T04E. Por otro lado, seguimos apostando por la estabilidad de la tasa anual del IPC en los próximos meses. Por último, el informe ZEW de septiembre apuntaba a un menor crecimiento en el 4T04E-1T05P.

- **Zona euro:** la producción industrial crecía un 0,4% intermensual en julio, un 2,4% interanual, (-0,2% intermensual en junio). Todos los componentes excepto energía (-0,5% intermensual) y bienes de consumo no duraderos (-0,2% intermensual) registraban comportamientos positivos. Esperamos un 3T04E fuerte en términos de actividad.



En agosto, nuestras expectativas para el **IPC** se cumplieron: 0,2% intermensual, 2,3% interanual. El índice general (excluyendo energía y alimentos sin elaborar) subía un 0,2% intermensual, 2,2% interanual. La tasa energética se encarecía un 1,5% intermensual y el transporte subía un 0,7%; por contra, el precio de los alimentos bajaba un 0,7% intermensual. Creemos que la inflación se mantendrá en estos niveles en los próximos meses.

- **Italia:** en julio, la **producción industrial** aumentaba un 0,4% intermensual, -3,7% interanual. Los datos no cumplían las expectativas, aunque eran coherentes con la debilidad de las ventas y pedidos industriales en junio. Por el contrario, la debilidad de los datos se concentraba en los bienes de inversión (-0,3% intermensual), ya que los bienes de consumo (1,5% intermensual) y los bienes intermedios (0,4% intermensual) subían en el mes. La producción energética también se mantenía fuerte (1,9% intermensual). Esperamos mejores datos de producción industrial en los próximos meses, tal como adelantan los indicadores de confianza empresarial. Sin embargo, la tendencia podría ralentizarse a finales de año y principios de 2005.

El **IPC** subía un 0,2% intermensual en agosto, 2,4% interanual. Responsable de la subida era el precio del transporte (1,1% intermensual). Por el contrario, el precio de la ropa registraba una bajada del 3,9% intermensual.

- **Francia:** en julio, la **producción industrial** subía menos de lo previsto (0,2% intermensual, 2,5% interanual), aunque hubo una revisión al alza de los datos del mes anterior (junio se revisaba al alza hasta 0,5% intermensual, 0,6% interanual). Las subidas más fuertes las registraron alimentación (1,9% intermensual) y bienes industriales de capital (0,8% intermensual). Por el contrario, no hubo avance en la producción de bienes de consumo (-1,0% intermensual, desde 1,9% intermensual del mes anterior). Este sería, en nuestra opinión, el único dato negativo del informe, sobre todo si recordamos que el crecimiento francés en el 1S04 se ha debido al consumo privado. En cualquier caso, apostamos por nuevas mejoras de la actividad en Francia en el 3T04E.

El **IPC** subía un 0,3% intermensual en agosto, 2,4% interanual. El precio de la energía caía un 2,2% intermensual en el mes, aunque subía un 7,4% interanual. El índice subyacente avanzaba un 0,2% intermensual, con la tasa anual en el 2,4%.

La **creación de empleo** suponía un 0,1% intertrimestral en el 2T04, respetando la publicación preliminar. En nuestra opinión, el empleo ha tocado fondo en Francia, como se podrá comprobar en los próximos trimestres.

- **Alemania:** los **precios al por mayor** se disparaban en agosto (0,6% intermensual, 4,2% interanual). La subida más brusca la registraban metal, tabaco y carburantes y petróleo. Los precios de producción subían un 0,2% intermensual, 2,2% interanual en agosto. Los datos del IPC que se publicarán esta semana podrían mostrar una bajada. No estamos preocupados por la evolución de los precios en los próximos meses.

El informe ZEW retrocedía más de lo previsto en septiembre, llegando a su nivel más bajo en los últimos 15 meses. En el informe queda claro que el retroceso del optimismo responde a las expectativas de una desaceleración en la economía mundial justificada por los datos mixtos que llegan de EEUU. Creemos que estos datos son paralelos al resto de indicadores adelantados y de confianza, que apuntan a menores tasas de crecimiento de actividad en el 4T04 y 1T05. Sin embargo, no esperamos sorpresas negativas respecto al crecimiento a corto plazo; de hecho, creemos que la demanda interna sorprenderá al alza en los datos del PIB del 3T04E.

ESTA SEMANA

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión
21-31	-	Alemania	Producción industrial (m/a)	Jul F	-1,5/2,6	-
21/31	-	Alemania	Pedidos de fábrica (m/a)	Jul F	-3,3/4,3	-
23/27	-	Alemania	IPC (m/a)	Sep P	0,2/2,0	-0,1/2,0
20 Sep Monday	9:00 19:00	España EEUU	Pedidos de fábrica (a) NAHB – Índice del mercado de la vivienda	Jul Sep	13,6 71	- 70
21 Sep Tuesday	10:00 11:00 11:00 14:30 14:00 20:15	Alemania Zona euro Zona euro EEUU EEUU EEUU	Pedidos de construcción (m/a) Saldo balanza por cuenta corriente Ratio déficit público/PIB Ratio déficit presupuestario/PIB Viviendas iniciadas Permisos de construcción Tipos del FOMC	Jul Jul Dic 31 Dic 31 Ago Ago Sep	4,5/-6,6 4,500 mn 69,2 -2,3 1,97 mn 2,06 mn 1,50	- 2.000 mn - - 1,93 mn 1,98 mn 1,75
22 Sep Wednesday	0:30 8:00 8:45 8:45 9:00 9:30 11:00 11:00 13:00	EEUU Italia Francia Francia España Italia Zona euro Zona euro EEUU	ABC – Confianza del consumidor Salario por hora (m/a) Gasto de los consumidores (m/a) Gasto de los consumidores (m/a) Costes laborales (a) Confianza del consumidor (desest./no desest.) Nuevos pedidos industriales (m/a) Balanza comercial MBA – Solicitudes de hipotecas	Sep 19 Ago Jul Ago 2T Sep Jul Jul Sep 17	-7,0 0,6/3,2 4,2/8,5 -/- 3,5 101,7/103,4 -6,5/10,9 8.710 mn -2,0	- 0,2/2,9 -2,2/3,8 0,3/6,1 - 102,0/- 2,0/9,9 11.000 mn -
23 Sep Thursday	8:45 9:00 9:00 9:30 14:30 14:30 16:00 20:00	Francia España España Italia EEUU EEUU EEUU EEUU	IPC (m/a) Ocupación hotelera Índice de precios hoteleros (a) Ventas al por menor (m/a) Solicitudes de subsidio de desempleo Renovación de solicitudes Indicadores adelantados Actas de la reunión del 10 de agosto del FOMC	Ago F Ago Ago Jul Sep 18 Sep 11 Ago -	-0,2/2,3 63,3 1,9 0,7/2,0 333.000 2,88 mn -0,3 -	0,3/2,4 - - 0,4/0,5 338.000 - -0,2 -
24 Sep Friday	8:00 8:45 9:30 9:30 10:30 10:30 14:30 14:30 16:00	Alemania Francia Italia Italia Italia Italia EEUU EEUU EEUU	Índice de precios de importación (m/a) Salarios (t) Pedidos industriales (m/a) Ventas industriales (m/a) Balanza comercial (total) Balanza comercial (zona euro) Pedidos de bienes duraderos -excl. transporte Ventas de viviendas de segunda mano	Ago 2T F Jul Jul Jul Jul Ago Ago Ago	0,3/2,2 0,8 -0,7/1,4 -1,4/5,0 -1.071 mn -1.047 mn 1,7 0,1 6,72 mn	0,7/2,3 0,6 1,0/6,4 1,8/0,2 - - -0,3 0,9 6,62 mn

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

ASUNTOS A TENER EN CUENTA

En EEUU: (1) la construcción de nuevas viviendas podría caer en agosto; (2) se espera que la Reserva Federal suba 25 puntos básicos los tipos de interés; (3) los indicadores adelantados podrían volver a caer en agosto; (4) el componente de transporte podría ser el responsable de una disminución de los pedidos de bienes duraderos en agosto; (5) la venta de viviendas de segunda mano podría caer en agosto.

En la zona euro: (1) en Alemania, el IPC podría bajar en septiembre; (2) se espera que el superávit de la balanza comercial de la zona euro mejore en julio; (3) los pedidos industriales de la zona euro podrían repuntar en julio; (4) en Italia, la confianza del consumidor podría seguir mejorando en septiembre; (5) en Italia, los pedidos y las ventas industriales deberían repuntar en julio tras la debilidad de junio.



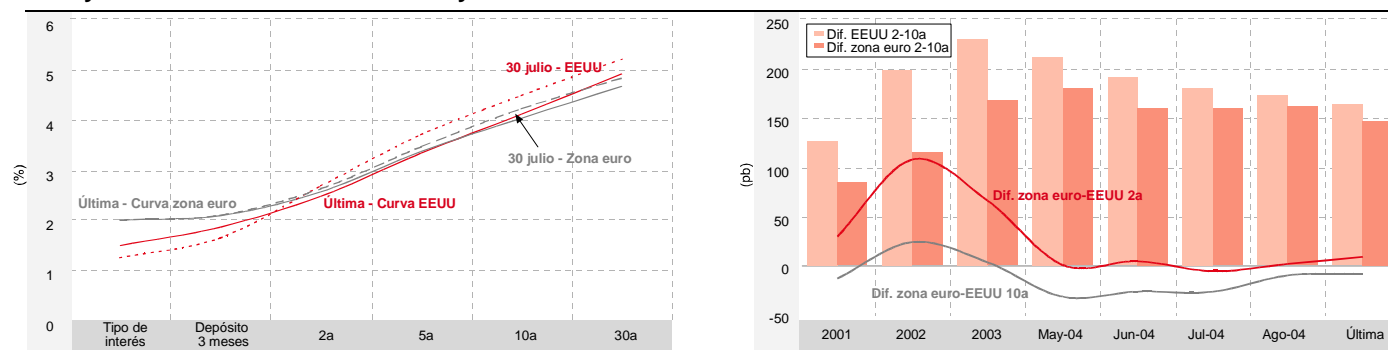
TIPOS Y DIVISAS

EEUU y zona euro – Tipos de interés y divisas

		Anual ¹			Trimestral ¹				Mensual				Semanal			
		2001	2002	2003	Sep-03	Dic-03	Mar-04	Jun-04	May-04	Jun-04	Jul-04	Ago-04	03-Sep	10-Sep	17-Sep	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	1,3	1,3	1,5	1,50	1,50	1,50	1,50
	Euribor 3 meses	4,1	3,3	2,2	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,09	2,09	2,09	2,06
	Dep. 3 meses EEUU	3,5	1,7	1,2	1,1	1,1	1,1	1,3	1,3	1,6	1,6	1,7	1,79	1,84	1,86	1,91
Tipos inter. largo plazo																
Zona euro	2 años	4,0	3,6	2,4	2,5	2,7	2,3	2,6	2,5	2,7	2,6	2,4	2,60	2,58	2,56	2,57
	5 años	4,4	4,2	3,3	3,3	3,6	3,2	3,5	3,5	3,6	3,5	3,3	3,48	3,41	3,37	3,37
	10 años	4,8	4,8	4,1	4,1	4,4	4,1	4,3	4,3	4,3	4,2	4,0	4,15	4,07	4,03	4,03
	30 años	5,4	5,2	4,8	4,9	5,0	4,8	4,9	5,0	4,9	4,8	4,7	4,78	4,70	4,66	4,66
EEUU	2 años	3,7	2,5	1,8	1,7	1,9	1,7	2,5	2,5	2,7	2,7	2,4	2,58	2,48	2,47	2,47
	5 años	4,4	3,7	3,1	3,2	3,3	3,0	3,7	3,8	3,8	3,7	3,3	3,49	3,40	3,33	3,32
	10 años	5,0	4,5	4,1	4,3	4,3	4,0	4,6	4,6	4,6	4,5	4,1	4,30	4,19	4,11	4,11
	30 años	5,5	5,3	5,0	5,2	5,1	4,9	5,3	5,3	5,2	4,9	5,06	4,98	4,91	4,91	
Diferencial																
Dif. zona euro	3 m-30 a	128	195	267	279	289	283	287	292	282	273	262	269	260	257	260
	2 a-10 a	84	115	167	166	166	178	171	179	160	159	161	155	149	146	146
Dif. EEUU	3 m-30 a	191	354	380	407	401	380	399	408	371	355	318	327	314	305	300
	2 a-10 a	126	198	230	255	240	230	207	212	190	180	173	172	171	163	163
Dif. zona euro-EEUU	Int.	50	154	108	100	100	100	92	100	75	75	50	50	50	50	50
	2 a	29	107	66	74	82	61	6	1	5	-6	2	2	10	9	9
	10 a	-13	24	4	-14	8	9	-30	-31	-26	-26	-10	-14	-11	-8	-8
Divisas																
	€/US\$	0,95	1,14	1,19	1,13	1,20	1,24	1,21	1,219	1,217	1,200	1,219	1,207	1,228	1,218	1,216
	€/¥	118	132	133	131	131	132	133	133	133	134	133	133	134	134	133
	US\$/¥	125	116	113	116	109	106	110	110	109	111	109	110	110	110	110

(1) Las cifras representan la media del periodo. (2) Última: 20 de septiembre 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: MERCADO LABORAL ESPAÑOL (I)

El mercado laboral de nuestro país se ha visto claramente beneficiado por el crecimiento espectacular del PIB español en los últimos años. La creación de empleo ha sido muy fuerte y en 2001 la tasa de desempleo alcanzaba los niveles más bajos de los últimos 20 años. Sin embargo, en nuestra opinión, estos datos positivos ya serían parte del pasado. Si aceptamos, como indican nuestras previsiones, que la economía española tiende a tasas de crecimiento del PIB menores en 2004E y 2005P, es deducible que el mercado laboral sufrirá las consecuencias. Esta semana analizamos la evolución del mercado laboral español, deteniéndonos en la creación de empleo en diferentes sectores, la tasa de desempleo, la evolución de las plantillas de trabajadores, etc. En la segunda parte del informe (*Rincón macro* del 4 de octubre), analizaremos la probable evolución del mercado laboral en los próximos años.

Mercado laboral: mejora significativa en los últimos 10 años

La mejora del mercado laboral se iniciaba en 1994, con un crecimiento medio anual del 3,1% y la creación de 5 millones de puestos de trabajo. La tasa de crecimiento más alta se alcanzaba en 1999 (cerca del 6,0%). A partir de ese momento, la creación de empleo ha ido cayendo (2,3% interanual en el 2T04). El 64,4% de los puestos de trabajo nuevos se debían a un incremento de la población activa (en torno a 3.123 mn de nuevos trabajadores), mientras que el resto (35,6%) venía de un retroceso en el desempleo (-1.742 mn). De los puestos de trabajo creados, casi el 90% de ellos fueron en el sector privado.

España – Empleo, 1976-2004



España – Población en edad de trabajar frente a población activa, 1994-2004

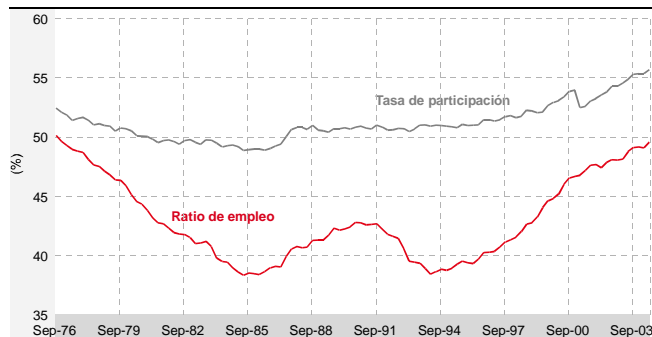


Fuentes: INE y SCH Bolsa.

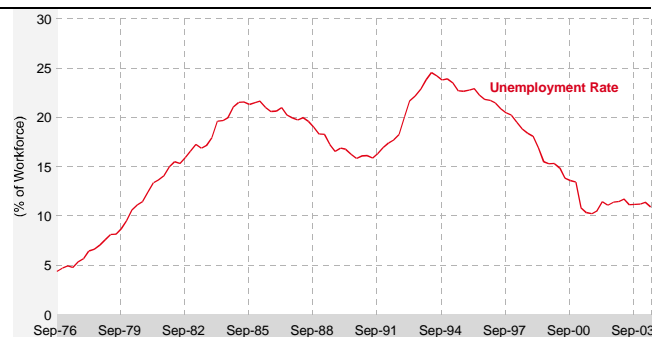
El buen momento del mercado laboral elevó los ratios de participación: 55,7% en el 2T04, desde 51,0% en el 1T94. Al mismo tiempo, el ratio de empleo subía claramente: 49,6% en el 2T04, desde 38,4% en el 1T94. El desempleo ha estado cayendo a una media anual del 4,3%. Todo ello situaba la tasa de desempleo desde el 24,6% en el 1T94 hasta el 10,9% en el 2T04. Es decir, en 10 años, la tasa de desempleo está por debajo de la mitad de la de 1994.



España – Ratios de participación y empleo, 1976-2004



España – Tasa de desempleo, 1976-2004

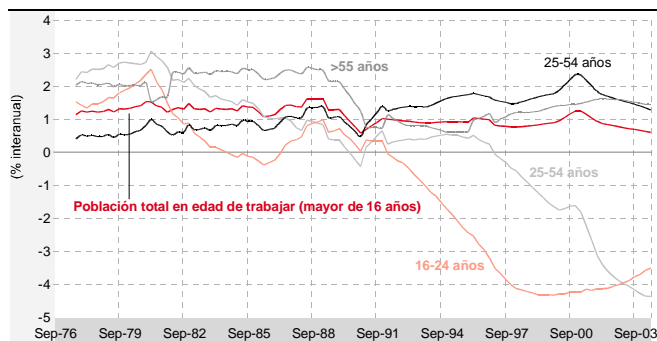


Fuente: INE.

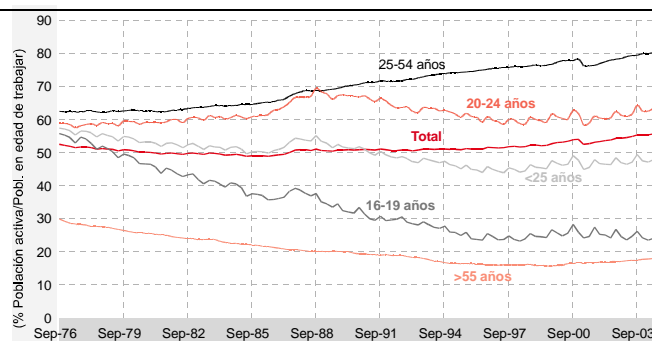
Población: menor crecimiento de población en el futuro

Decíamos que los ratios de participación y de empleo han crecido de manera notable en los últimos años. Los movimientos de población —concretamente, la reducción de las tasas de crecimiento de la población en edad de trabajar— nos hacen creer que esta tendencia podría mantenerse, especialmente en el caso de los ratios de participación. En estos momentos, la población activa crece un 0,6% interanual, frente a la media del 1,0% interanual de los últimos 10 años. La población ha envejecido. El crecimiento de la población de entre 16 y 24 años es del -3,9% interanual (-2,5% interanual de media de los últimos 10 años), la población de entre 25 y 54 años crece un 1,3% interanual (1,7% interanual de media en los últimos 10 años) y, por último, la población mayor de 55 años crece un 1,5% interanual (1,2% interanual de media en los últimos 10 años).

España – Tasas de crecimiento de la población, 1976-2004



España – Ratios de participación, 1976-2004



Fuente: INE.

Por el contrario, la población activa ha crecido de manera estable: 2,1% interanual en el 2T04, por encima de la media anual de los últimos 10 años (1,7%). Los avances más significativos los registraba el empleo femenino (3,7% interanual, crecimiento anual del 2,8% en los últimos 10 años). La población activa masculina crecía un 1,0% interanual, prácticamente equivalente a la tasa de crecimiento de los últimos 10 años. En cuanto al empleo, en estos momentos crece un 2,3% interanual (3,1% de media de los últimos 10 años). De nuevo, el número de mujeres con un puesto de trabajo supera al número de hombres. El empleo femenino crece un 4,5% interanual (en línea con la media de los últimos 10 años), mientras que el de los hombres cae un 1,0% interanual (2,3% de media desde 1994). Por lo tanto, estos datos apuntan a mayores ratios de participación en el futuro más cercano. Por el contrario, el optimismo es menor con los ratios de ocupación, puesto que esperamos una desaceleración de la creación de empleo a corto plazo.

Empleo por sectores: construcción y servicios responsables de la creación de empleo

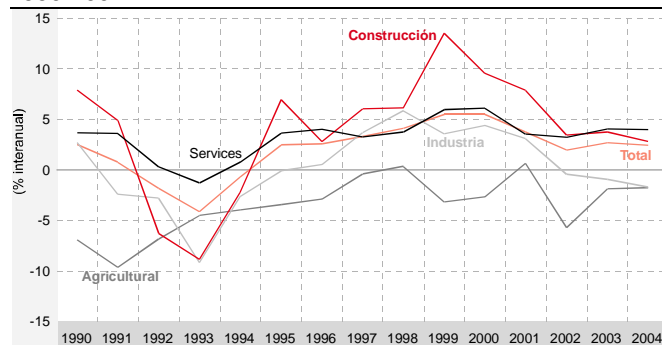
En los últimos 10 años, la creación de empleo se ha concentrado, principalmente, en dos sectores: construcción y servicios. En este periodo, el sector agrícola perdía cerca de 250.000 puestos (5,5% del total de puestos creados) y esta tendencia negativa podría prolongarse a corto plazo. En estos momentos, la agricultura representa un 5,5% del empleo total en España, frente a más del 10% que suponía en 1990. La industria también tenía un comportamiento negativo en términos relativos. En los últimos 10 años, el sector industrial ha creado el 10% del total de puestos, y su relevancia en la creación de empleo es claramente inferior (del 24% en 1990 al 18%). En el lado positivo, se encuentran los sectores de la construcción y servicios. El primero ha creado puestos a un ritmo rápido, en línea con el auge de la construcción en España en los últimos años: del total de puestos creados desde 1994, es responsable del 20%. Su peso se ha incrementado (12% en 2004 desde 9% en 1994). Por su parte, el sector servicios ha sido la principal fuente de creación de empleo en España (75,5% de puestos creados en los últimos años). Además, su porcentaje en la creación total de empleo ha ido desde el 55% en 1990 hasta el 65%. Concretamente, turismo e inmobiliarias han sido los subsectores de mayor avance.

España – Creación de empleo por sectores, 1990-2004

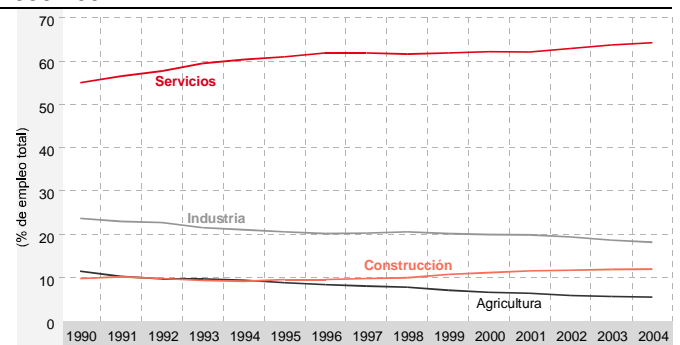
		1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Total	Var.	260	-27	-398	-414	75	312	410	446	573	806	818	478	256	485	188
	%	2,5	0,8	-1,8	-4,1	-0,7	2,5	2,6	3,3	4,1	5,5	5,5	3,8	2,0	2,7	2,4
Agricultura	Var.	-119	-153	-38	-52	-67	-39	-16	-3	-3	-24	-8	-11	-66	11	-43
	%	-6,9	-9,6	-6,8	-4,5	-3,9	-3,4	-2,9	-0,4	0,4	-3,2	-2,6	0,7	-5,7	-1,9	-1,7
	% T	11,5	10,3	9,7	9,7	9,4	8,8	8,4	8,1	7,8	7,1	6,6	6,4	5,9	5,6	5,5
Industria	Var.	41	-81	-169	-222	-3	-9	42	152	132	65	179	-2	19	-95	16
	%	2,7	-2,4	-2,8	-9,1	-2,6	-0,1	0,6	3,7	5,9	3,6	4,4	3,1	-0,4	-1,0	-1,7
	% T	23,7	23,0	22,7	21,5	21,1	20,6	20,2	20,3	20,6	20,2	20,0	19,9	19,4	18,7	18,2
Construcción	Var.	88	17	-104	-129	59	40	86	18	148	203	113	127	19	82	68
	%	7,9	4,9	-6,3	-8,8	-2,2	7,0	2,8	6,0	6,1	13,5	9,5	7,9	3,4	3,7	2,8
	% T	9,9	10,3	9,8	9,3	9,2	9,5	9,6	9,8	10,0	10,8	11,2	11,6	11,8	11,9	12,0
Servicios	Var.	251	190	-87	-11	86	320	298	280	295	561	534	364	284	488	147
	%	3,7	3,6	0,3	-1,3	0,8	3,7	4,0	3,3	3,7	6,0	6,1	3,6	3,2	4,1	4,0
	% T	55,0	56,5	57,7	59,5	60,3	61,0	61,9	61,9	61,6	61,9	62,3	62,1	62,9	63,8	64,3

Fuentes: INE y SCH Bolsa. Var.: variación anual en el empleo en miles; %: tasa interanual; % T: porcentaje del empleo total. 2004: hasta el 2T04.

España – Tasa de crecimiento del empleo por sectores, 1990-2004



España – Estructura del mercado laboral por sectores, 1990-2004



Fuentes: INE.

¿Y ahora?

Como hemos tratado de demostrar, el comportamiento del mercado laboral en España ha sido muy positivo en los últimos años. Sin embargo, nuestras previsiones no adelantan perspectivas muy halagüeñas para el empleo. Creemos que la desaceleración de la economía española tendrá un impacto negativo en el empleo. Nos preocupa especialmente el futuro de los sectores de la construcción y de servicios. Ambos son proclives a mostrar retrocesos en los datos de empleo a corto plazo. En el “Rincón” de dentro de dos semanas analizaremos el posible comportamiento del mercado laboral en nuestro país en el futuro más inmediato.



ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

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

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

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

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

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

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

APÉNDICE 1

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

PIB y sus componentes	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04
Consumo privado	1,9	0,6	1,0	0,9	0,6	0,9	1,1	1,1	0,2	0,9	0,1	2,4	1,1
Gasto público	2,5	3,1	1,7	1,8	1,5	1,6	1,7	0,0	1,9	2,5	1,8	0,4	2,3
F. B. capital fijo	-0,3	-2,7	-0,6	-0,3	-0,1	0,5	0,7	-3,2	-0,5	0,0	3,3	-0,7	0,3
Var. existencias (contrib.)	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,7	0,1	0,1	2,3	-0,7	-1,1	2,6	-0,4	-1
Demanda interna	1,0	0,3	1,2	0,9	1,4	1,1	1,3	2,3	-0,4	-0,1	3,8	1,0	0,6
Exportaciones	3,4	1,7	0,1	0,1	0,3	3,5	8,1	-6,6	-3,1	10,4	1,4	5,6	15,7
Importaciones	1,7	0,3	2,1	1,5	2,2	2,9	6,5	-1,2	-2,3	5,2	7,6	1,4	12,3
Aportac. sector Exterior	0,6	0,6	-0,7	-0,5	-0,7	0,3	0,7	-2,3	-0,4	2,0	-2,3	1,6	1,5
PIB	1,6	0,8	0,5	0,3	0,7	1,3	2,0	0,0	-0,7	1,9	1,5	2,6	2,1
PIB nom. (€ mds)	6842,9	7075,9	7255,9										
Indicadores de actividad	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Producción industrial (IPI)	0,4	-0,4	0,2	-0,4	0,9	1,0	2,3	1,2	0,9	2,9	3,1	1,8	-
-sin construcción	0,4	-0,5	0,3	-0,3	1,4	1,1	2,7	1,7	1,5	3,6	3,0	2,4	-
Producción manufacturera	0,3	-0,7	0,1	-0,6	1,3	1,0	3,0	1,4	1,6	3,9	3,5	2,4	-
Ventas al por menor	1,6	0,0	0,3	-0,4	-0,3	0,6	-0,2	0,4	0,5	-2,3	1,1	1,1	-
Nuevas matriculaciones	0,0	-2,4	-1,2	-0,3	-0,7	1,9	3,9	0,4	3,1	6,2	2,5	-	-
Utilización capacidad prod.	83,5	81,4	81,1	80,7	81,4	80,6	80,7						
Indicadores de confianza	Media anual			Media trimestral				Índice					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Clima económico	100,8	94,4	93,5	94,2	97,7	98,7	100,1	98,8	100,2	100,3	99,7	100,1	-
Clima empresarial	-0,19	-0,51	-0,40	-0,57	-0,04	0,04	0,37	-0,05	0,39	0,29	0,43	0,58	-
Confianza industria	-9	-11	-10	-11	-7	-7	-4	-7	-4	-5	-4	-4	-
Confianza construcción	-11	-19	-20	-21	-20	-20	-17	-19	-17	-17	-16	-17	-
Confianza comercio minorista	-7	-16	-11	-10	-8	-8	-8	-8	-6	-7	-10	-9	-
Confianza servicios	15	1	2	5	10	11	11	11	11	13	10	11	-
Confianza consumidores	-5	-11	-18	-17	-16	-14	-15	-14	-14	-16	-14	-14	-
PMI	48	50	49	49,1	52,0	52,8	54,4	53,3	54,0	54,7	54,4	54,7	53,9
- Producción	49	52	51	50,3	54,0	53,9	56,0	54,7	55,5	56,5	56,0	57,1	55,7
- Nuevos pedidos	47	51	50	50,3	54,4	55,0	56,1	55,1	55,6	56,7	55,9	56,1	55,5
- Empleo	49	47	47	46,6	48,3	48,4	48,9	48,7	48,6	48,7	49,4	49,7	49,4
- Existencias	47	46	46	46,0	46,5	46,9	48,4	47,3	47,8	47,9	49,6	49,3	49,4
- Tiempos de entrega proveedores	53	50	50	50,0	47,8	45,0	40,4	42,7	40,7	39,5	41,1	42,1	43,4
- Precios	48	52	52	46,0	52,9	59,8	70,7	65,3	69,4	72,3	70,3	70,2	66,6
Precios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
IPC	2,4	2,3	2,1	2,0	2,1	1,7	2,3	0,6	0,5	0,3	0,1	-0,2	0,2
Infl. subyacente	1,8	2,4	1,8	1,7	1,7	1,8	1,9	0,5	0,5	0,1	0,1	-0,3	0,3
PPI (excl. construcción)	2,0	-0,1	1,4	1,1	1,0	0,2	2,0	0,6	0,4	0,6	0,0	0,4	-
Deflactor PIB	2,4	2,6	2,0	2,1	2,0	2,0	-						
Defactor de la demanda interna	2,3	2,2	1,8	1,9	1,7	1,5	-						
Costes y salarios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Coste laboral unitario	2,6	2,2	2,0	2,2	1,6	0,9	-						
Remuneración asalariado	2,8	2,6	2,4	2,5	2,1	1,9	-						
Productividad	0,2	0,4	0,3	0,2	0,5	1,1	-						
Mercado de trabajo	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Tasa de desempleo	8,0	8,4	8,9	8,9	8,9	8,9	9,0	8,9	9,0	9,0	9,0	9,0	-
Índice de empleo excl. construcción	0,1	-2,6	-	-2,3	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0
Sec. monetario y financiero	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
M3	10,9	6,6	6,4	7,0	6,4	5,7	5,3	0,5	0,5	0,0	0,8	0,9	-
M3 Media móvil 3m	7,9	7,2	7,1	8,0	7,1	5,9	5,2	5,9	5,5	5,2	5,2	-	-
Préstamos al sector privado	7,0	4,0	4,7	4,0	4,7	4,6	5,5	0,5	0,8	0,5	0,7	0,5	-
Datos financ. (tasas inter.)	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Tipo efectivo €	1,5	3,0	11,4	10,1	10,3	8,5	1,2	6,0	3,5	0,3	0,0	1,8	2,8
Tipo efectivo real € (CPI)	0,6	4,0	12,6	10,8	11,8	8,9	1,7	6,5	4,1	0,9	0,1	1,8	2,7
Tipo efectivo real € (PPI)	1,7	3,9	11,2	9,0	9,9	7,3	0,5	5,4	2,9	-0,4	-0,9	0,9	2,0
Tipo efectivo real € (ULC)	-1,0	2,4	12,8	11,5	11,6	9,0	-						
Sector exterior	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Saldo cta. corriente (% PIB)													
- € Mds (1)													
Cuentas públicas (% PIB)	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Total recursos	46,5	47,5	48,1	47,5	47,1	47,9	48,1	47,5	48,0	47,8	47,1	46,5	46,6
Total empleos	51	52,3	53,8	52,7	52,2	52,2	50,8	49,8	49,3	48,7	48,8	48,8	49,4
Déficit/Superávit	-4,8	-4,9	-5,7	-5,1	-5,2	-4,3	-2,7	-2,3	-1,3	-0,9	-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	3,1	3,5	3,8	4,2	3,6	5,0	3,6	4,1	1,6
Gasto e inv. públicos	3,4	4,4	2,8	2,2	2,8	1,7	0,1	1,6	2,5	2,4
Inversión privada	-7,9	-2,4	5,8	9,4	12,8	16,4	22,4	13,9	12,3	17,3
- Equipo	-4,9	-5,5	8,4	12,1	13,1	13,7	21,6	12,0	8,1	13,7
- Construcción	-0,7	-4,4	6,3	8,5	8,7	9,1	14,3	9,0	1,0	12,4
Demanda interna	0,9	2,5	3,7	4,3	5,2	5,1	6,4	4,7	5,1	4,1
Exportaciones	-5,4	-2,4	0,8	6,1	8,4	10,5	11,3	17,4	7,3	6,2
Importaciones	-2,7	3,4	3,2	4,9	8,1	11,0	2,9	17,1	10,6	14,1
PIB	0,8	1,9	3,5	4,4	5,0	4,7	7,4	4,2	4,5	2,8
PIB nominal (M.M. \$)	10128	10487								
Actividad general	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Indicador adelantado	2,2	3,1	4,1	4,3	4,9	4,9	4,3	3,8	2,8	-
Indicador coincidente	0,4	1,1	1,8	2,7	2,3	2,6	2,7	2,6	2,4	-
Ratio existencias/Ventas	1,30	1,26	1,22	1,23	1,22	1,23	1,23	1,23	1,23	-
Producción industrial	-0,4	1,5	2,9	5,2	3,5	4,7	5,6	5,3	5,1	5,2
Utilización capacidad (1)	74,9	75,8	76,6	77,0	76,6	76,9	77,4	77,0	77,3	77,3
Índice ISM	5,9	19,1	25,8	27,1	34,1	35,1	25,6	21,2	17,9	7,3
Índice ISM (1)	54,7	63,4	62,5	61,1	62,5	62,4	62,8	61,1	62,0	59,0
Consumo privado	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Ganancia real por hora	0,5	0,4	0,3	-0,6	0,4	0,2	-0,9	-1,1	-0,8	-0,2
Ventas al por menor	6,2	6,7	7,8	7,8	8,6	7,5	9,3	6,8	6,7	4,9
-sin autos	6,3	6,8	8,2	9,4	8,8	9,2	10,1	8,9	8,1	7,1
Gastos de consumo	3,5	3,8	4,2	3,6	4,0	3,6	4,0	3,1	3,5	-
Confianza consumidores (1)	77,0	94,8	88,5	102,8	88,5	93,0	93,1	102,8	105,7	98,2
Expectativas consumidor (1)	88,5	107,4	91,3	100,8	91,3	94,8	94,8	100,8	105,3	96,6
Tasa de ahorro familiar (1)	1,4	1,2	1,0	1,3	1,0	1,4	0,9	1,3	0,6	-
Crédito al consumo	4,2	4,3	4,8	4,1	4,8	4,3	3,8	4,1	4,3	-
Inversión en equipo	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Nuevos pedidos	3,3	7,4	8,5	13,1	11,5	13,3	13,3	12,6	11,8	-
-ex autos	5,0	6,9	9,0	14,2	11,6	14,5	14,5	13,7	11,5	-
Pedidos b. capital sin def. y aviones	3,3	7,7	11,3	12,3	13,8	13,8	11,6	11,4	10,3	-
ISM: Producción	6,4	24,4	29,5	25,5	39,4	37,3	23,0	17,3	19,5	-2,8
ISM: Nuevos pedidos	15,1	28,1	28,9	24,0	39,5	41,6	19,4	13,4	12,3	1,3
	1T02	2T02	3T02	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04
Benef. después de impuestos	-1,0	4,7	23,5	31,8	14,3	6,7	9,8	14,7	17,2	18,5
Construcción	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Viviendas iniciadas	11,0	17,6	11,2	10,2	15,7	19,9	13,2	-1,3	4,5	-
Ventas nuevas viviendas	15,2	8,7	22,2	10,7	26,2	14,5	17,4	1,4	-1,9	-
Gastos de construcción	5,7	7,0	7,2	10,1	9,4	10,5	10,2	9,5	9,7	-
Permisos de construcción	10,8	8,2	6,7	9,7	12,6	11,6	13,6	4,0	9,2	-
Empleo y salarios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Población activa	1,0	1,2	0,6	0,3	0,6	0,3	0,4	0,3	0,8	0,7
Empleo total	0,6	1,2	0,8	0,9	0,7	0,7	0,9	1,0	1,5	1,4
Tasa de paro (% pob. activa) (1)	6,1	5,7	5,7	5,6	5,7	5,6	5,6	5,6	5,5	5,4
Duración media paro (sem.) (1)	19,6	19,6	20,1	19,9	20,1	19,7	20,0	19,9	18,6	19,0
Jornada media laboral (horas) (1)	33,6	33,6	33,8	33,6	33,8	33,7	33,8	33,6	33,8	33,8
Ganancia media por hora	2,7	2,1	1,8	2,1	1,8	2,2	2,1	2,1	2,1	2,3
	1T02	2T02	3T02	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04
Coste del empleo total	3,9	4,0	3,7	3,6	3,9	3,8	4,0	3,9	3,8	3,9
Precios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Inflación	2,2	1,9	1,8	2,9	1,7	2,3	3,1	3,3	3,0	2,7
Inflación subyacente	1,3	1,2	1,3	1,8	1,6	1,8	1,7	1,9	1,8	1,7
Precios producción	3,4	3,6	2,3	4,2	1,5	3,7	5,0	4,0	4,0	3,4
P. producc sin energía y alim.	0,3	0,7	0,9	1,6	0,7	1,4	1,7	1,8	1,7	1,5
Precios importación	1,7	1,9	1,4	5,7	1,1	4,6	6,9	5,7	5,5	7,2
Precios exportación	1,0	1,8	2,9	4,1	3,3	4,1	4,4	3,8	4,4	3,9
Sector exterior	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Saldo B. bienes y servicios (4)	-489,0	-497,0	-510,0	-537,0	-510	-515	-522	-537	-546	-
Saldo B. bienes y servicios (4) % PIB	-4,4	-4,4	-4,4	-4,6						
Saldo Balanza comercial (4)	-569,6	-578,3	-592,8	-623,3	-593	-600	-608	-623	-634	-
Saldo Balanza comercial (4) % PIB	-5,1	-5,1	-5,2	-5,4						
Tipo cambio efectivo nominal	-8,3	-13,8	-12,3	-5,9	-10,4	-9,5	-3,5	-4,5	-7,1	-7,8
Política económica	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Oferta monetaria (M2)	7,7	5,3	4,4	4,8	4,7	4,8	5,1	4,5	3,7	3,1
Tipo fondos federales (1)	1,01	0,99	1,00	1,03	1,00	1,01	1,00	1,03	1,27	1,43
Ingresos federales (3)	429	441	410	550	132	220	115	214	134	138
Gastos federales (3)	534	571	580	576	205	202	178	195	204	179
Déficit público federal (3)	-105	-130	-171	-26	-73	18	-62	19	-69	-41

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

Delegaciones Internacionales

Madrid

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

Lisboa

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

Londres

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

Nueva York

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

Bogotá

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

Buenos Aires

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

Caracas

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

Lima

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

México

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

Santiago

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

São Paulo

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

Tokio

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

Clave de Recomendaciones (Final del Año)

Comprar

Potencial alcista superior al 20%.

Mantener

Potencial alcista del 15%-20%.

Infraponderar

Potencial alcista inferior al 15%.

(1) Los precios objetivo fijados de enero a junio son para el 31 de diciembre del año actual; los precios objetivo fijados de julio a diciembre son para el 31 de diciembre del año siguiente.

El presente informe ha sido preparado por Santander Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. (SCH Bolsa) y se facilita sólo a efectos informativos. Bajo ninguna circunstancia deberá usarse ni considerarse como una oferta de venta ni como una solicitud de una oferta de compra. Cualquier decisión de compra, por parte del receptor, debería adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre ese valor, y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV, disponible tanto en la CNMV y Sociedad Rectora del Mercado correspondiente, como a través de las entidades emisoras. El presente informe no se publica para su distribución en los Estados Unidos. El presente informe no puede entregarse a clientes privados.

Entidades pertenecientes al Grupo Santander han participado como coordinador, colocador o asegurador en una oferta pública de venta de Abengoa S.A., Aceralia, S.A., ACS Actividades de Construcción y Servicios, S.A., Adolfo Domínguez, S.A., Aldeasa, S.A., Amadeus Global Travel Distribution, S.A. Aragonesas, S.A., Argentaria Corporación Bancaria de España, S.A., Azkar, S.A., Barón de Ley, S.A., Befesa Medio Ambiente, S.A., Dinamia, S.A., Endesa, S.A., FAES Fabrica Española de Productos Químicos y Farmacéuticos, S.A., Federico Paternina, S.A., Funespaña, S.A., Gas Natural, S.A., Ginés Navarro, S.A., Grupo Ferrovial, S.A., Indra, S.A., Inmobiliaria Colonial, S.A., Mapfre Vida, S.A., 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, sus sociedades filiales y cualquiera de sus oficinas o consejeros podrán en cada momento tener una posición o estar de otro modo interesados en las operaciones de títulos valores que, directa o indirectamente, sean objeto del presente informe.

Grupo Santander o sus sociedades filiales podrán en cada momento prestar servicios o solicitar los negocios de cualquier compañía incluida en el presente informe. Grupo Santander, sus sociedades filiales o cualquier otra persona no aceptarán ningún tipo de responsabilidad por pérdidas directas o emergentes que se deban al uso del presente informe o del contenido del mismo. El presente informe no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por ningún receptor del mismo con ningún objeto.

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

