

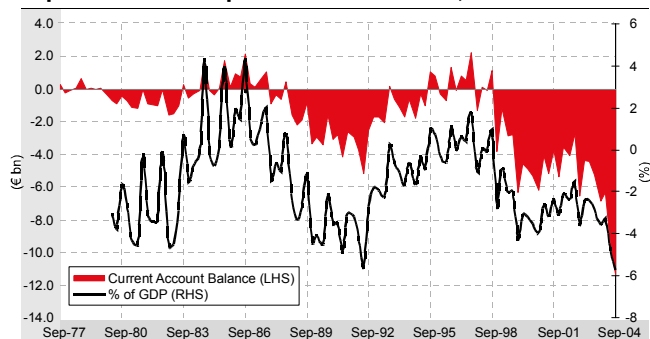
# THE IBERIAN MACRO OBSERVER

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

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

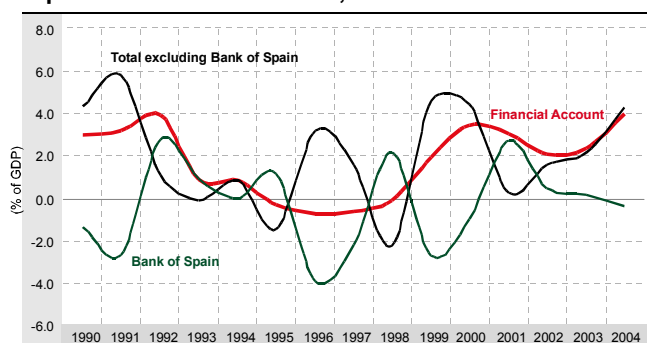
**Antonio Espasa**  
(34) 91-289-3313  
aespasa@gruposantander.com

## España – Balanza por cuenta corriente, 1977-2004



Fuentes: MINECO, Bloomberg y SCH Bolsa.

## España – Balanza financiera, 1990-2004



Fuentes: MINECO, Bloomberg y SCH Bolsa.

## Asuntos a tener en cuenta esta semana

### En EEUU:

- (1) Confianza del consumidor podría ser plana en enero.
- (2) La venta de viviendas de segunda mano caería en noviembre.
- (3) Evolución modesta de los pedidos de bienes duraderos en diciembre.
- (4) Sin cambios en el índice de ofertas de empleo en diciembre.
- (5) El PIB podría crecer en torno al 3,5% en el 4T04E.

### En la zona euro:

- (1) El índice IFO mantendría su recuperación.
- (2) Los indicadores de confianza empresarial en Italia empezarían a subir.
- (3) Previsión de dato plano del índice de confianza empresarial en Francia.
- (4) Crecimiento plano de la oferta monetaria en la zona euro.
- (5) Los precios de producción se moderarían en España y Francia.

■ La economía española no ha dado grandes noticias en las últimas semanas. En 2004E, el crecimiento del PIB podría rondar el 2,6% (nuestra estimación es un 2,5%). Por otro lado, el creciente déficit de la balanza comercial pone en peligro la posición de balanza por cuenta corriente. La inflación ha mantenido su tendencia negativa, con un crecimiento superior al de la zona euro, lo que significa que nuestra capacidad competitiva sigue deteriorándose. El mercado laboral mantiene su tono positivo, con tasas elevadas de creación de empleo.

■ En resumen, nada nuevo que nos lleve a modificar nuestras previsiones para 2005P y 2006P. Mantenemos nuestra visión de que el crecimiento económico español será limitado en los próximos años, dados los ajustes necesarios en el sector de la construcción y en la balanza por cuenta corriente.

■ El fuerte crecimiento del PIB español en los últimos años ha provocado ciertos desequilibrios en la economía española que en el futuro podrían limitar el crecimiento económico. En nuestra opinión, uno de los principales problemas es el desequilibrio de la balanza por cuenta corriente, que sería difícil de solventar sin afectar al crecimiento del PIB.

■ En el 3T04, el déficit de la balanza por cuenta corriente llegó al 5,7% del PIB (máximo histórico). El principal responsable fue el déficit de la balanza comercial, que representó un 7,4% del PIB en el 3T04 (también máximo histórico).

■ Reducir el déficit de la balanza por cuenta corriente pasaría por una desaceleración de la demanda interna –que al tiempo incrementaría el ahorro–, mejora de la competitividad española y recuperación de la balanza de servicios (quizás mediante un cambio de modelo de turismo).

# LA SEMANA PASADA

## Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
Lunes 17-Ene	10:00	Italia	IPC (NIC tabaco) (m/a)	Dic F	0,1 / 1,9		0,2 / 2,0
		Italia	Balanza por cuenta corriente (mn €)	Nov	990,0		-2035,0
Martes 18-Ene	8:45	Francia	Balanza por cuenta corriente (mn €)	Nov	1204	-500	-302
	10:00	Italia	Producción industrial (m/a)	Nov	-0,3 / -0,4 (r)	-0,2 / -0,9	-0,7 / -2,8
	11:00	Zona euro	Costes laborales (a)	3T	2,2	2,1	1,9
	11:00	Zona euro	Producción industrial (m/a)	Nov	-0,6 / 1,1 (r)	-0,4 / 0,7	-0,3 / 0,5
	14:30	EEUU	Índice manufacturero Empire	Ene	20,07 (r)	25,00	20,08
	19:00	EEUU	Índice del mercado de la vivienda NAHB	Ene	71	70	70
Miércoles 19-Ene	0:30	EEUU	ABC – Confianza del consumidor	16 Ene	-9	-9	-11
	8:00	Alemania	Precios de producción (m/a)	Dic	-0,5/2,8	-0,2/2,6	0,1/2,9
	11:00	Alemania	Pedidos de fábrica (m/a)	Nov F	1,0/3,8		-2,4/1,2
	13:00	EEUU	MBA – Solicitudes de hipotecas	14 Ene	-3,0		16,2
	14:30	EEUU	IPC (m/a)	Dic	0,2 / 3,5	0,0 / 3,4	-0,2/2,1
	14:30	EEUU	IPC excl. alimentación y energía (m/a)	Dic	0,2 / 2,2	0,2 / 2,3	-0,1/1,7
	14:30	EEUU	Viviendas iniciadas	Dic	1807k (r)	1905k	2004k
	14:30	EEUU	Permisos de construcción	Dic	2028k (r)	1985k	2021k
	14:30	EEUU	Solicitudes de empleo semanales	15 Ene	367k	345k	319k
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	8 Ene	2647k (r)	2675	2694k
	20:00	EEUU	Libro Beige de la Fed				
Jueves 20-Ene	9:00	España	Pedidos de fábrica (a)	Nov	0,2 (r)		13,4
	10:00	Zona euro	El BCE publica su informe mensual de enero				
	10:00	Italia	Balanza comercial (mn €)	Nov	594,0 (r)	-436,5	-244,0
	11:00	Italia	Pedidos industriales (m/a)	Nov	0,4 / -1,1	-0,4 / 2,5	0,6 / 9,6
	11:00	Italia	Ventas industriales (m/a)	Nov	2,2 / 0,4 (r)	-1,1 / NA	-3,2 / 5,5
	11:00	Zona euro	IPC (m/a)	Dic	-0,1 / 2,2	0,4 / 2,3	0,4 / 2,4
	11:00	Zona euro	Balanza comercial (mn €)	Nov	5713 (r)	3200	2869
	11:00	Zona euro	IPC subyacente (a)	Dic	1,9	1,9	1,9
	16:00	EEUU	Indicadores adelantados	Dec	0,3	0,3	0,2
	18:00	EEUU	Índice de la Fed de Philadelphia	Ene	25,4 (r)	25,0	13,2
Viernes 21-Ene	8:45	Francia	Gasto del consumidor (m/a) (mn €)	Dic	1,5 / 6,6 (r)	-0,6 / 5,2	0,2 / 6,6
	8:45	Francia	IPC (m/a)	Dic F	0,0 / 2,0	0,1 / 2,0	0,2 / 2,1
	15:45	EEUU	Índice de confianza de la U. de Michigan	Ene	97,1	98,0	

(m) % mensual; (a) % interanual; (t) % trimestral; (an) anualizado; (I) índice; (mn) millones; (r) revisado (E) estimado; (F) final; (P) preliminar; (ae) ajuste estacionariedad; (nae) no ajuste estacionariedad; (adl) ajuste por días laborables; (1) primera publicación; (2) segunda publicación..

Fuentes: Banco de España, Ministerio de Economía, Datastream, Bloomberg, Reuters y estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

## SIN GRANDES NOTICIAS EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La economía española no ha dado grandes noticias en las últimas semanas. En 2004E, el crecimiento del PIB podría rondar el 2,6% (nuestras estimaciones apuntan a un 2,5%). Parece que el principal responsable del crecimiento del PIB vuelve a ser el consumo privado, que en 2004E habría crecido cerca de un 3,5%. En cuanto a la inversión, la inversión en construcción seguiría siendo fuerte en 2004E, impulsada por más de 650.000 nuevas viviendas. La inversión empresarial daba la sorpresa positiva, con una notable recuperación en el 2S04E. Esto es especialmente importante si consideramos que la inversión empresarial en bienes de capital ha estado deprimida en los últimos años. En el lado negativo, volvemos a encontrar el sector exterior, con un crecimiento de las importaciones superior al de las exportaciones. En consecuencia, la contribución del sector exterior al crecimiento del PIB fue muy negativa.

Por otro lado, el creciente déficit de la balanza comercial pone en peligro la posición de balanza por cuenta corriente (para más información véase el “Rincón macro”). La inflación ha mantenido su tendencia negativa, con un crecimiento superior al de la zona euro, lo que significa que nuestra capacidad competitiva sigue deteriorándose. El mercado laboral mantiene su tono positivo, con tasas elevadas de creación de empleo.



En resumen, nada nuevo que nos lleve a modificar nuestras previsiones para 2005P y 2006P. Mantenemos nuestra visión de que el crecimiento económico español será limitado en los próximos años, dados los ajustes que será necesario introducir en el sector de la construcción y en la balanza por cuenta corriente.

### **EN EEUU...**

La semana acogía la publicación de algunos indicadores adelantados, que apuntan a que la economía se encuentra inmersa en un proceso de desaceleración. A pesar de la subida del 0,2% intermensual en diciembre, los indicadores adelantados siguen apuntando al sur, y no hay indicios que apunten a un cambio. El índice manufacturero Empire caía más de lo previsto en enero, y aunque sigue en niveles altos desde un punto de vista histórico, la tendencia es claramente bajista. El índice de la Fed de Philadelphia también ofrecía resultados similares: retroceso en enero respecto a los niveles de diciembre, que suponen una desaceleración de la actividad manufacturera. En cuanto al consumo, el índice de confianza del consumidor de la Universidad de Michigan arrojaba un retroceso en enero desde los niveles de diciembre. Sin embargo, parece que la confianza del consumidor es, al menos, estable. Por último, el Libro Beige de la Fed ofrecía una visión optimista de la economía.

Las cifras de economía real conocidas la semana pasada ofrecían noticias positivas. La inflación sigue bajo control, con caída de la tasa general del IPC del 0,1% intermensual y subida del índice subyacente del 0,2% intermensual en diciembre. Los precios de la energía registraban una fuerte caída y el resto de los precios arrojaban subidas sin importancia. También los datos de la vivienda eran positivos, con un incremento del 10% en la construcción de nuevas viviendas en diciembre, tras el mal comportamiento de noviembre. Por último, los datos de empleo semanales eran positivos al registrar un fuerte retroceso.

Por último, la semana pasada venía repleta de comentarios por parte de miembros de la Reserva Federal. En términos generales, se confirma que la inflación sigue bajo control, que el crecimiento habría de mantener su fortaleza y que no hay riesgos significativos a la vista. Por tanto, esperamos otra subida de 25 puntos básicos en la próxima reunión de la Fed a principios de febrero.

### **EN LA ZONA EURO...**

En la zona euro, las autoridades coinciden en que los tipos de interés se mantendrán en los niveles actuales durante un largo periodo de tiempo. La inflación no parece representar un problema de momento, aunque que el crecimiento sigue sin despegar. A pesar de que algunos indicadores adelantados podrían apuntar a cierta desaceleración en el crecimiento en el 2S05P, las cifras de economía real siguen siendo débiles en términos generales.

Los datos de precios volvían a ser positivos en la zona euro. Los costes laborales unitarios no crecían más de un 1,9% interanual en el 3T04. El IPC subía 0,4% intermensual y 2,4% interanual en diciembre, con el índice subyacente subiendo un 1,9% interanual. Ese mismo mes, el IPC en Italia subía 2,0%, mientras que en Francia lo hacía un 2,1%. Frente a esto, la actividad industrial sigue debilitada. En este sentido, la producción industrial de la zona euro caía en noviembre; en Italia, la producción industrial, los pedidos industriales y las ventas industriales también eran débiles en el mismo mes. Por último, Alemania mostraba un retroceso importante de los pedidos de fábrica en noviembre. La apreciación del euro ya ha afectado negativamente a los datos de la balanza comercial, como podía verse la semana pasada en Italia y en la zona euro. Por último, el gasto del consumidor fue relativamente positivo en Francia en diciembre, apuntando a una evolución fuerte del consumo privado en Francia en el PIB del 4T04E.

# ESTA SEMANA

## Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión
Durante la Semana		Alemania	Índice de precios de importación (m/a)	Dic	-1,3 / 2,7	-0,5 / 2,6
		Alemania	Pedidos de construcción (m/a)	Nov	1,4 / -8,3	
Lunes	9:00	España	Ocupación hotelera (%)	Dic	43,6	
24- Ene	9:00	España	Índice de precios hoteleros (a)	Dic	1,4	
	10:00	Italia	Ventas al por menor (m/a)	Nov	-0,2 / -2,7	-0,1 / -0,1
	11:00	Zona euro	Pedidos industriales (m/a)	Nov	0,6 / 0,2	5,2 / -0,5
Martes	9:00	España	Precios de producción industrial (m/a)	Dic	-0,1 / 5,2	-0,1 / 5,1
	9:30	Italia	Índice de confianza del consumidor (ae/nae)	Ene	103,5 / 101,6	104,0 / n.d.
	16:00	EEUU	Confianza del consumidor	Ene	102,3	101,5
	16:00	EEUU	Venta de viviendas de segunda mano	Dic	6,94 mn	6,8 mn
Miércoles	0:30	EEUU	ABC - Confianza del consumidor	Ene	-11	
	10:00	Zona euro	Balanza por cuenta corriente (m/t) (1.000 mn €)	Nov	0,9 / 8,7	
	10:00	Alemania	Índice IFO (Clima empresarial)	Ene	96,2	96,2
	10:00	Alemania	IFO – Índice de situación presente	Ene	96,0	96,1
	10:00	Alemania	IFO – Índice de expectativas	Ene	96,4	96,8
	13:00	EEUU	MBA solicitudes de hipotecas (%)	21-Ene	16,2	
Jueves	9:30	Italia	Confianza empresarial	Ene	88,9	89,0
	10:00	Italia	Balanza comercial con países no europeos (1.000 mn €)	Dic	129,0	
	14:30	EEUU	Pedidos de bienes duraderos	Dic	1,4	0,6
	14:30	EEUU	- excl. transporte	Dic	-1,4	1,4
	14:30	EEUU	Solicitudes de empleo semanales	22-Ene	319.000	330.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	15-Ene	2.694 mn	
	16:00	EEUU	Índice de ofertas de empleo	Dic	36	36
Viernes	8:45	Francia	Precios de producción (m/a)	Dic	-0,2 / 3,1	-0,2 / 3,2
	8:45	Francia	Tasa de desempleo	Dic	9,9	9,9
	8:45	Francia	Confianza empresarial	Ene	104,0	104,0
	8:45	Francia	Indicador de producción industrial	Ene	-1,0	-3,0
	10:00	Zona euro	M3 – media de 3 meses (%)	Nov	5,9	5,9
	10:00	Zona euro	M3 (a)	Dic	6,0	6,1
	14:30	EEUU	PIB anualizado	4T	4,0	3,6
	14:30	EEUU	Consumo personal	4T	5,1	4,1
	14:30	EEUU	Deflator del PIB	4T	1,4	2,2
	14:30	EEUU	Índice de coste de empleo	4T	0,9	0,9

(m) % intermensual; (a) % interanual; (t) % intertrimestral; (an) anualizado; (I) índice; (mn) millones; (r) revisado; (E) estimación; (F) final; (P) preliminar; (ae) ajuste de estacionariedad; (nae) no ajuste de estacionariedad; (adl) ajuste de días laborales; (1) primera publicación; (2) segunda publicación.

Fuentes: Banco de España, Ministerio de Economía, Datastream, Bloomberg, Reuters y estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

**En EEUU:** 1) la confianza del consumidor podría mantenerse plana en enero tras la evolución positiva del mes anterior; 2) la venta de viviendas de segunda mano podría caer hasta 6,8 mn. desde 6,94 mn en noviembre; 3) los pedidos de bienes duraderos muestran un comportamiento modesto en diciembre, aunque si excluimos el componente de automóviles el dato reflejaría una fuerte subida; 4) el índice de ofertas de empleo se mantiene sin cambios en diciembre; 5) el PIB podría crecer en torno al 3,5% en el 4T04E, con un fuerte incremento del consumo privado, avance de la inversión empresarial y contribución negativa del sector exterior.

**En la zona euro:** 1) avance del índice IFO apoyado por la recuperación del dólar frente al euro; 2) previsión de mejora de los indicadores de confianza empresarial en Italia a partir de enero; 3) dato plano del índice de confianza empresarial francés en enero; 4) crecimiento plano también de la oferta monetaria en la zona euro; 5) moderación de los precios de producción en España y Francia, con descenso de las tasas trimestrales en diciembre.



## TIPOS Y DIVISAS

- Seguimos apostando por que el BCE mantendrá los tipos de interés sin cambios hasta finales de año. Para entonces, esperamos una subida de 25 puntos básicos. Frente a esto, esperamos que la Reserva Federal mantenga su política de endurecimiento de las condiciones monetarias en los próximos meses. Esperamos otra subida de 25 puntos básicos en febrero. Por lo tanto, es muy probable que la pausa en el ciclo de ajuste que preveíamos para el 1S05P no tenga lugar.
- En la curva de deuda, mantenemos nuestra recomendación de apostar estrategias de valor relativo. En Europa: (1) apostar por estrategias de aplanamiento de curva en el tramo entre el 2 y el 10 años; (2) apostar por el incremento de la pendiente en el tramo de la curva entre 3 meses y 2 años. En EEUU: (1) apostar por estrategias de aplanamiento en los tramos entre 3 meses y 10 años, y el 2 y el 10 años; (2) apostar por estrategias de aplanamiento en el tramo fondos de la Fed o 3 meses contra 2 años. Por último, apostaríamos por una estrategia de incremento del diferencial en los bonos a 2 años entre EEUU y Europa.
- En cuanto al tipo de cambio, apostaríamos por el dólar en su cruce frente al euro.

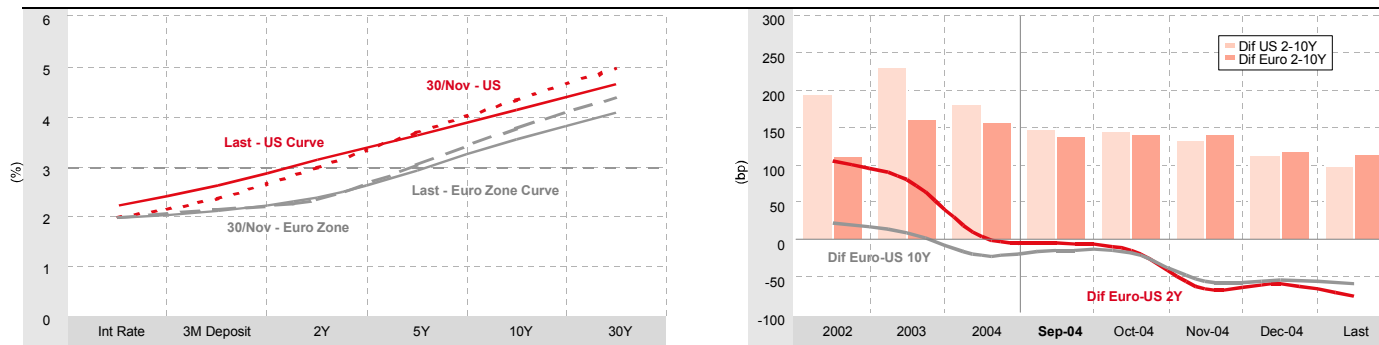
### EEUU y Zona Euro – Tipos de interés y divisas

		Anual <sup>1</sup>		Trimestral <sup>1</sup>				Mensual				Semanal				
		2002	2003	2004	Mar-04	Jun-04	Sep-04	Dic-04	Sep-04	Oct-04	Nov-04	Dic-04	07-Ene	14-Ene	21-Ene	Última <sup>2</sup>
<b>Tipos interés corto plazo</b>																
	Tipo intervención BCE	3,2	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,00	2,00	2,00	<b>2,00</b>
	Fondos de la Fed	1,7	1,1	1,4	1,0	1,1	1,5	2,0	1,8	1,8	2,0	2,3	2,25	2,25	2,25	<b>2,25</b>
	Euribor 3 meses	3,3	2,3	2,1	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,1	2,13	2,13	2,13	<b>2,12</b>
	Dep. 3 meses EEUU	1,7	1,2	1,6	1,1	1,3	1,8	2,3	2,0	2,1	2,4	2,5	2,58	2,62	2,66	<b>2,65</b>
<b>Tipos inter. largo plazo</b>																
Zona euro	2 años	3,6	2,5	2,5	2,3	2,6	2,5	2,4	2,6	2,4	2,4	2,5	2,44	2,39	2,40	<b>2,38</b>
	5 años	4,2	3,3	3,3	3,2	3,5	3,4	3,1	3,3	3,2	3,0	3,0	2,96	2,92	2,94	<b>2,90</b>
	10 años	4,8	4,1	4,1	4,1	4,3	4,1	3,8	4,0	3,9	3,8	3,7	3,60	3,56	3,58	<b>3,54</b>
	30 años	5,2	4,8	4,7	4,8	4,9	4,7	4,4	4,6	4,6	4,4	4,3	4,18	4,12	4,11	<b>4,08</b>
EEUU	2 años	2,5	1,6	2,4	1,7	2,5	2,6	2,9	2,6	2,5	3,0	3,1	3,19	3,22	3,15	<b>3,16</b>
	5 años	3,7	2,9	3,4	3,0	3,7	3,5	3,5	3,4	3,3	3,7	3,6	3,71	3,71	3,66	<b>3,64</b>
	10 años	4,5	4,0	4,2	4,0	4,6	4,2	4,2	4,1	4,0	4,3	4,2	4,27	4,21	4,16	<b>4,14</b>
	30 años	5,3	4,9	5,0	4,9	5,3	5,0	4,9	4,9	4,8	5,0	4,8	4,84	4,73	4,67	<b>4,64</b>
<b>Diferencial</b>																
Dif. zona euro	3 m-30 a	194	255	265	284	287	261	228	253	243	225	215	205	200	198	<b>196</b>
	2 a-10 a	115	164	160	178	171	154	136	142	145	144	120	117	117	118	<b>116</b>
Dif. EEUU	3 m-30 a	352	374	338	380	399	321	254	291	269	263	230	226	211	202	<b>199</b>
	2 a-10 a	198	235	184	230	207	168	133	151	148	135	115	108	98	101	<b>98</b>
Dif. zona euro-EEUU	Int.	154	115	60	100	92	50	0	25	25	0	-25	-25	-25	-25	<b>-25</b>
	2 a	107	82	5	61	6	-2	-45	-3	-13	-64	-59	-75	-83	-75	<b>-78</b>
	10 a	24	11	-20	9	-30	-16	-42	-13	-16	-55	-54	-67	-65	-59	<b>-60</b>
<b>Divisas</b>																
	€/US\$	0,95	1,14	1,25	1,24	1,21	1,22	1,32	1,243	1,276	1,328	1,356	1,303	1,310	1,302	<b>1,308</b>
	€/¥	118	132	134	132	133	135	137	137	135	137	139	137	134	134	<b>134</b>
	US\$/¥	125	116	107	106	110	110	104	110	106	103	103	105	102	103	<b>103</b>

(1) Las cifras representan la media del periodo. (2) Última: 21 de enero de 2005.

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: DÉFICIT DE BALANZA POR CUENTA CORRIENTE ESPAÑOL

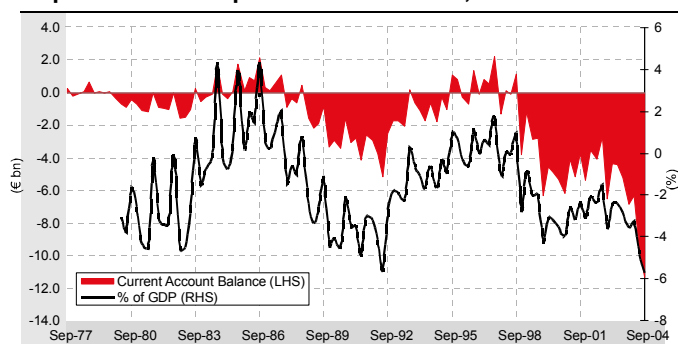
## *El problema es cada vez mayor*

En los últimos años, la economía española ha mostrado un comportamiento excelente, claramente superior al de sus principales homólogas europeas, con diferencias en el crecimiento del PIB cercanas a un punto porcentual o superiores. No obstante, este *boom* económico ha provocado ciertos desequilibrios en la economía que en el futuro podrían limitar el crecimiento de la economía. En nuestra opinión, uno de los problemas más graves de los últimos años es el desequilibrio mostrado por la balanza por cuenta corriente, esto es, un déficit de balanza por cuenta corriente cada vez mayor, difícil de solventar sin afectar al crecimiento del PIB.

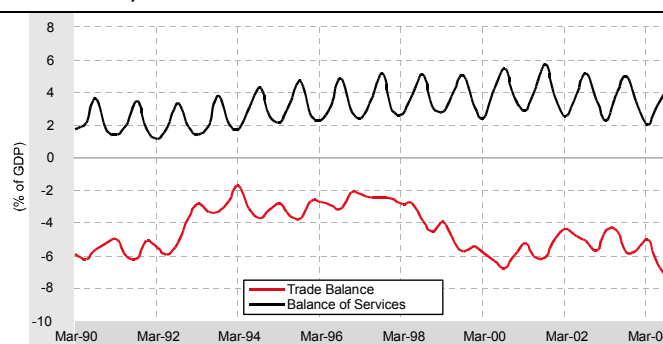
## *¿Nos acercamos a los niveles de déficit de balanza por cuenta corriente de EEUU?*

El notable incremento del déficit de balanza por cuenta corriente español lo acerca al nivel del déficit estadounidenses como porcentaje del PIB. En el 3T04, el déficit de balanza por cuenta corriente español representaba el 5,7% del PIB (máximo desde los años ochenta), con una contribución negativa de todos los componentes a excepción de la balanza de servicios. El principal responsable de esta subida del déficit de balanza por cuenta corriente ha sido el déficit de la balanza comercial, que en el 3T04 llegó a representar el 7,4% del PIB (máximo histórico). En terreno positivo, tendríamos el superávit de la balanza de servicios (4,3% del PIB en el 3T04). La balanza de renta (-2,2% del PIB) y la balanza de transferencias (-0,4% del PIB) estaban en negativo en el 3T04.

**España – Balanza por cuenta corriente, 1977-2004**



**España – Balanza comercial frente a balanza de servicios, 1990-2004**

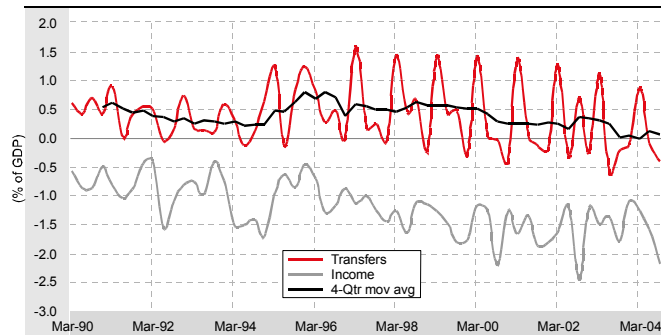


Fuentes: MINECO, Bloomberg y SCH Bolsa.

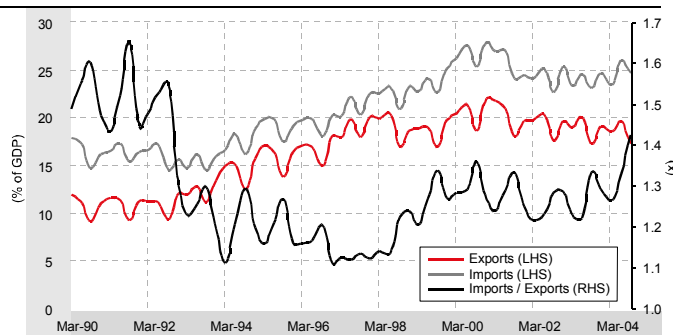
El principal problema, como vemos arriba, lo sigue planteando el déficit de la balanza comercial. En estos momentos, las importaciones son 1,43 veces las exportaciones —las primeras crecen un 11,2% interanual y las segundas no superan un 4,6% en términos anuales—. Hasta el momento, la fuerza de la demanda interna española ha permitido unas tasas de crecimiento de las importaciones altas. Frente a esto, las exportaciones han registrado tasas de crecimiento más modestas. La relativa debilidad de la demanda interna de los principales socios comerciales de España, junto con la pérdida de ventaja competitiva de nuestros productos, justificarían la pobre evolución de las exportaciones españolas.



**España – Balanza de renta frente a balanza de transferencias, 1990-2004**



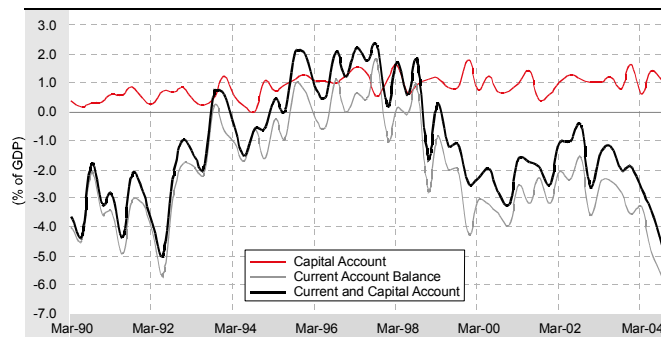
**España – Importaciones frente a exportaciones, 1990-2004**



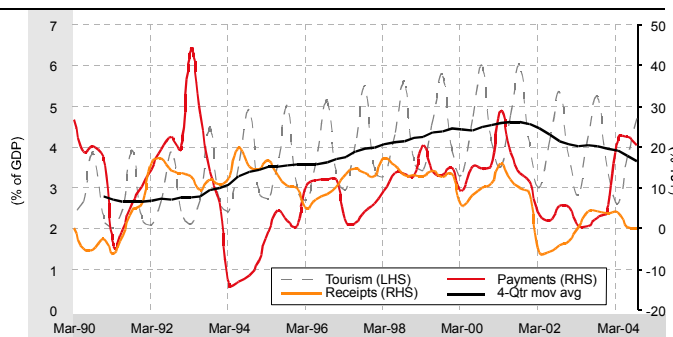
Fuentes: MINECO, Bloomberg y SCH Bolsa.

Como decíamos, la principal fuente de ingresos netos de la balanza por cuenta corriente es la balanza de servicios. Además, el factor que suele contrarrestar el déficit de la balanza comercial es el turismo. Tradicionalmente, en España la cuenta de turismo ha sido claramente positiva, oscilando entre el 2,0% y el 6,0%. En estos momentos, el superávit de la cuenta de turismo se reduce y se aproxima a la parte media del rango. En el 3T04, el superávit suponía el 4,3% del PIB, pero la media de los últimos cuatro trimestres sería el 3,6% del PIB. A nuestro entender, un verano de 2004 flojo y cierto exceso de capacidad en el sector explicarían este comportamiento. La balanza de capitales se mantiene en terreno positivo (superávit del 1,1% del PIB). No obstante, tras sumar el déficit de balanza por cuenta corriente y de capitales asciende a 4,6% en el 3T04.

**España – Balanzas por cuenta corriente y de capitales, 1990-2004**



**España – Balanza de servicios: turismo, 1990-2004**

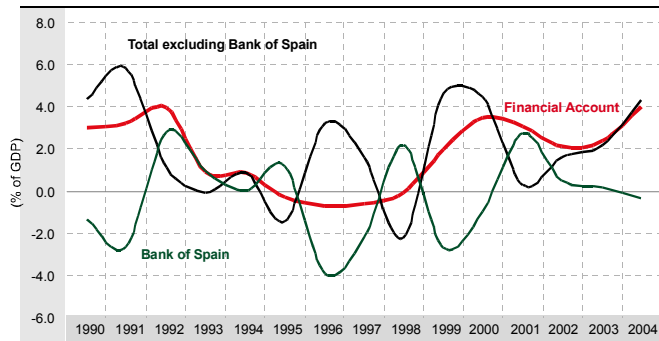


Fuentes: MINECO, Bloomberg y SCH Bolsa.

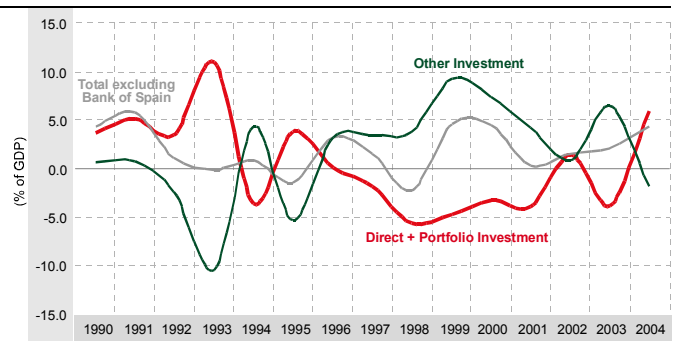
### ***¿Cómo financia España su déficit de balanza por cuenta corriente?***

En los últimos años, la balanza financiera española, excluyendo el Banco de España, ha sido incapaz de financiar por sí sola el déficit de balanza por cuenta corriente y de capital. Desde nuestro punto de vista, las tendencias más importantes vistas en la balanza financiera en los últimos años serían: (1) un comportamiento muy positivo de la balanza financiera neta entre 1996 y 1998 gracias al incremento de otras inversiones netas, que permitió al Banco de España mejorar las reservas; (2) la reducción de las reservas en 1998, seguido por una recuperación de otras inversiones netas (contrarrestando la debilidad de la inversión neta directa y en cartera) en España, que fortaleció las reservas del Banco de España; y (3) una escasa inversión neta directa y en cartera desde 2001, que ha provocado un fuerte descenso en las reservas.

**España – Balanza financiera, 1990-2004**



**España – Balanza financiera total excl. Banco de España, 1990-2004**



Fuentes: MINECO, Bloomberg y SCH Bolsa.

Como muestran los gráficos, la ausencia de fondos suficientes de las cuentas de inversión neta directa y en cartera y de otras inversiones ha obligado al Banco de España a cubrir la diferencia en los últimos trimestres. Además, en ese periodo no ha habido más que escasas mejoras en la cuenta de inversión directa y en cartera, junto con una estabilización de la cuenta de otras inversiones, principalmente a través de una estabilización de la inversión extranjera en inversión inmobiliaria en España.

***¿Cuál es la solución al déficit de balanza por cuenta corriente español?***

En nuestra opinión, reducir el déficit de balanza por cuenta corriente requeriría una desaceleración de la demanda interna —que aumentaría, al mismo tiempo, el nivel de ahorro—, mejora de la competitividad española y recuperación de la balanza de servicios (quizás mediante un cambio del modelo de turismo). Estas soluciones difieren de las adoptadas a principios de los noventa. En aquel momento, el déficit de la balanza por cuenta corriente de la economía española se resolvió con una devaluación de la moneda española (peseta), opción no disponible en la actualidad.

Sin embargo, no es previsible cumplir todas estas condiciones a corto plazo. La mejora de la competitividad española no es algo que pueda conseguirse de un día para otro, y lo mismo puede decirse de las modificaciones del sector turismo. Ahora bien, una desaceleración de la demanda interna sería suficiente para contener el déficit de la balanza por cuenta corriente en los niveles actuales.



## ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

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

PIB	2002	2003	2004	Cons	2005P	Cons	2006P	Cons
Alemania	0,1	-0,1	1,2	1,5	1,3	1,2	2,1	1,6
Francia	1,1	0,5	2,1	2,1	1,6	1,8	2,4	2,1
Italia	0,4	0,4	1,2	1,3	1,4	1,4	2,0	1,7
España	2,4	2,5	2,5	2,6	2,4	2,5	2,5	2,5
Portugal	0,4	-1,2	1,5	1,2	2,3	2,2	2,6	-
<b>Euro-12</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>
UK	1,8	2,2	-	3,3	-	2,6	-	-
Argentina	-10,9	8,8	8,4	7,1	4,7	4,3	4,5	-
Brasil	1,9	0,5	4,9	4,5	3,6	3,5	3,5	-
México	0,7	1,3	4,0	4,0	4,0	3,6	4,0	-
Japón	-0,3	2,5	-	4,3	-	1,8	-	1,8
<b>EEUU</b>	<b>1,9</b>	<b>3,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,4</b>	<b>2,9</b>	<b>3,5</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>

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

Datos financieros*	2002	2003	2004	Cons	2005P	Cons	2006P	Cons
<b>Tipos intervención</b>								
Zona euro	2,75 (3,21)	2,00 (2,25)	2,00 (2,00)	-	2,25 (2,06)	2,75	3,25 (2,88)	3,50
EEUU	1,25 (1,67)	1,00 (1,10)	2,25 (1,40)	-	3,25 (2,63)	3,50	4,25 (4,13)	-
<b>Tipos 3M</b>								
Zona euro	2,86 (3,26)	2,11 (2,26)	2,13 (2,08)	-	2,50 (2,23)	2,41	3,65 (3,18)	2,92
EEUU	1,29 (1,72)	1,09 (1,14)	2,52 (1,56)	-	3,74 (2,93)	3,50	4,05 (4,15)	-
<b>Bono 2 años</b>								
Zona euro	2,72 (3,62)	2,61 (2,46)	2,48 (2,48)	-	3,25 (2,83)	-	4,35 (3,93)	-
EEUU	1,60 (2,55)	1,82 (1,64)	3,06 (2,36)	-	4,50 (3,59)	-	3,75 (3,99)	-
<b>Bono 10 años</b>								
Zona euro	4,20 (4,77)	4,29 (4,09)	3,68 (4,06)	-	4,20 (4,05)	4,19	4,90 (4,60)	4,46
EEUU	3,82 (4,53)	4,25 (3,99)	4,22 (4,25)	-	5,15 (4,60)	5,10	5,00 (4,18)	5,50
<b>Divisas</b>								
Euro-dólar	1,05 (0,95)	1,26 (1,14)	1,36 (1,24)	-	1,23 (1,22)	1,339	1,15 (1,18)	1,336

(\*) En paréntesis las cifras medias anuales.

Fuentes: Consensus Forecasts (enero de 2005), Eurozone Barometer (enero de 2005) y previsiones y estimaciones de Santander Investment Securities y previsiones y estimaciones de Santander Central Hispano Bolsa.

# APÉNDICE 1

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

PIB y sus componentes	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas					
	2001	2002	2003	1T04	2T04	3T04	4T04	3T03	4T03	1T04	2T04	3T04	4T04
Consumo privado	1,9	0,6	1,0	1,0	1,1	0,9	-	1,2	0,1	2,7	0,4	0,4	-
Gasto público	2,4	3,1	1,6	1,7	1,7	1,5	-	2,7	1,9	0,5	1,6	2,0	-
F. B. capital fijo	-0,4	-2,7	-0,5	1,0	1,5	1,8	-	1,4	4,2	-1,0	1,2	3,0	-
Var. existencias (contrib.)	0,0	-0,4	-0,1	0,0	0,3	1,3	-	-1,3	2,6	-0,4	0,4	2,7	-
Demanda interna	0,9	0,3	1,2	1,2	1,6	2,6	-	0,2	4,1	1,0	1,2	4,1	-
Exportaciones	3,3	1,9	0,2	3,8	7,4	6,2	-	10,9	1,0	6,5	11,7	6,0	-
Importaciones	1,6	0,5	2,0	3,3	6,6	8,7	-	5,9	7,7	2,3	10,6	14,6	-
Aportac. sector Exterior	0,7	0,6	-0,7	0,2	0,4	-0,8	-	1,9	-2,5	1,6	0,6	-3,0	-
<b>PIB</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>1,4</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>-</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,1</b>	<b>-</b>
PIB nom. (€ mds)	6847,3	7082,3	7265,3										
Indicadores de actividad	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	1T04	2T04	3T04	4T04	jul-04	ago-04	sep-04	oct-04	nov-04	dic-04
Producción industrial (IPI)	0,6	-0,3	0,3	1,4	3,3	2,9	-	2,7	3,3	2,8	1,2	0,0	-
-sin construcción	0,4	-0,5	0,3	1,0	3,1	2,8	-	2,7	2,0	3,5	1,1	0,5	-
Producción manufacturera	0,3	-0,8	0,0	1,0	3,2	2,8	-	2,6	2,5	3,5	1,1	0,2	-
Ventas al por menor	1,6	0,0	0,3	0,5	0,1	0,1	-	0,7	-0,1	-0,4	-0,6	0,4	-
Nuevas matriculaciones	0,0	-2,4	-1,2	1,5	3,3	-1,1	-	-0,6	-1,6	-1,0	2,3	2,0	-
Utilización capacidad prod.	83,5	81,4	81,1	80,7	80,7	81,6	81,7						
Indicadores de confianza	Media anual			Media trimestral				Índice					
	2001	2002	2003	1T04	2T04	3T04	4T04	jul-04	ago-04	sep-04	oct-04	nov-04	dic-04
Clima económico	100,8	94,4	93,5	98,9	100,0	100,7	100,9	100,0	101,0	101,1	101,4	100,9	100,3
Clima empresarial	-0,21	-0,54	-0,42	0,03	0,36	0,52	0,44	0,56	0,51	0,49	0,50	0,38	0,43
Confianza industria	-9	-11	-10	-7	-5	-4	-3	-4	-4	-3	-3	-3	-4
Confianza construcción	-11	-19	-20	-19	-16	-16	-14	-16	-15	-16	-14	-14	-14
Confianza comercio minorista	-7	-16	-11	-8	-8	-8	-8	-9	-7	-9	-7	-10	-7
Confianza servicios	15	1	2	11	12	12	11	12	13	12	13	11	10
Confianza consumidores	-5	-11	-18	-14	-15	-14	-13	-14	-14	-13	-14	-13	-13
<b>PMI</b>	<b>48</b>	<b>50</b>	<b>49</b>	<b>52,8</b>	<b>54,4</b>	<b>53,9</b>	<b>51,4</b>	<b>54,7</b>	<b>53,9</b>	<b>53,1</b>	<b>52,4</b>	<b>50,4</b>	<b>51,4</b>
- Producción	49	52	51	53,9	56,0	55,9	52,3	57,1	55,7	54,8	54,0	50,5	52,4
- Nuevos pedidos	47	51	50	55,0	56,1	55,2	51,3	56,1	55,5	54,1	52,6	49,8	51,6
- Empleo	49	47	47	48,4	48,9	49,5	48,4	49,7	49,4	49,5	49,0	48,0	48,3
- Existencias	47	46	46	46,9	48,4	49,2	49,5	49,3	49,4	48,8	48,9	49,4	50,1
- Tiempos de entrega proveedores	53	50	50	45,0	40,4	43,1	44,6	42,1	43,4	43,9	44,0	44,4	45,4
- Precios	48	52	52	59,8	70,7	69,4	72,8	70,2	66,6	71,3	76,4	72,1	69,9
Precios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	1T04	2T04	3T04	4T04	jul-04	ago-04	sep-04	oct-04	nov-04	dic-04
IPC	2,4	2,3	2,1	1,7	2,3	2,3	2,3	-0,2	0,2	0,1	0,4	-0,1	0,3
Infl. subyacente	1,8	2,4	1,8	1,8	1,9	1,8	1,8	-0,3	0,3	0,2	0,3	0,0	0,5
PPI (excl. construcción)	2,0	-0,1	1,4	0,2	2,0	3,1	-	0,5	0,4	0,2	0,8	-0,2	-
Deflactor PIB	2,4	2,5	2,1	1,9	2,1	1,8	-						
Defactor de la demanda interna	2,2	2,1	1,8	1,5	2,1	1,9	-						
Costes y salarios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	1T04	2T04	3T04	4T04	jul-04	ago-04	sep-04	oct-04	nov-04	dic-04
Coste laboral unitario	2,6	2,2	2,0	1,0	0,4	0,1	-						
Remuneración asalariado	2,8	2,6	2,4	2,2	2,2	1,5	-						
Productividad	0,2	0,4	0,4	1,2	1,8	1,4	-						
Mercado de trabajo	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	1T04	2T04	3T04	4T04	jul-04	ago-04	sep-04	oct-04	nov-04	dic-04
Tasa de desempleo	8,0	8,5	8,9	9,0	8,9	8,9	-	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	-
Sec. monetario y financiero	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	1T04	2T04	3T04	4T04	jul-04	ago-04	sep-04	oct-04	nov-04	dic-04
M3	10,9	6,6	6,4	5,7	5,2	6,0	-	0,9	0,4	0,7	0,6	0,3	-
M3 Media móvil 3m	7,9	7,1	7,0	5,9	5,2	5,8	-	5,4	5,7	5,8	5,9	-	-
Préstamos al sector privado	7,0	4,0	4,7	4,6	5,4	5,8	-	0,5	-0,1	0,8	0,6	0,8	-
Datos financ. (tasas inter.)	2001	2002	2003	1T04	2T04	3T04	4T04	jul-04	ago-04	sep-04	oct-04	nov-04	dic-04
Tipo efectivo €	1,5	3,0	11,4	8,5	1,2	2,7	3,7	1,8	2,8	3,5	3,2	4,7	3,3
Tipo efectivo real € (CPI)	0,6	4,1	12,6	8,9	1,6	2,8	3,3	1,9	3,1	3,4	2,9	4,3	2,8
Tipo efectivo real € (PPI)	1,7	3,9	11,2	7,3	0,5	2,2	2,5	1,2	2,4	3,0	2,3	3,3	2,0
Tipo efectivo real € (ULC)	-1,1	2,6	13,0	10,7	2,4	-	-						
Sector exterior	2001	2002	2003	1T04	2T04	3T04	4T04	jul-04	ago-04	sep-04	oct-04	nov-04	dic-04
Saldo cta. corriente (% PIB)	-0,2	0,8	0,3	0,8	0,5	0,3	-	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
- € Mds (1)	-11	58	22	24	41	50	39	50	50	45	39	-	-
Cuentas públicas (% PIB)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Total recursos	47,1	47,7	47,3	46,9	47,6	47,9	47,3	47,8	47,5	46,8	46,3	46,3	-
Total empleos	52	53,5	52,5	52,0	52,0	50,6	49,6	49,1	48,5	48,6	48,7	49,1	-
Déficit/Superávit	-5,0	-5,9	-5,2	-5,2	-4,3	-2,7	-2,3	-1,3	-1,0	-1,7	-2,4	-2,7	-

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



## APÉNDICE 2

### ESTADOS UNIDOS: Indicadores, 2001-1T04

PIB y sus componentes	2002	2003	Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas			
			1T04	2T04	3T04	4T04	1T04	2T04	3T04	4T04
Consumo privado	3,1	3,3	4,2	3,6	3,6	-	4,1	1,6	5,1	-
Gasto e inv. públicos	4,4	2,8	2,8	1,6	1,8	-	2,5	2,2	0,7	-
Inversión privada	-2,4	4,4	12,8	16,8	11,7	-	12,3	19,0	2,4	-
- Equipo	-5,5	6,4	13,1	13,9	12,9	-	8,1	14,2	17,5	-
- Construcción	-4,4	3,7	8,7	9,3	5,9	-	1,0	13,5	0,8	-
Demanda interna	2,5	3,4	5,2	5,1	4,5	-	5,1	4,2	3,9	-
Exportaciones	-2,4	1,9	8,4	10,8	9,4	-	7,3	7,3	6,0	-
Importaciones	3,4	4,4	8,1	10,7	11,1	-	10,6	12,6	4,6	-
<b>PIB</b>	<b>1,9</b>	<b>3,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>4,0</b>	<b>-</b>	<b>4,5</b>	<b>3,3</b>	<b>4,0</b>	<b>-</b>
PIB nominal (M.M. \$)	10487	11004								
<b>Actividad general</b>	<b>Tasas interanuales</b>				<b>Tasas interanuales</b>					
	<b>1T04</b>	<b>2T04</b>	<b>3T04</b>	<b>4T04</b>	<b>jul-04</b>	<b>ago-04</b>	<b>sep-04</b>	<b>oct-04</b>	<b>nov-04</b>	<b>dic-04</b>
Indicador adelantado	4,0	4,2	2,3	1,0	2,9	2,2	1,9	1,1	1,1	1,0
Indicador coincidente	2,0	2,7	2,6	2,5	2,5	2,8	2,5	2,6	2,4	2,5
Ratio existencias/Ventas	1,26	1,23	1,23	1,24	1,23	1,23	1,24	1,24	1,24	-
<b>Producción industrial</b>	<b>2,8</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>	<b>5,0</b>	<b>3,9</b>	<b>4,5</b>	<b>3,7</b>	<b>4,4</b>
Utilización capacidad (1)	76,9	77,7	78,3	78,5	78,3	78,3	78,0	78,5	78,6	79,2
Índice ISM	25,8	27,1	10,6	-4,7	17,9	7,3	7,0	-0,5	-5,7	-7,6
Índice ISM (1)	63,6	62,4	62,0	56,8	62,0	59,0	58,5	56,8	57,8	58,6
<b>Consumo privado</b>	<b>Tasas interanuales</b>				<b>Tasas interanuales</b>					
	<b>1T04</b>	<b>2T04</b>	<b>3T04</b>	<b>4T04</b>	<b>jul-04</b>	<b>ago-04</b>	<b>sep-04</b>	<b>oct-04</b>	<b>nov-04</b>	<b>dic-04</b>
Ganancia real por hora	0,3	-0,6	-0,4	-0,9	-1,0	-0,2	0,0	-0,7	-1,2	-0,8
Ventas al por menor	7,8	7,8	6,5	8,2	6,9	4,7	7,7	8,8	7,2	8,7
-sin autos	8,2	9,4	7,8	8,7	8,2	7,1	8,1	8,9	8,5	8,6
Gastos de consumo	4,2	3,6	3,6	-	3,8	3,0	4,0	4,2	3,4	-
Confianza consumidores (1)	97,7	93,0	105,7	92,9	105,7	98,7	96,7	92,9	92,6	102,3
Expectativas consumidor (1)	105,3	94,8	105,3	92,2	105,3	97,3	97,7	92,2	90,2	99,9
Tasa de ahorro familiar (1)	1,1	1,5	0,5	0,1	0,5	0,7	0,3	0,1	0,3	-
Crédito al consumo	5,0	4,0	4,2	-	4,3	3,9	4,2	4,3	3,9	-
<b>Inversión en equipo</b>	<b>Tasas interanuales</b>				<b>Tasas interanuales</b>					
	<b>1T04</b>	<b>2T04</b>	<b>3T04</b>	<b>4T04</b>	<b>jul-04</b>	<b>ago-04</b>	<b>sep-04</b>	<b>oct-04</b>	<b>nov-04</b>	<b>dic-04</b>
Nuevos pedidos	8,5	13,1	11,7	-	12,2	12,2	10,7	9,1	11,4	-
-ex autos	9,0	14,2	12,4	-	11,9	13,3	12,2	11,5	12,6	-
Pedidos b. capital sin def. y aviones	11,3	12,3	12,1	-	11,1	14,6	10,7	12,5	11,2	-
ISM: Producción	29,5	25,5	6,5	-12,3	19,5	-2,8	3,9	-5,5	-13,1	-17,8
ISM: Nuevos pedidos	28,9	24,0	2,9	-10,5	12,3	1,3	-4,6	-9,8	-13,9	-7,8
	<b>3T02</b>	<b>4T02</b>	<b>1T03</b>	<b>2T03</b>	<b>3T03</b>	<b>4T03</b>	<b>1T04</b>	<b>2T04</b>	<b>3T04</b>	<b>4T04</b>
Benef. después de impuestos	23,5	31,8	14,3	6,7	9,8	14,7	17,2	19,5	5,8	-
<b>Construcción</b>	<b>Tasas interanuales</b>				<b>Tasas interanuales</b>					
	<b>1T04</b>	<b>2T04</b>	<b>3T04</b>	<b>4T04</b>	<b>jul-04</b>	<b>ago-04</b>	<b>sep-04</b>	<b>oct-04</b>	<b>nov-04</b>	<b>dic-04</b>
Viviendas iniciadas	11,2	10,0	4,6	-3,7	4,9	10,0	-0,9	4,1	-12,0	-3,1
Ventas nuevas viviendas	22,2	9,2	0,2	-	-5,3	-2,6	8,9	12,0	3,6	-
Gastos de construcción	7,2	10,2	9,6	-	10,5	9,3	8,9	7,9	6,9	-
Permisos de construcción	6,7	9,7	4,0	2,6	9,2	0,3	2,8	0,2	5,6	2,1
<b>Empleo y salarios</b>	<b>1T04</b>	<b>2T04</b>	<b>3T04</b>	<b>4T04</b>	<b>jul-04</b>	<b>ago-04</b>	<b>sep-04</b>	<b>oct-04</b>	<b>nov-04</b>	<b>dic-04</b>
Población activa	0,5	0,3	0,8	0,8	0,9	0,8	0,7	0,8	0,8	1,0
Empleo total	0,7	0,9	1,5	1,3	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3
Tasa de paro (% pob. activa) (1)	5,7	5,5	5,5	5,5	5,5	5,4	5,4	5,5	5,4	5,4
Duración media paro (sem.) (1)	19,8	19,7	18,5	19,7	18,5	19,2	19,6	19,7	19,8	19,3
Jornada media laboral (horas) (1)	33,8	33,7	33,8	33,8	33,8	33,7	33,8	33,8	33,7	33,8
Ganancia media por hora	1,8	2,1	2,2	2,6	2,0	2,3	2,4	2,5	2,5	2,7
	<b>3T02</b>	<b>4T02</b>	<b>1T03</b>	<b>2T03</b>	<b>3T03</b>	<b>4T03</b>	<b>1T04</b>	<b>2T04</b>	<b>3T04</b>	<b>4T04</b>
Coste del empleo total	3,7	3,6	3,9	3,8	4,0	3,9	3,8	3,9	3,8	-
<b>Precios</b>	<b>Tasas interanuales</b>				<b>Tasas interanuales</b>					
	<b>1T04</b>	<b>2T04</b>	<b>3T04</b>	<b>4T04</b>	<b>jul-04</b>	<b>ago-04</b>	<b>sep-04</b>	<b>oct-04</b>	<b>nov-04</b>	<b>dic-04</b>
Inflación	1,8	2,9	2,7	3,3	3,0	2,7	2,5	3,2	3,5	3,3
Inflación subyacente	1,3	1,8	1,8	2,1	1,8	1,7	2,0	2,0	2,2	2,2
Precios producción	2,3	4,2	3,5	4,5	3,9	3,3	3,3	4,4	5,0	4,1
P. producc sin energía y alim.	0,9	1,5	1,6	2,0	1,4	1,5	1,9	1,8	1,9	2,2
Precios importación	1,4	5,7	7,0	8,6	5,6	7,1	8,2	9,9	9,1	6,9
Precios exportación	2,9	4,2	4,2	4,2	4,5	4,0	4,0	4,4	4,2	4,1
<b>Sector exterior</b>	<b>1T04</b>	<b>2T04</b>	<b>3T04</b>	<b>4T04</b>	<b>jul-04</b>	<b>ago-04</b>	<b>sep-04</b>	<b>oct-04</b>	<b>nov-04</b>	<b>dic-04</b>
Saldo B. bienes y servicios (4)	-501,0	-516,0	-547,0	-585,0	-547	-561	-571	-585	-605	-
Saldo B. bienes y servicios (4) % PIB	-4,4	-4,4	-4,6	-	-	-	-	-	-	-
Saldo Balanza comercial (4)	-582,8	-600,4	-634,3	-673,0	-634	-648	-658	-673	-694	-
Saldo Balanza comercial (4) % PIB	-5,1	-5,2	-5,4	-	-	-	-	-	-	-
Tipo cambio efectivo nominal	-12,3	-5,9	-7,1	-6,3	-7,1	-7,8	-6,4	-4,5	-7,9	-6,7
<b>Política económica</b>	<b>1T04</b>	<b>2T04</b>	<b>3T04</b>	<b>4T04</b>	<b>jul-04</b>	<b>ago-04</b>	<b>sep-04</b>	<b>oct-04</b>	<b>nov-04</b>	<b>dic-04</b>
Oferta monetaria (M2)	4,4	4,8	3,6	5,1	3,7	3,2	4,1	4,6	5,2	5,5
Tipo fondos federales (1)	1,00	1,01	1,27	1,75	1,27	1,43	1,62	1,75	1,92	2,16
Ingresos federales (3)	410	550	479	487	134	138	207	137	135	216
Gastos federales (3)	580	576	565	606	204	179	183	194	192	219
Déficit público federal (3)	-171	-26	-86	-119	-69	-41	25	-57	-58	-3

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

## Delegaciones internacionales

### Madrid

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

### Lisboa

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

### Londres

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

### Nueva York

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

### Bogotá

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

### Buenos Aires

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

### Caracas

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

### Lima

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

### México

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

### Santiago

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

### São Paulo

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

### Tokio

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

### Clave de recomendaciones

#### Comprar

Potencial alcista superior al 15%.

#### Mantener

Potencial alcista del 10%-15%.

#### Infraponderar

Potencial alcista inferior al 10%.

Nota: la nueva clave de recomendaciones se aplicó el 1 de enero de 2005. Los precios objetivo fijados de enero a junio son para el 31 de diciembre del año actual; los precios objetivo fijados de julio a diciembre

El presente informe ha sido preparado por Santander Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. ("Santander Central Hispano Bolsa") y se facilita sólo a efectos informativos. Bajo ninguna circunstancia deberá usarse ni considerarse como una oferta de venta ni como una solicitud de una oferta de compra. Cualquier decisión de compra, por parte del receptor, debería adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre ese valor, y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV, disponible tanto en la CNMV y Sociedad Rectora del Mercado correspondiente, como a través de las entidades emisoras.

Queda prohibida la distribución del presente informe en los Estados Unidos, el Reino Unido, Japón y Canadá. El presente informe no puede entregarse a clientes privados.

La información que incluye el presente informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye el presente informe no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Todas las opiniones y las estimaciones que figuran en el presente informe constituyen nuestra opinión en la fecha del mismo y pueden ser modificados sin previo aviso. Grupo Santander, sus sociedades filiales y cualquiera de sus oficinas o consejeros podrán en cada momento tener una posición o estar de otro modo interesados en valores de compañías que, directa o indirectamente, sean objeto del presente informe.

Grupo Santander o sus sociedades filiales podrán prestar ocasionalmente servicios de banca de inversión o de otro tipo, o solicitar operaciones y proponer negocios a cualquier compañía incluida en el presente informe. Grupo Santander, sus sociedades filiales o cualquier otra persona no aceptan ningún tipo de responsabilidad por pérdidas directas o potenciales que se deban al uso del presente informe o del contenido del mismo. El presente informe no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por ningún receptor del mismo por ningún motivo.

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

