

## PORTADA

- En España, **mantenemos nuestra previsión de crecimiento para el cierre de 2004 en el 2,8%, con una demanda interna del 3,4%**. Para el año que viene, esperamos un crecimiento del PIB en torno al 3,2%.
- **En la Eurozona continúan publicándose datos positivos de actividad y demanda**. Por el momento, **la inestabilidad generada por el precio del petróleo no se ha trasladado a la confianza empresarial, pero no se puede descartar que esto ocurra en los próximos meses**. A este factor de riesgo hay que añadir el **posible repunte de tipos de interés a final de año, que podría también frenar la recuperación del sector constructor y el consumo interno**.
- **En Estados Unidos los indicadores publicados en junio han sido un tanto flojos**. Se observan señales de moderación en el consumo y la inversión empresarial. El aumento del empleo también se ha moderado configurando todo ello un panorama de menor fortaleza en el segundo semestre de 2004.
- **Los indicadores de actividad nacional muestran que: (i) la industria mantiene su recuperación, (ii) la construcción continúa su largo proceso de desaceleración y, (iii) el sector servicios continúa repuntando** aunque sus indicadores comienzan a emitir señales de agotamiento.
- **Por el lado de la demanda, el consumo privado prosigue en la senda de recuperación. La inversión empresarial continúa su proceso de aceleración mientras que la inversión en construcción mantiene, aunque a menor ritmo, su desaceleración**.
- **El número de parados registrados en el INEM disminuyó en junio en 28 mil personas**, por encima de nuestra previsión, que era de 13 mil. **Con ello, el número de parados representan este mes un 1,6% superior al que se produjo hace un año**. Parece, por tanto, que se ha desacelerado de nuevo el aumento del paro.
- **El IPC aumentó en junio dos décimas**, tal como preveíamos, **y la tasa de inflación se ha elevado al 3,5%**. El diferencial de inflación con la media de la Unión Monetaria ha vuelto a elevarse y se encuentra ya en 1,1 puntos porcentuales, muy por encima del registrado en el primer trimestre de este año. **Creemos que en el segundo semestre del año la tasa de inflación va a oscilar ligeramente alrededor del 3,5%**, tasa con la que acabará el ejercicio. Con ello la **inflación media será del 3,1%**.
- **En julio los tipos de la deuda española han mostrado una tendencia descendente**. Similar comportamiento han mostrado los tipos en euros del euromercado, al igual que los tipos en dólares. **En ambas divisas los mercados han revisado a la baja sus previsiones de subidas de tipos de interés**. En euros, las previsiones apuntan a una subida de 25 puntos básicos para finales de año.

# CONTENIDO

<b>Portada</b>	1
<b>Contenido</b>	2
<b>Parte I: Economía Internacional: Situación y Perspectivas</b>	<b>3</b>
◆ Principales Indicadores	4
◆ España	5
◆ Estados Unidos	8
◆ Eurozona	10
◆ Alemania	12
◆ Francia	13
◆ Reino Unido	14
◆ Latinoamérica	15
<b>Parte II: Análisis de la Economía Española</b>	<b>19</b>
◆ Actividad	20
◆ Demanda	23
◆ Precios y Salarios	26
◆ Empleo y Paro	28
◆ Sector Exterior	31
<b>Parte III: Mercados Financieros</b>	<b>33</b>
◆ Tipos de Interés y Divisas	34
◆ Mercados de Deuda Pública en España	34
◆ Tipos de Interés de los Eurodepósitos	36

## **PARTE I:**

# **ECONOMÍA INTERNACIONAL: Situación y Perspectivas**

## Economía Internacional: Principales Indicadores

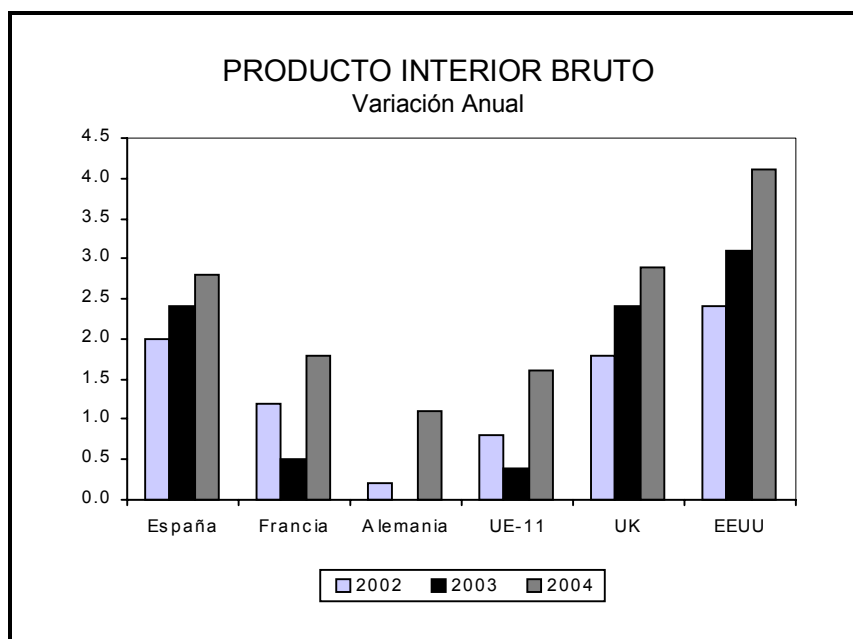
	PIB <sup>(1)</sup>				IPI <sup>(1),(3)</sup>				IPC <sup>(1),(3)</sup>				T. PARO <sup>(2)</sup>				
	Ultimo	2002	2003	2004	Ultimo	2002	2003	2004	Ultimo	2002	2003	2004	Ultimo	1 año antes	2002	2003	2004
ESPAÑA	2.8 (1ºTr)	2.0	2.4	<b>2.8</b>	2.9 (May)	0.2	1.6	<b>2.6</b>	3.5 (Jun)	3.5	3.0	<b>3.1</b>	11.4 (1º Tr)	11.5	11.4	11.3	<b>11.0</b>
FRANCIA	1.7 (1ºTr)	1.2	0.5	<b>1.8</b>	2.0 (May)	-1.0	-0.3	<b>1.7</b>	2.5 (Jun)	2.0	2.1	<b>2.2</b>	9.8 (May)	9.7	9.0	9.6	<b>9.7</b>
ALEMANIA	0.6 (1ºTr)	0.2	0.0	<b>1.1</b>	5.2 (May)	-1.5	0.5	<b>2.7</b>	1.7 (Jun)	1.4	1.1	<b>1.6</b>	10.5 (Jun)	10.6	9.8	10.5	<b>10.4</b>
EUROZONA	1.3 (1ºTr)	0.8	0.4	<b>1.6</b>	2.4 (May)	-0.8	0.4	<b>1.8</b>	2.4 (Jun)	2.2	2.1	<b>2.2</b>	9.0 (May)	8.9	8.3	8.8	<b>9.0</b>
R. UNIDO	3.0 (1ºTr)	1.8	2.4	<b>2.9</b>	2.0 (May)	-1.9	-0.2	<b>1.5</b>	3.0 (Jun)	1.6	2.9	<b>2.6</b>	2.7 (Jun)	3.1	3.1	3.1	<b>2.9</b>
EEUU	4.8 (1ºTr)	2.4	3.1	<b>4.1</b>	5,6 (Jun.)	-0.7	0.3	<b>5.1</b>	3.2 (Jun.)	1.6	2.3	<b>2.6</b>	5.6 (Jun.)	6.1	5.7	6.0	<b>5.3</b>

(1) Tasa Interanual, (2) % Población Activa, (3) Los datos anuales son medias de las interanuales para todo el año, (4) primera estimación;

(\*) Última actualización 20/07/2004

	PIB <sup>(1)</sup>				IPI <sup>(1),(3)</sup>				IPC <sup>(1),(3)</sup>				CUENTA CORRIENTE <sup>(2)</sup>			
	Ultimo	2002	2003	2004	Ultimo	2002	2003	2004	Ultimo	2002	2003	2004	Ultimos 12 m.	2002	2003	2004
MEXICO	3.7 (1ºTr)	1.0	1.3	<b>3.6</b>	4.2 (May)	0.0	-0.9	<b>4.1</b>	4.3 (Jun)	5.0	4.6	<b>5.0</b>	-9.0 (4ºTr)	-2.2%	-1.5%	<b>-2.2%</b>
ARGENTINA	11.2 (1ºTr)	-12	8.1	<b>8.0</b>	11,2 (May)	-10.6	16.2	<b>6.5</b>	5.0 (Jun)	25.9	28.7	<b>5.5</b>	7.9 (4ºTr)	8.9%	7.9%	<b>5.0%</b>
BRASIL	2,7 (1ºTr)	1.5	-0.2	<b>3.5</b>	7,8 (May)	2.2	0.4	<b>6.0</b>	6.1 (Jul)	8.4	14.8	<b>6.5</b>	4.1 (Dic)	7.8%	3.7%	<b>-1.5%</b>

(1) Tasa Interanual, (2) (m.m. \$ y %PIB), (3) Los datos anuales son medias de las interanuales para todo el año



## ESPAÑA

**Mantenemos nuestra previsión de crecimiento del PIB para el conjunto del presente ejercicio en el 2,8%, acompañada de un aumento de la demanda interna del 3,4%.**

**Los indicadores de consumo privado mantienen su aspecto saludable y prosiguen la senda de recuperación.** Los últimos datos parecen apuntar a una nueva aceleración si bien la confianza de los consumidores se ha deteriorado ligeramente. **La inversión empresarial consolida su proceso de aceleración mientras que la inversión en construcción mantiene, aunque a menor ritmo, su desaceleración.** Los últimos datos reflejan, además, que el aumento del precio del crudo al que hacíamos referencia en el último informe, no ha generado unos efectos significativos en la demanda doméstica.

Lo contrario ocurrirá, en el sector exterior, que afectado por el precio del petróleo, verá como las importaciones crecen considerablemente más que las exportaciones. Esto provocará que **el sector exterior reste seis décimas al crecimiento en el conjunto del ejercicio.**

**Para el año 2005 seguimos apostando por un crecimiento del PIB del 3,2%** sobre la base de la información disponible. **Este vendrá impulsado por un aumento de la demanda doméstica del 3,5%.**

Sin embargo, esta previsión para el próximo año, basada en las actuales tendencias de los indicadores, está sometida a importantes incertidumbres. **La incertidumbre más preocupante, por más probable, se refiere a la evolución del precio del petróleo.** No se puede descartar, por la elevación de la prima política en un contexto de preocupación creciente sobre la evolución de la oferta a medio plazo, que en 2005 se produzca un encarecimiento del precio del crudo, que aunque no llegue al precio real que alcanzó a principios de 1981 (que supondría situarse por encima de los 70\$ por barril), se sitúe muy por encima del que ha venido registrando en los últimos años.

**También es incierto como van a resultar afectadas las decisiones (y la solvencia) de las familias,** cuyo nivel de endeudamiento en muchos países (en España, pero también en Estados Unidos, Reino Unido, y otros) es muy alto, **ante la combinación de mayores tipos de interés y mayores precios de los combustibles.** Ambos factores están interrelacionados, y no sólo porque ambos reducen la renta disponible de las familias, sino también porque una elevación de la inflación impulsada por el encarecimiento energético daría pie a mayores aumentos en los tipos.

**Los mercados de activos también son fuente de preocupación, por la percepción de que pueden estar sobrevaluados** (tanto los inmobiliarios como los mobiliarios), por lo que un cambio del sentimiento general de los ahorradores (un empeoramiento del escenario político internacional sería una causa) podría producir una sustancial corrección de sus precios, con consecuencias negativas sobre la solvencia de las familias.

**ESPAÑA: CUADRO MACROECONÓMICO <sup>(1)</sup>**

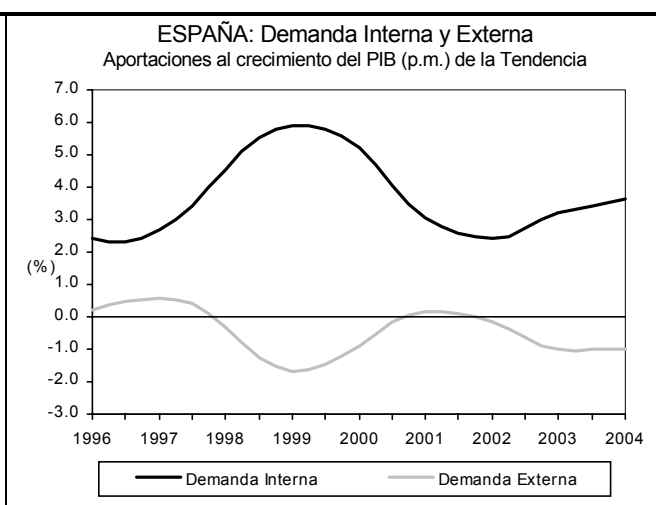
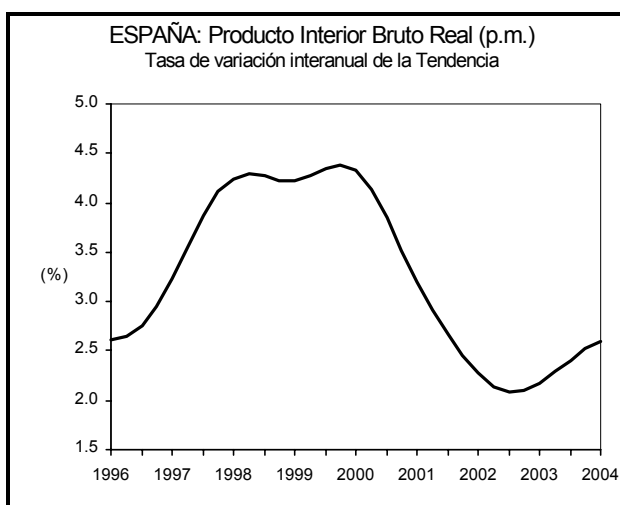
	Anual				2003				2004			
	2002	2003	2004	2005	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>GASTO CONSUMO</b>	3.0	3.3	3.5	3.5	3.3	3.2	3.5	3.4	3.6	3.4	3.4	3.5
Privado	2.6	3.0	3.1	3.2	3.0	2.8	3.1	3.0	3.3	3.0	3.0	3.2
Público	4.4	4.6	4.7	4.4	4.3	4.5	4.8	4.8	4.7	4.6	4.6	4.6
<b>F.B. CAPITAL FIJO</b>	1.0	3.0	3.2	3.7	3.2	3.4	3.0	2.5	3.0	3.1	3.3	3.5
Construcción	4.2	3.7	3.2	2.7	3.5	3.8	3.8	3.6	3.6	3.1	3.0	2.9
Bienes de Equipo	-2.7	2.2	3.4	5.1	2.8	2.9	1.9	1.2	2.4	3.2	3.7	4.2
<b>V. EXISTENCIAS(*)</b>	0.0	0.1	0.0	0.0	0.3	-0.1	0.2	-0.2	0.2	0.0	-0.1	0.0
<b>DEMANDA INTERNA</b>	2.6	3.3	3.4	3.5	3.6	3.2	3.6	2.9	3.7	3.3	3.2	3.5
<b>EXPORTACIONES</b>	0.0	4.0	5.2	7.0	4.4	7.8	2.2	1.8	4.1	4.3	5.7	6.4
<b>IMPORTACIONES</b>	1.8	6.7	7.0	7.5	8.5	10.1	5.9	2.7	6.7	7.2	7.0	7.1
<b>PIB</b>	2.0	2.4	2.8	3.2	2.2	2.3	2.4	2.7	2.8	2.3	2.7	3.2
<b>IPC</b>	3.5	3.0	3.1	-	3.7	2.8	2.9	2.7	2.2	3.2	3.5	3.6
<b>Población Activa</b>	3.0	2.6	2.2	-	119.5	136.1	181.3	56.7	27.6	150.9	170.1	55.9
<b>Población Ocupada</b>	2.0	2.7	2.5	-	55.1	233.8	151.7	44.2	-9.5	191.9	223.6	18.9
<b>Tasa de Paro</b>	11.4	11.3	11.0	-	11.7	11.1	11.2	11.2	11.4	11.1	10.7	10.9

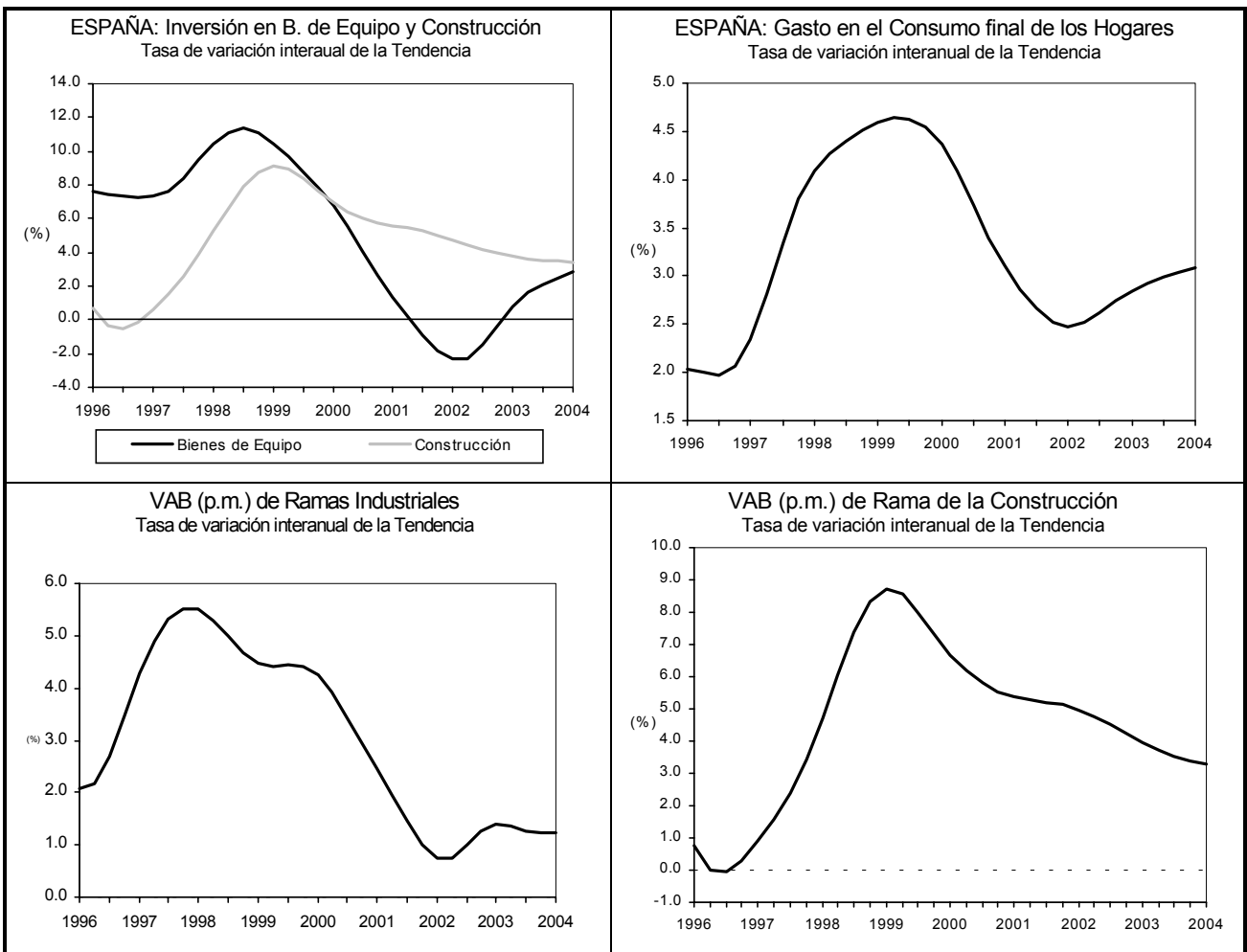
(1) Las cifras de Contabilidad Nacional son tasas interanuales de los datos ajustados de efecto calendario y estacionalidad publicados por el INE;

(\*) Contribución al crecimiento del PIB

Nota: Los datos de empleo trimestrales son variaciones en miles de personas con respecto al trimestre anterior.

Los datos anuales corresponden al promedio del año





## ESTADOS UNIDOS

**La economía estadounidense ha crecido a un buen ritmo en el segundo trimestre de 2004**, si bien creemos que lo ha hecho a un ritmo algo menor al mostrado entre enero y marzo. **Según nuestras estimaciones el PIB ha crecido un 0,8% intertrimestral y un 4,9% interanual.** En el primer trimestre lo hizo aun ritmo del 1,0% trimestral y 4,8% interanual.

**El aumento del PIB ha estado sustentado principalmente por el consumo privado y la inversión empresarial** que han crecido a sendas tasas del 4,2% y 8,5% interanual. **El comportamiento de estos dos componentes ha sido excelente, aunque los dos, pero sobretodo el consumo, muestran indicios de desaceleración.**

De cumplirse nuestras previsiones para junio, el consumo privado habrá crecido un 0,7% intertrimestral un ritmo inferior al mostrado en el primer trimestre que fue de un 0,9%. **Las ventas al por menor y las ventas de coches, que en junio han sido peores de lo previsto**, también se han moderado. El hecho de que el consumo privado esté perdiendo algo de gas es razonable, una vez que se han pasado los efectos asociados al desempeño de políticas fiscales expansivas (reducción de impuestos). Más aún en un contexto ligeramente alcista de tipos donde las familias endeudadas pueden acusar el efecto negativo asociado a la subida de tipos de interés.

**El IPI de equipos**, que es un buen indicador de inversión empresarial, **ha crecido a un buen ritmo, pero muestra también síntomas de moderación.** En junio, la producción de bienes de equipo ha crecido un 9,7% interanual, cerrando el segundo trimestre con un aumento del 9,1%. En tasa intertrimestral el aumento ha sido del 2,6%, un ritmo inferior al del primer trimestre que fue de un 3,0%.

Además de los datos publicados que manifiestan moderación de las principales componentes de demanda, otros factores, asociados a la evolución de la política monetaria y la política fiscal, anticipan también que la actividad económica se ralentizará en los próximos meses.

**El pasado 1 de julio la Reserva federal de Estados Unidos elevó la tasa objetivo de fondos federales 25 puntos básicos, situándola en el 1,25%.** Este es el primer aumento en cuatro años y supone el comienzo de una fase alcista de tipos. Según los mercados, el tipo de interés del mercado interbancario americano se elevará hasta el 2,0% a finales de año y hasta el 3,0% a mediados de 2005, lo que supone un aumento de dos puntos en el plazo de un año.

**En un contexto de tipos alcistas, como el actual, cabe esperar moderación de la inversión residencial y del consumo privado al reducirse la renta disponible de las familias endeudadas y encarecerse el crédito.** El posible desempeño de una política fiscal restrictiva (vía subida de impuestos) para corregir el elevado déficit fiscal (que se estima será un 4,5% del PIB en 2004) reduciría aún más la renta disponible de las familias y acentuaría la desaceleración provocada por la subida de tipos. El encarecimiento energético contribuiría, también, a reducir la renta disponible de las familias americanas.

**Para el conjunto del año mantenemos una previsión de crecimiento del 4,1%. En 2005 la producción ralentizará su crecimiento hasta tasas cercanas al 3,0%.**

**En materia de precios la tendencia en junio ha vuelto a ser alcista. El IPC general ha crecido un 3,2% interanual, superando nuestra previsión.** El repunte de los precios ha vuelto a

estar liderado por los precios energéticos que han crecido un 17% interanual en junio. Excluyendo energía y alimentos los precios han repetido una tasa del 1,8% interanual. En principio creemos que el fuerte repunte de precios de los últimos meses será transitorio. De cara al segundo semestre apostamos por un escenario de moderación de la inflación, pero dependerá de que efectivamente, como esperan los empresarios estadounidenses, el precio del petróleo deje de subir. **Para el conjunto del año mantenemos una previsión de inflación del 2,6% anual.**

**Respecto al mercado de trabajo cabe mencionar que los datos de empleo de los últimos meses se han revisado al alza.** Según los nuevos datos publicados el empleo en 2004 se ha comportado mucho mejor de lo que se creía. También se han revisado al alza los datos de empleo del segundo semestre de 2003, ofreciendo una visión más optimista de la situación. En el contexto de los nuevos datos publicados, los datos de empleo de junio han sido un tanto pobres. En este mes el número de personas contratadas ha aumentado en 112 mil, frente a un aumento medio del empleo de 300 mil personas en los tres meses precedentes (marzo-mayo). La mayor parte del empleo se ha generado en el sector servicios. En la construcción el balance ha sido nulo mientras que manufacturas ha vuelto a caer. La tasa de paro se mantiene en el 5,6%.

## EUROZONA

**Los indicadores publicados recientemente para el Área continúan siendo favorables, consolidando los indicios de recuperación del ritmo de actividad y demanda de los últimos meses.** En particular, la reactivación industrial gana fuerza, el mercado de trabajo se deteriora cada vez a menor ritmo y el sector constructor parece estar saliendo de la recesión. Por el momento la confianza del sector industrial no parece haberse visto perjudicada por el encarecimiento del crudo, lo que parece indicar que el buen momento del comercio internacional está contrapesando este factor de incertidumbre.

No obstante, **el encarecimiento del petróleo podría traducirse en los próximos meses en unos mayores costes de producción y, consiguientemente, perjudicar las expectativas empresariales, mientras que una elevación de tipos a finales de año también podrían suavizar el incipiente perfil de recuperación del consumo y la construcción.** Ponderando estos factores revisamos una décima a la baja la **previsión de crecimiento para el Área durante el conjunto del año, hasta el 1,6%. El próximo ejercicio esperamos que se consolide la demanda interna europea, lo que permitiría un crecimiento medio para la Eurozona del 2,1-2,3%.**

**Los datos de producción industrial continúan confirmando el escenario de recuperación.** En junio el Índice general de Producción Industrial fue sensiblemente mejor a lo previsto, y sus componentes (bienes de consumo, bienes de capital e intermedios) también registraron tasas superiores a las esperadas. **El crecimiento medio del último trimestre ha sido del 2,4%,** lo que contrasta fuertemente con la cifra de 2003 (0,5%) y supone además **el mejor registro desde abril de 2001.**

**La confianza industrial ha seguido mejorando en junio, alcanzando el nivel el más alto desde marzo de 2001.** Este optimismo empresarial se apoya en el excelente tono mostrado por las carteras de pedidos, especialmente las de origen externo, que están en máximos de los últimos tres años.

Aunque es necesario tener presente el riesgo de que se produzca un freno transitorio en la recuperación industrial como resultado del encarecimiento del petróleo, **nos inclinamos por un escenario moderadamente optimista que contempla una estabilización en el horizonte cercano del precio del crudo,** permitiendo de esta forma una incidencia transitoria en la reactivación industrial. Bajo esta hipótesis, **nuestra previsión de crecimiento para el IPI durante 2004 la situamos en el entorno del 1,8%.**

**Los indicadores del sector constructor siguen consolidando un panorama de recuperación.** La confianza empresarial de junio ha vuelto a mejorar, alcanzando el nivel máximo desde febrero de 2002, y el índice de actividad en el sector ha mejorado significativamente su evolución en los últimos meses. **No obstante, está latente el riesgo de las expectativas alcistas de los tipos de interés para finales de año,** que podrían frenar la recuperación del sector. Por el momento, **la previsión de crecimiento para el índice de actividad en el sector para 2004 es del 1,3% (-0,2% en 2003).**

**La situación del mercado de trabajo continúa estable.** En línea con lo previsto, la tasa de paro de abril y mayo ha sido del 9,0% (datos desestacionalizados), tras haber permanecido durante doce meses en el nivel del 8,9%. **El número de parados está quedando los últimos meses por debajo de la previsión**, su tasa de crecimiento interanual fue en mayo del 1,2%, la más pequeña desde enero de 2002, y esperamos que en breve dicha tasa se vuelva negativa. **La previsión de tasa de paro media para 2004 la situamos en el 8,9%-9,0%**, y a pesar de la mejora del ritmo de actividad no esperamos una reducción en la misma hasta el próximo ejercicio.

**La confianza familiar ha mejorado ligeramente en junio, volviendo al nivel registrado en febrero, marzo y abril.** El optimismo tanto respecto de la situación económica actual como futura mejora suavemente, aunque la confianza todavía no termina de despegar. **Los indicadores de consumo privado efectivo consolidan los indicios de suave mejoría que han empezado a registrar los últimos meses.** Por un lado, la tendencia subyacente de las ventas minoristas ha mejorado de forma continuada y sostenida desde principios de año, y la previsión de crecimiento para la variable en 2004 apunta a un 1,0%, que aunque modesto, es algo mejor al 0,3% registrado en 2002 y 2003. La matriculación de coches también está experimentando una recuperación importante: el crecimiento interanual del último trimestre (datos hasta junio) se ha estabilizado en el 4,7%, frente a la caída del 1,5% de 2003, y la previsión apunta a una tasa interanual del 3,1% para el conjunto del año.

**Los últimos cinco meses el saldo comercial de la Eurozona con el resto del mundo ha superado nuestras previsiones.** Ello ha sido debido fundamentalmente a las exportaciones, que se están acelerando sensiblemente en línea con el buen momento del comercio internacional: Las importaciones también se están reactivando, de acuerdo con la recuperación de la actividad industrial, y en menor medida, de la demanda doméstica. En un segundo plano, también se está viendo favoreciendo el saldo exterior de la suave depreciación que experimentó el euro entre enero y mayo. **Las expectativas son favorables por el lado de las exportaciones, pero es previsible que la contribución del sector exterior se vea perjudicada por unas importaciones que también repuntarán en línea con la recuperación de la demanda interna europea y por el encarecimiento de la energía importada.** En términos netos, esperamos que la contribución al crecimiento agregado del sector exterior sea negativa en 2004, aunque de menor magnitud que en 2003.

**En junio la tasa de inflación ha caído una décima frente al 2,4% de mayo**, que supuso la cifra máxima en los últimos catorce meses. **Detrás del repunte está claramente la inflación energética**, que registró sendos 6,7% y 5,9% en mayo y junio, respetivamente, volviendo a niveles no vistos desde el primer trimestre de 2003. **Como dato positivo, la inflación no energética se ha comportado mejor de lo esperado en los últimos meses**, compensando parcialmente el shock exógeno negativo generado por el encarecimiento del petróleo. En la medida en que el precio del petróleo permanecerá previsiblemente elevado durante buena parte del ejercicio actual, **revisamos al alza nuestra previsión de inflación para el conjunto del año hasta el 2,2%-2,3%.**

## ALEMANIA

**Las expectativas de crecimiento de la economía alemana para 2004 y 2005 siguen sin mejorar**; incluso, en algunos aspectos podríamos decir que empeoran. **Los indicadores de clima económico y de sentimiento empresarial y de los consumidores han sido malos en los últimos meses.** La escalada del precio del petróleo, la menor aceleración esperada para la Eurozona y EEUU, el aumento en la pendiente de la curva de tipos y la inestabilidad política son factores que están mermando la capacidad de reacción de los agentes económicos. Además, otra noticia negativa es que se le ha denegado a Francia y Alemania la cancelación de las sanciones por su excesivo déficit público, lo que limita aún más cualquier política fiscal expansiva.

**Los indicadores de consumo privado siguen apáticos y el sector exterior,** principal esperanza de crecimiento para 2004, no parece que vaya a poder tirar por sí solo de la economía nacional. A pesar de todo, **la economía alemana está mejorando con respecto al ejercicio anterior,** pero en menor cuantía que lo previsto inicialmente. **Las buenas noticias son pocas, y siguen viniendo de la mano del sector exterior, de la industria y del tirón que esto podría provocar sobre la inversión en bienes de capital y en el empleo.** Como ya hemos comentado en anteriores informes, lo primero ya se está sintiendo, aunque en menor cuantía a la esperada, pero el mercado laboral sigue sin reaccionar. La reactivación del mercado de trabajo es clave para la recuperación de la economía alemana y para que reduzca su dependencia de la demanda exterior.

**Los síntomas de freno en el deterioro del consumo privado son muy tímidos.** Las ventas al por menor volvieron a caer en mayo, en línea con lo previsto, un 2,7%. Por su parte la matriculación de automóviles sorprende y sube un 4% en junio, con lo que lleva varios registros positivos consecutivos. Es el único indicador de consumo privado que ha mejorado, aunque al ser muy volátil sus señales pueden ser confusas y es conveniente a que haya concordancia con algún otro indicador más fiable, hecho que no se está produciendo. Por su parte, **la confianza de los consumidores se mantiene en niveles bajos y las mejoras son mínimas.**

**El Índice de Producción Industrial (IPI) de mayo creció un 5,2%, superando ampliamente nuestras expectativas,** y acumula en lo que va de año un aumento del 2,7%, muy superior al 0,4% de 2003. **La cartera de pedidos de mayo también ha mejorado y mantiene su aceleración,** aunque creemos se suavizará en los próximos meses. Existen leves síntomas de freno en el deterioro del mercado laboral. **Por un lado la creación de empleo sigue siendo negativa,** pero ésta es cada vez menor, mientras que el número de parados aumenta, pero a un ritmo más lento. Así, por tercer mes consecutivo, **la tasa de paro se ha colocado en junio en el 10,5%. Los últimos datos de los indicadores de construcción (marzo, abril y mayo) han sido malos y torna negativo un panorama que era más optimista a principios de año.** Con relación a la inversión en bienes de equipo, su IPI creció muy por encima de lo esperado en mayo, un 8%, y mantiene un perfil claramente acelerador. No obstante, el aumento de sus exportaciones sigue siendo superior al de sus importaciones, por lo que no toda la producción se está quedando como inversión nacional. No obstante, en el agregado, la disponibilidad de bienes de equipo se está acelerando. Por su parte, **el índice de sentimiento empresarial IFO ha vuelto a empeorar en junio y refleja,** principalmente, el empeoramiento en la partida de expectativas. Finalmente, **tan solo puntualizar que los precios crecieron en junio un 1,7% interanual** y eleva la acumulada al 1,4%. Para el conjunto del año prevemos un crecimiento en torno al 1,5%-1,6%.

## FRANCIA

Los indicadores de actividad y demanda continúan siendo favorables, confirmando los buenos datos de Contabilidad Nacional del primer trimestre. En este contexto, **nuestra previsión de crecimiento para la economía gala durante 2004 es del 1,7%-1,8%**. Esta previsión se enmarca en un escenario moderadamente optimista que contempla un precio del petróleo estabilizado durante el segundo semestre, permitiendo que la economía europea se beneficie del buen momento del comercio internacional. **Para 2005, esperamos que el crecimiento francés mejore, superando en un par de décimas el 2,0%**.

Los indicadores de actividad industrial siguen ofreciendo noticias positivas. El IPI de mayo sorprendió positivamente por cuarto mes consecutivo y su crecimiento interanual medio en los últimos tres meses ha sido del 2,0%, lo que supone el mejor registro en los tres últimos años. Todos los tipos de bienes (consumo, intermedios, capital) están registrando expansiones en sus ritmos de crecimiento y **nuestra previsión de crecimiento medio del Índice de Producción Industrial para 2004 se sitúa en el entorno del 1,7%**. Los indicadores de confianza industrial parecen estar recuperándose paulatinamente tras la pérdida de optimismo sufrida en abril, aunque todavía no se encuentran a los niveles del primer trimestre. Esta recuperación está en línea con nuestras expectativas que apuntan a que el efecto sobre la recuperación industrial del encarecimiento del petróleo será de pequeña magnitud ya que, pese a los repuntes intermitentes que se están produciendo en el precio internacional del crudo, la situación parece estar bajo control.

Coincidiendo con nuestra previsión, la tasa de paro se ha mantenido en mayo en el nivel del 9,8% por cuarto mes consecutivo, tras haber estado situada en el 9,9% entre septiembre de 2003 y enero de 2004. El número de parados sigue reduciendo su crecimiento interanual y actualmente dicha tasa está situada en el 1,7%, el mejor registro desde diciembre de 2001. Las expectativas de suave mejora del ritmo de actividad durante el segundo semestre permiten anticipar que **las condiciones del mercado de trabajo serán más favorables conforme avance el ejercicio; no obstante, no prevemos caídas sustanciales de la tasa de paro hasta 2005**.

En junio la confianza familiar se ha mantenido estabilizada en el nivel registrado en mayo, el más bajo respecto de febrero. Ello ha sido debido a un empeoramiento de las expectativas respecto del futuro, en particular, las relativas al empleo; en cambio, la valoración de la situación económica actual sigue mejorando suavemente. **En cambio, los datos de consumo efectivo siguen siendo muy positivos**: la compra de manufacturas por las familias registró en mayo un crecimiento interanual del 4,8% (media móvil trimestral) y el crecimiento subyacente de la serie se está expandiendo a un ritmo no visto desde principios de 2001. Nuestra previsión de crecimiento para el indicador durante 2004 se sitúa en el intervalo 3,0-3,5%, frente al 0,9% de 2003.

En mayo las exportaciones e importaciones francesas han continuado la tendencia reciente. Ambas están creciendo a ritmo acelerado, pero la recuperación de las ventas al exterior supera de momento la de las importaciones, habiendo permitido una mejora continuada del saldo comercial desde principios año. En este momento, **el flujo móvil anual del superávit comercial es el más alto desde octubre de 2001**. En junio, la inflación francesa cayó una décima respecto de mayo, registrando una tasa interanual del 2,5%. El origen del repunte respecto de los niveles del primer trimestre ha estado en la componente energética. Como dato alentador, **la inflación subyacente ha vuelto al nivel del 1,6%, coincidente con la cifra media de 2003**. Nuestra previsión de inflación general para el conjunto del año hasta el 2,2%-2,3%.

## REINO UNIDO

La economía británica sigue creciendo por encima de la media comunitaria. Mantenemos una **previsión de suave aceleración para 2004**, con lo que le PIB podría alcanzar cotas del 2,9%, la misma tasa que prevemos para la demanda interna. **Su consumo privado sigue fuerte, pero muestra algún síntoma de agotamiento, al igual que la construcción.** Por su parte, **el sector exterior y la industria mejoran lentamente.** Al igual que para el resto de economías europeas, **existen muchas fuentes de incertidumbre** para lo que resta de año y 2005. Por el momento nos decantamos por un escenario neutro e incluso algo pesimista. Además, creemos que economías cuyo modelo de crecimiento se basa en el consumo privado y la construcción, como la británica y la española, son más vulnerables ante las fuentes de incertidumbre existentes (tendencia alcista de los tipos de interés, la subida en el precio del petróleo, una caída brusca de los precios de los inmuebles, etc.). **Creemos que 2005 será un año en el que la economía británica sufra una leve desaceleración y su crecimiento se sitúe en torno al 2,5%-3%.**

**Los indicadores mensuales de consumo privado siguen sólidos, pero comienzan a dar síntomas de agotamiento.** La evolución de la confianza de los consumidores es muestra de ello. Las familias británicas están altamente endeudadas, principalmente por el crédito hipotecario. Una mayor pendiente en la curva de tipos, las tensiones inflacionistas y la apatía en los mercados de renta variable están empeorando las expectativas de los consumidores. Con respecto al último informe, no disponemos de nuevos datos de ventas al por menor, las cuales se estaban acelerando y creciendo a un ritmo muy vigoroso hasta mayo. Por su parte, la matriculación de vehículos cayó un 0,5% en junio, más de lo previsto. **Con relación al sector constructor, sus indicadores siguen acelerándose y son pocos los síntomas de debilidad.** Las órdenes de construcción total aumentaron en torno a un 14% en mayo, la confianza en el sector ha mejorado en junio y la cartera de pedidos ha dejado de empeorar.

**El mercado de trabajo sigue saneado** y en junio se produjo un reducción del 10% en el número de parados, la mayor caída del año. **También el número de ocupados sigue aumentando**, un 0,8% en abril, **aunque lo está haciendo a una tasa menor que a comienzos del ejercicio.** Con todo, **la tasa de paro se mantiene en el 4,8%** en abril. La positiva evolución del mercado laboral está ayudando a que las familias británicas puedan mantener altos niveles de endeudamiento y de consumo elevados, pero no auguramos que esta situación se pueda sostener por mucho tiempo. **Los últimos registros del Índice de Producción Industrial (IPI) de manufacturas han sido bastante positivos:** tanto el de abril como el de mayo han superado ampliamente las expectativas. En mayo aumentó un 2%. **En los últimos meses la cartera de pedidos para el total de la industria ha mejorado**, aunque el dato de junio ha sido inferior al del mes anterior. Por tipo de bienes, la mejor evolución la muestra el IPI de bienes de consumo duraderos, que en mayo aumentó un 4,9%, por encima de lo esperado. El dato de IPI de bienes de capital también ha sido positivo en mayo y alcanza un crecimiento del 4,5% y recupera parte del terreno perdido en los tres últimos datos. No obstante, los síntomas de recuperación industrial son aún débiles.

**La inflación repuntó en junio hasta el 3%**, cuatro décimas superior que la de principios de año, y pone en peligro el objetivo de inflación de su Banco Central. El repunte se debe a la energía y a los servicios, ya que los precios de los alimentos casi no crecen.

## LATINOAMÉRICA

### ARGENTINA

**La economía argentina mantiene el buen ritmo de crecimiento de los últimos meses.** La crisis energética, que en un primer momento parecía amenazar el crecimiento del sector industrial, no está teniendo efectos notables sobre la actividad. **El consumo privado continúa su expansión, aunque parece agotar sus tasas de crecimiento.** Los precios se han desacelerado en junio, gracias a la subida del tipo de interés llevada a cabo por la autoridad monetaria el pasado mes.

**Sin embargo, las industrias argentinas están funcionando al límite de su capacidad productiva.** Para que este hecho no suponga un freno al crecimiento es necesario que se lleven a cabo las inversiones pertinentes. **Argentina para poder acudir a la financiación externa necesita solucionar el problema de reestructuración de su deuda externa.** El tema sigue sin visos de solución, y en las últimas semanas han sido los inversores privados los que han tensado la cuerda. **Alegando que Argentina está en condiciones de pagar más de 25 centavos por cada dólar de deuda, exigen una mejora en el ofrecimiento del ministro Lavagna.** Como nota negativa señalar que en estos momentos tanto el FMI como el G7 se han alineado con los acreedores.

**En un contexto de reestructuración de la deuda con una quita del 75%, es decir, cumpliéndose los deseos del gobierno argentino, anticipamos un crecimiento del PIB para el 2004 entorno al 8,0% anual.**

**Por el lado de la oferta, la actividad industrial se expandió en el mes de mayo.** El IPI creció un 11,2% anual y un 1,1% intermensual, después del pobre resultado del mes anterior (cuando cayó un 3,9% intermensual). **El mal resultado del mes anterior puede verse motivado por el menor número de días laborables, y no tanto por los cortes de suministro debido a la crisis energética.**

**Por el lado de la demanda, el consumo privado parece agotar su crecimiento y la inversión privada se encuentra estancada.** Las ventas de automóviles, indicador adelantado de consumo privado, se han incrementado en junio un 115,8% anual. La expansión en el primer semestre del año ha sido de 184,9%, lo que supone un incremento del 173,9% con relación al mismo período del año anterior. Sin embargo, **el ciclo-tendencia del indicador muestra desaceleración en las tasas de crecimiento.** Por su parte, **el índice de confianza de los consumidores presentó en junio una caída del 3,8 por ciento respecto al mes anterior.** De esta forma, el índice registra su primera caída después de dos meses de estabilidad.

**Por su parte, los indicadores de inversión privada parecen haber tocado techo en su crecimiento.** Es lógico suponer que esto podría pasar debido a que Argentina no cuenta en la actualidad con canales fuertes de financiación externa, fundamental para el crecimiento de su inversión. Además, la subida del tipo de interés del pasado mes podría perjudicar a esta partida.

**Los indicadores financieros han mostrado un comportamiento similar al mes pasado. El tipo de interés del mercado interbancario a 12 meses se sitúa a mediados de julio en el 10,5% (sin cambios con respecto al mes anterior). Los depósitos, tanto en moneda extranjera como en pesos, prosiguen expandiéndose a tasas elevadas y ya se sitúan en los niveles del 2001. Por su parte, los créditos crecieron en el mes de abril a la discreta tasa de 0,6% anual. Destacar que esta es la primera expansión del crédito desde agosto de 1999. Por último, el tipo de cambio se sitúa a mediados de julio en 3,0 pesos/dólar, el mismo nivel que el mes anterior.**

En materia fiscal, la recaudación tributaria ha crecido en junio un 35% con relación al mismo período de 2003, con un fuerte aporte de la recaudación indirecta.

**La tasa de inflación interanual en junio se situó en el 5,0%. Con relación a mayo los precios se incrementaron un 0,6%.** El incremento del precio estuvo liderado por el tabaco, los productos de belleza y el entretenimiento. Este es el incremento más lento desde marzo. Los precios de consumo se han incrementado un 3,1% en media en el primer semestre del año. Por su parte los precios mayoristas crecieron este mismo mes un 1,9% anual, y se expandieron un 0,1% con relación a mayo. Su expansión media en el primer semestre del año ha sido un 0,3%. Situamos nuestra previsión para el conjunto del 2004 en el 5,5%.

## MÉXICO

**Los indicadores recientes para México siguen reflejando un escenario de recuperación progresiva**, apoyada por el buen momento de la economía norteamericana, dada la dependencia del sector industrial mexicano respecto de las exportaciones con destino a EEUU. Los buenos datos publicados nos llevan a **eleva nuestra previsión de crecimiento para el PIB mexicano durante 2004 hasta el intervalo 3,5-3,7%, y también esperamos un crecimiento similar durante 2005.**

**El Indicador General de Actividad Económica** (recoge aproximadamente un 90% del PIB) **sigue acelerando su ritmo de crecimiento: en los últimos tres meses, hasta abril, ha registrado un crecimiento interanual medio del 4,4%, marcando el nivel máximo desde diciembre de 2000.** La previsión de variación interanual media para 2004 está en el entorno del 3,6%.

**Los indicadores de actividad industrial siguen dando muestras del buen momento que atraviesa el sector. El Índice general de Producción Industrial creció un 4,2% en el trimestre marzo-mayo**, un ritmo de crecimiento no visto desde finales de 2000. Todos los componentes están en fase expansiva y **la previsión de crecimiento en 2004 para el Índice general de Producción Industrial es superior al 4,0%**; en 2005, podría crecer a un ritmo superior al 3,5%. La actividad en el sector constructor también está ofreciendo muy buenas noticias: su variación interanual media en el trimestre marzo-mayo ha sido del 5,2%, frente al 2,7% de crecimiento medio en 2003, y la previsión para 2004 y 2005 se sitúa en torno al 5,0% y 4,0% respectivamente.

**Los indicadores de consumo privado ofrecen muy buenas perspectivas.** Las ventas al por menor mantienen en los últimos meses un crecimiento tendencial estable y esperamos que su crecimiento medio durante 2004 sea del 3,5%. Las ventas de coches dan muestras de una fuerte recuperación, en el último trimestre han crecido a un ritmo medio del 6,6%, frente a una caída del 3,7% en 2003, y prevemos un crecimiento medio cercano al 7,0% en 2004. **Los indicadores mensuales de inversión** (índice de volumen físico de inversión), por su parte, **también evolucionan favorablemente. El ritmo de crecimiento que han registrado en los últimos meses es el más elevado desde finales de 2000** y las previsiones para los indicadores de inversión en bienes de equipo y de inversión en construcción son de una tasa de variación interanual cercana al 4,5% para ambos.

**Los indicadores de sector externo están ofreciendo unas tasas de crecimiento sorprendentes.** Las exportaciones mexicanas han crecido en el último trimestre (hasta mayo) a un ritmo del 17,1%, destacando especialmente la fortaleza de las que tienen por destino los Estados Unidos. Por su parte, las importaciones registraron un crecimiento en el último trimestre del 14,8%, y por tipos de bienes (consumo, capital e intermedios) el panorama es igualmente expansivo, en línea con la recuperación de la demanda doméstica.

**Por último, la inflación de junio ha continuado estable en el 4,3%, coincidiendo con la tasa media desde principios de año.** El control que ofrecen los precios al consumo permite la flexibilidad de la política monetaria, que puede potenciar de esta forma el crecimiento económico. **La previsión de inflación media para 2004 es del 5,0%.**

## BRASIL

La economía brasileña presenta indicios de aceleración. **Tanto la actividad industrial como la demanda interna se han expandido a buen ritmo en el último mes. Esperamos que este comportamiento se mantenga y el ritmo de crecimiento en el segundo trimestre del año haya superado a la registrada en el primero.** Anticipamos que la demanda interna aumentará su contribución al crecimiento a lo largo del ejercicio, sustentada por un consumo privado más fuerte. Como nota negativa, se debe señalar la aceleración de los precios en el último mes. **En base a todo lo anterior anticipamos un crecimiento del PIB para el conjunto del 2004 de 3,5%. En 2005, el crecimiento podría quedar algo por debajo del 3,0%.**

**En lo que se refiere a los indicadores publicados recientemente, tanto los de actividad industrial como los de consumo privado muestran el fortalecimiento del crecimiento.** Mención aparte merece el sector exterior que en el mes de junio alcanzó un superávit comercial histórico.

**El IPI creció en mayo un 7,8% interanual, superando nuestras previsiones. Esto supone una expansión del 2,2% con relación a los niveles de abril.** Éste es el tercer mes consecutivo de tasas intermensuales positivas. Además, el ciclo-tendencia del indicador muestra un aumento de su tasa de crecimiento. Por su parte, la capacidad instalada alcanzó el 82,5% en mayo desde el 81,2% de abril, con lo que se vuelven a alcanzar los niveles anteriores a la crisis energética registrada por Brasil en 2001.

**Las ventas al por menor se expandieron en mayo un 10,0% interanual y ya son seis meses consecutivos de crecimiento.** Esto es un indicio de la mejora que está sufriendo la demanda interna. Por su parte, las ventas de vehículos se incrementaron en junio un 6,2% con relación a sus niveles de mayo. Esto deja el crecimiento de este indicador en el primer semestre del año en el 11,4%.

**El sector exterior continúa en su senda de expansión. En junio, el saldo comercial volvió a alcanzar un registro histórico. Las exportaciones se incrementaron un mes más a una tasa superior a la de las importaciones.** Sin embargo, debemos señalar que las importaciones están acelerando su tasa de crecimiento, motivado por la mejora de la demanda interna.

**La tasa de inflación interanual se situó en junio en el 6,1%. Los precios crecieron un 0,7% con relación a su nivel en mayo. Esta ha sido la tasa intermensual más alta de los últimos seis meses y deja la tasa de inflación media en el primer semestre del año en el 6,1%, lo que supera el objetivo de la autoridad monetaria para fin de año situado en el 5,5%. El incremento de los precios ha sido motivado en gran parte por la subida de los transportes y los alimentos. Prevemos una tasa de inflación media para el conjunto del 2004 de 6,5%.**

## **PARTE II:**

# **ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

## ACTIVIDAD

Los datos más recientes de nuestros indicadores muestran que: (i) la actividad industrial mantiene su recuperación impulsada por la producción de bienes intermedios y de equipo, (ii) la construcción continúa su largo proceso de desaceleración y, (iii) el sector servicios continúa repuntando aunque sus indicadores comienzan a emitir señales de agotamiento.

Durante el mes mayo el Índice de Producción Industrial (IPI) creció un 2,9% interanual, en línea con nuestra previsión. Su tendencia muestra desde hace algunos periodos una leve aceleración que le ha permitido acumular un crecimiento del 2,0% en los cinco primeros meses del año. La producción industrial, por tanto, se ha comportado relativamente bien pese al fuerte incremento que el precio del crudo registró hace dos meses. En el conjunto del año, bajo un escenario del precio del petróleo entre 35 y 40 dólares el barril, esperamos que el IPI crezca un 2,6%, frente al débil 1,6% registrado el año pasado.

Por destino económico de los bienes, todos se han mantenido en línea con lo esperado. No obstante, el perfil temporal de sus tendencias es dispar. La evolución menos positiva está siendo la de la producción de bienes de consumo, cuya tendencia presenta un crecimiento sostenido muy suave. En cambio, las de la producción de bienes de equipo y de bienes intermedios muestran actualmente un leve aumento de sus ritmos de crecimiento, si bien el primero es ligeramente inferior al segundo. Por último, destaca positivamente la tendencia del IPI de la energía que continúa exhibiendo una intensa aceleración.

Para lo que resta de ejercicio esperamos que mejore, aunque en diferente medida, la producción de todos los grupos de bienes. Creemos que el IPI de bienes de consumo no aumentará más de un pobre 1,0%, mientras que el de bienes intermedios lo hará en un 2,6%. Por su parte, el índice de producción de bienes de equipo aumentará entorno al 2,7% y el de la energía alrededor de un 6,0%.

Por otro lado, según la encuesta de coyuntura industrial que elabora el Ministerio de Ciencia y Tecnología, los datos de junio de la cartera de pedidos totales han sido notablemente mejor de lo previsto y su tendencia retoma la tenue aceleración que mostraba hace unos meses. Por componentes, tan sólo la cartera de pedidos de bienes de equipo ha empeorado ligeramente. El resto de bienes han registrado datos superiores a lo esperado.

El consumo de energía eléctrica aumentó en junio un 1,9% aunque resultó, por tercer mes consecutivo, por debajo de lo previsto. El indicador acumula en el primer semestre un incremento del 3,3%. Su tendencia refleja una desaceleración cada vez más pronunciada que comenzó al inicio del año 2003. Esperamos que se produzca un tímido repunte en el segundo semestre (en concordancia con el resto de indicadores de la industria) y cierre el ejercicio con un crecimiento medio del 3,5%, frente al 4,7% de 2003.

En el sector de la construcción, el consumo aparente de cemento aumentó durante el mes de junio un 6,9% en tasa interanual, por encima de lo esperado. Gracias a este nuevo dato, su tendencia ha frenado la desaceleración que mostraba el mes pasado, presentando ahora un crecimiento relativamente sostenido.

Por ello, **para el conjunto del año en curso, incrementamos ligeramente nuestra previsión de crecimiento hasta el 4,0%**. No obstante, ésta sigue estando por debajo de la de los dos últimos años, que fue del 4,7%.

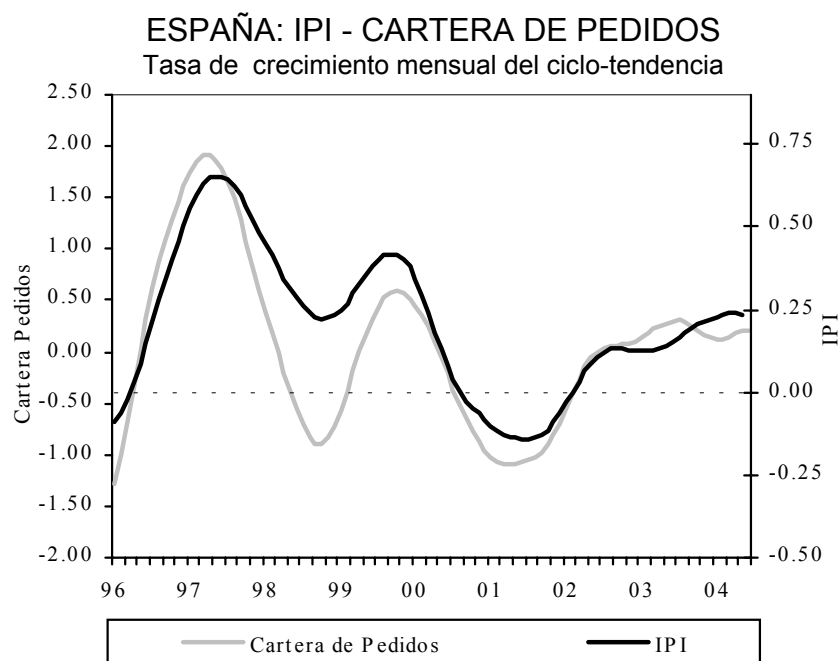
Por su parte, la actividad en el sector servicios mantiene los indicios de recuperación, si bien algunos de sus indicadores comienzan a mostrar síntomas de agotamiento.

**El transporte aéreo de viajeros aumentó**, también durante el mes de junio, **un 6,0% en línea con nuestra previsión**. En el primer semestre, el indicador ha acumulado un crecimiento del 6,6% idéntico porcentaje que en el mismo periodo del año anterior. La tendencia ha frenado la intensa aceleración que dibujaba al inicio del ejercicio y ahora presenta una tenue pérdida de ritmo. Sin embargo, su crecimiento continúa siendo elevado. **Para el año en curso, esperamos un incremento del 8,0%**.

**El número de afiliados a la seguridad social también está disminuyendo su ritmo de crecimiento. En el mes de mayo, la variable aumentó un 3,5%, de nuevo por debajo de lo esperado**. Su tendencia presenta una desaceleración (cada vez más pronunciada) desde el segundo trimestre de 2003. **Para el conjunto de 2004, nuestra previsión apunta a un crecimiento medio del 3,5%**, inferior al 4,1% registrado el año pasado.

**La entrada de turistas**, otro buen indicador de la evolución de la actividad de los servicios de mercado, **registró en el mes de mayo un aumento del 2,2%, sensiblemente por debajo de lo previsto**. Su tendencia que hace dos meses dibujaba una tímida aceleración presenta ahora un crecimiento sostenido débil. Es posible que los dos últimos datos (así como los de transporte aéreo de viajeros) se hayan visto más afectados por el 11M que en el resto de indicadores. **Esperamos que este efecto se diluya en los próximos meses y la variable retome su aceleración para cerrar el ejercicio con un incremento del 1,4%**.

Al cierre de este informe no se han publicado nuevos datos de consumo de gasóleo de automoción, indicador de actividad en el sector servicios.



INDICADORES	2002	2003	Anterior	ULTIMO DATO		Previsión	PREVISION	
	(% anual)	(% anual)	Previsión	Dato	Previsión	Actualizada	Próximos 2 meses	
			2004			2004		
			(% anual)			(% anual)		
IPI General (Indice)	0,2	1,6	2,6	107,0 (May.)	107,5	2,6	106,9 (Jun.)	112,7 (Jul.)
IPI B. Consumo (Indice 29,7%)	2,3	0,5	1,2	105,1 (May.)	106,0	1,0	106,0 (Jun.)	113,6 (Jul.)
IPI B. Equipo (Indice 20%)	-4,9	0,8	2,8	101,5 (May.)	101,2	2,7	100,4 (Jun.)	103,6 (Jul.)
IPI B. Intermedios (Indice 37,4%)	1,4	2,1	2,5	111,2 (May.)	110,7	2,6	109,6 (Jun.)	113,4 (Jul.)
IPI B. Energía (Indice 12,9%)	0,2	3,9	6,0	107,6 (May.)	107,7	6,0	113,1 (Jun.)	119,9 (Jul.)
Consumo de Energía Eléctrica (m.m. kwh)	3,8	4,7	3,8	18.300 (Jun.)	18.448	3,5	19.624 (Jul.)	17.753 (Ago.)
Consumo de Cemento (miles Tm.)	4,7	4,7	3,8	4.435 (Jun.)	4.278	4,0	4.517 (Jul.)	3.565 (Ago.)
Afiliados SS Servicios (miles personas)	4,5	4,1	3,7	8.892 (May.)	8.886	3,5	8.917 (Jun.)	8.990 (Jul.)
Transporte Aéreo de Viajeros (miles)	-1,2	7,4	8,3	15.097 (Jun.)	15.339	8,0	17.029 (Jul.)	18.410 (Ago.)
Consumo de Gasóleo Automoción (Tm.)	6,2	7,8	8,2	1.900 (Mar.)	1.831	8,2	1.802 (Abr.)	1.925 (May.)
Entrada Turistas	4,5	0,2	1,4	4.973 (May.)	4.352	1,4	7.163 (Jun.)	7.299 (Jul.)
<b>OTROS INDICADORES</b>	2001	2002	2003	Último		Media 3 anteriores		
	Diciembre	Diciembre	Diciembre					
Cartera de Pedidos	-17,8	-12,2	-8,2	-5,0 (Jun.)	-10,9			-12,0
Cartera de Pedidos Exterior	-31	-15	-20	-13 (Jun.)	-21			-22,1

## DEMANDA

Los indicadores de consumo privado prosiguen la senda de recuperación. Los últimos datos parecen apuntar a una nueva aceleración aunque esto dependerá de la futura evolución de la confianza de los consumidores. **La inversión empresarial continúa su proceso de aceleración mientras que la inversión en construcción mantiene, aunque a menor ritmo, su desaceleración.** En principio, el aumento del precio del crudo al que hacíamos referencia en el último informe, no ha generado unos efectos significativos en la demanda doméstica.

**En junio, la confianza de los consumidores, indicador adelantado de consumo privado, se ha deteriorado ligeramente respecto de los dos últimos meses, situándose en niveles del último trimestre del año pasado.** A pesar de esto, su tendencia mantiene un crecimiento sostenido. Por componentes, han empeorado tanto las expectativas sobre la situación económica del hogar como la percepción del mercado laboral. A su vez, permanece en niveles muy bajos las expectativas sobre las posibilidades de ahorro de las familias.

**Las disponibilidades de bienes de consumo aumentaron en el mes de abril un 7,7%, en línea con lo esperado.** Su tendencia mantiene una intensa aceleración. **Para el conjunto del año en curso, esperamos que el indicador aumento en torno al 6,1%, visiblemente superior al crecimiento registrado el año pasado que fue del 3,1%.**

Por su lado, **las matriculaciones de automóviles crecieron en junio un 15,2% interanual, en línea con nuestra previsión.** La tendencia exhibe actualmente un crecimiento sostenido muy saludable. **En el conjunto del ejercicio, creemos que aumentará en torno al 10,8%, muy por encima de lo que lo hizo el año pasado (3,5%).**

A su vez, también en el mes de junio, **las ventas de motocicletas se incrementaron en un 57,4%, significativamente por encima de lo previsto.** Con este dato, la variable ha frenado la leve desaceleración que mostraba desde principios de año repuntando de nuevo. Su crecimiento es ahora muy elevado. **En 2004, el indicador acumulará un aumento en torno al 32,5%, superior al 23,7% registrado el año pasado.**

Asimismo, **las ventas en comercios, en términos reales, cayeron en mayo un 0,2% interanual, por encima de nuestra previsión.** Su tendencia ha pasado de dibujar una moderada aceleración a presentar una tímida pérdida de ritmo, debido a este último dato. **Pese a todo, para el conjunto del ejercicio esperamos un comportamiento más positivo, en línea con el resto de indicadores de consumo.** Así, **nuestra previsión para 2004 es de un crecimiento del 3,6%, superior al 2,9% de 2003.**

Como comentamos en el informe anterior, una vez disipadas las dudas que provenían del indicador de disponibilidades de bienes de equipo, parece que la recuperación de la inversión empresarial se está consolidando.

De este modo, **las disponibilidades de bienes de equipo aumentaron durante el mes de abril un 13,0%, notablemente por encima de lo esperado.** Su tendencia presenta un intenso crecimiento acelerado. **Por ello, aumentamos nuestra previsión de crecimiento acumulado para el conjunto del año hasta el 6,5%, frente al 5,4% de 2003.**

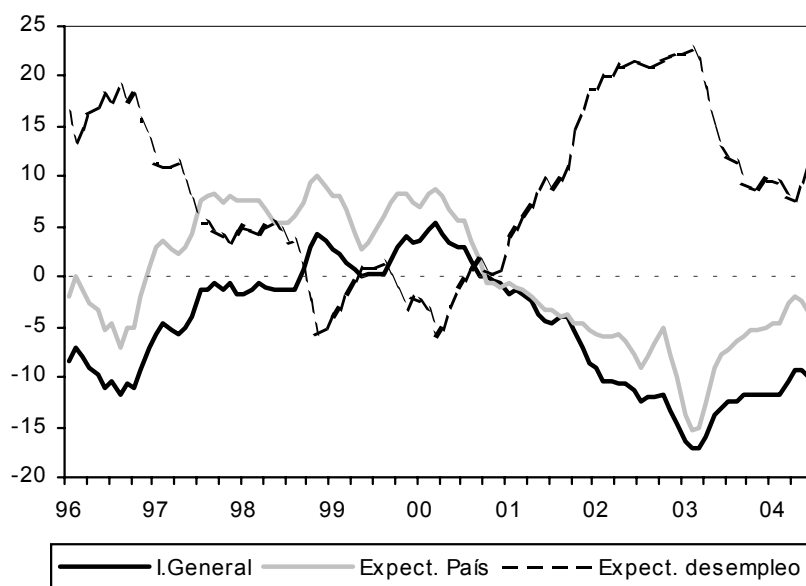
Por su parte, **la matriculación de vehículos de carga**, otro buen indicador de inversión en bienes de equipo, **creció durante el mes de junio un 15,6%, por encima de lo previsto**. Este dato rompe con la línea marcada por los tres anteriores, que habían sido ligeramente negativos. La tendencia, que el informe pasado presentaba una tenue desaceleración, muestra ahora un elevado crecimiento sostenido. **Para el ejercicio en curso esperamos un incremento del 14,0%**, levemente superior al 13,5% registrado el año pasado.

**En cambio, el análisis de los indicadores adelantados muestra que la inversión empresarial puede frenarse levemente en el segundo semestre**. El último dato de expectativas de producción industrial, correspondiente al mes de junio, ha sido ligeramente peor de lo esperado poniendo fin a una secuencia de cuatro datos positivos consecutivos. Asimismo, la cartera de pedidos de bienes de equipo ha registrado también un dato negativo en este mismo periodo.

En cuanto a la inversión en construcción se refiere, **el consumo aparente de cemento, su principal indicador, ha acumulado en la primera mitad del año un crecimiento del 4,2%**. Su tendencia ha frenado la moderada desaceleración que dibujaba en los últimos tiempos y muestra actualmente un crecimiento sostenido. **Sin embargo, esperamos que se inicie de nuevo el proceso de suave pérdida de ritmo en la segunda mitad del año**. Para el presente ejercicio esperamos un crecimiento que se sitúe en torno al 4,0%.

Por su parte, el número de visados de nueva vivienda creció durante el mes de marzo un 17% en tasa interanual. El dato ha sido muy positivo y su tendencia, que el mes pasado mostraba una suave desaceleración, experimenta ahora un crecimiento sostenido en torno al 10%. En 2004, el indicador aumentará en un 9,5%, muy inferior al incremento del 21,4% de 2003.

CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES  
 Media Móvil Trimestral



INDICADORES	Anterior Previsión 2004			ULTIMO DATO MENSUAL		Previsión Actualizada 2004 (%anual)	PREVISION	
	2002 (%anual)	2003 (%anual)	(%anual)	Dato	Previsión		Próximos 2 Meses	
<b>CONSUMO</b>								
Disponibilidades Manufacturas de Consumo	4,6	3,1	5,4	6.979 (Abr.)	7.337	6,1	6.764 (May.)	6.822 (Jun.)
Venta de Coches	-7,3	7,4	8,6	158.900 (Jun.)	155.837	10,8	182.499 (Jul.)	98.125 (Ago.)
Matriculación Motocicletas (Unidades)	-2,8	23,7	24,3	13.200 (Jun.)	10.158	32,5	13.604 (Jul.)	8.269 (Ago.)
Ventas en Comercios Deflactado	2,6	2,9	3,7	118,0 (May.)	123.50	3,6	123,8 (Jun.)	128,4 (Ago.)
<b>INVERSION</b>								
Disponibilidades de Bienes de Equipo	-4,0	5,2	5,0	2.896 (Abr.)	2.733	6,5	2.831 (May.)	2.799 (Jun.)
Matriculación de Vehículos Carga	-6,0	13,5	12,8	34.219 (Jun.)	23.825	14,0	37.300 (Jul.)	23.398 (Ago.)
Viviendas a Construir Visados (miles)	4,3	21,4	9,5	63,9 (Mar.)	58,0	9,5	55,9 (Abr.)	66,0 (May.)
Consumo de Cemento (miles Tm.)	4,7	4,7	3,8	4.435 (Jun.)	4.278	4,0	4.517 (Jul.)	3.565 (Ago.)
<b>OTROS INDICADORES</b>								
	2001 Diciembre	2002 Diciembre	2003 Diciembre	Último	Anterior		Media 3 Anteriores	
Confianza Consumidores	-8	-16	-11	-11 (Jun.)	-9		-9	

## PRECIOS Y SALARIOS

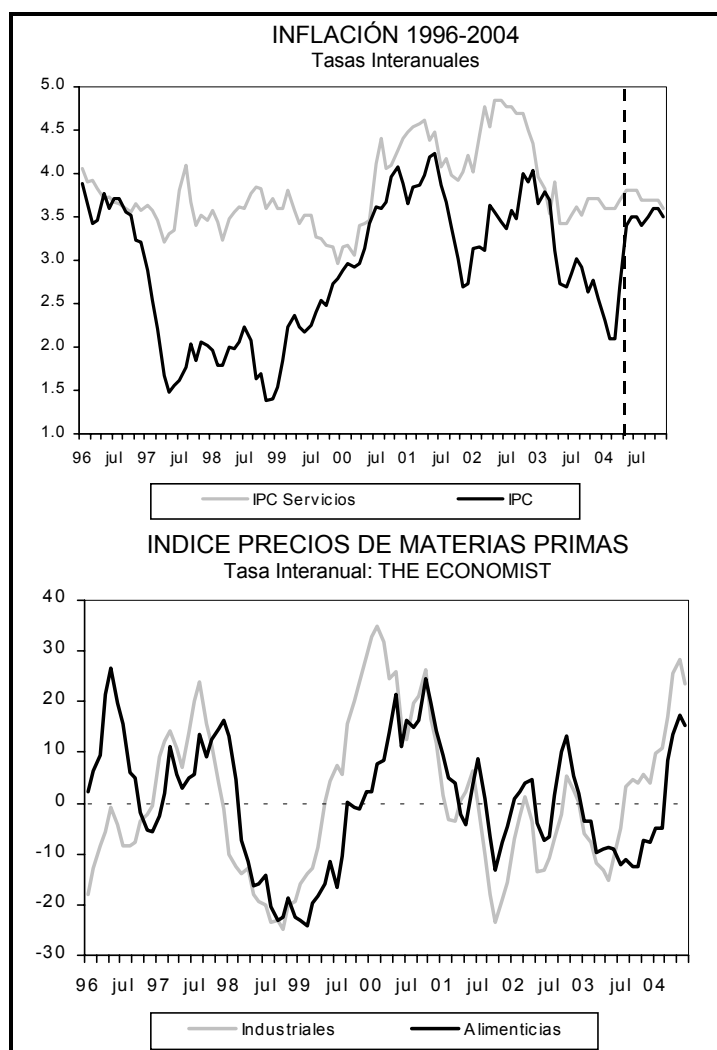
El IPC aumentó en junio dos décimas, tal como preveíamos, y la tasa de inflación se ha elevado al 3,5%. La inflación subyacente se ha situado en el 2,8%, también de acuerdo con nuestras previsiones, habiéndose elevado una décima respecto al mes anterior. **El diferencial de inflación con la media de la Unión Monetaria ha vuelto a elevarse y se encuentra ya en 1,1 puntos porcentuales**, muy por encima del registrado en el primer trimestre de este año.

Pese a que el componente energético no ha sufrido modificación respecto al mes anterior, su tasa interanual se ha vuelto a elevar (en junio de 2003 había caído seis décimas) y se encuentra ya en el 7,2%. **Los precios industriales no energéticos, que representan casi un tercio del índice general, siguen su aceleración** y registran ya una tasa de inflación del 1,1%, frente al 0,5% del primer trimestre del año. **Los precios de los servicios, que representan casi otro tercio, mantienen una tasa sostenida en el rango 3,6%-3,8% desde mediados del pasado ejercicio.** Por último, **los precios de los alimentos se han comportado en línea con lo esperado, registrando una tasa de inflación del 4,8%, la misma que en el mes anterior.** Ha sido algo mayor de la esperada la de los alimentos elaborados y algo más baja la de los alimentos frescos, que ha bajado del 7,0% al 6,2%.

Creemos que en el segundo semestre del año la tasa de inflación va a oscilar ligeramente alrededor del 3,5%, tasa con la que acabará el ejercicio. Con ello la inflación media será del 3,1%. La inflación subyacente será en diciembre del 3,0% con una media anual del 2,8%. **Estas previsiones están hechas bajo el supuesto de que el precio del petróleo se mantendrá entre los 34\$ y los 40\$ por barril.** Contiene, también, un supuesto de ligera desaceleración de los precios de los alimentos frescos, que en los últimos ejercicios había sido el componente más alcista.

No han aparecido los datos del IPRI correspondientes a junio. **En mayo estos precios industriales de producción aumentaron siete décimas y su tasa interanual subió al 3,8%** (del 2,6% del mes anterior). A ello contribuyó el encarecimiento energético y de las materias primas industriales en general, lo que se reflejó en la elevación de los componentes de energía y de bienes intermedios. Pero también el componente de bienes industriales de consumo, que ya había experimentado una mayor tasa de inflación en el mes anterior, en mayo volvió a elevar su crecimiento al 3,1%. **Creemos que el IPRI mantendrá las actuales tasas de inflación durante buena parte del año, para reducirse levemente en los últimos meses.**

**En lo que va de año, los incrementos salariales pactados en convenio se han situado en el 2,9%**, frente al 3,5% del año anterior. Como ya dijimos en el anterior Informe, **en el primer trimestre del año el coste salarial por persona ha aumentado un 3,2% respecto al mismo período del 2003.** Una parte de este último aumento se debe a la activación de las cláusulas de revisión por diferencias en la inflación, que este año han sido relativamente poco importantes por la reducción de la inflación a finales de 2003. Sin embargo, la reciente evolución de los precios, va a suponer tanto una elevación de los incrementos salariales que quedan por pactar, como una mayor importancia de las cláusulas de revisión a principios del próximo ejercicio.



	2002	2003	Previsión anterior 2004	ULTIMO DATO MENSUAL		Previsión Actualizada 2004	PREVISION Próximos Meses	
	med / int	med / int		med / int	Dato		Previsión	med / int
IPC General	3,5 / 4,0	3,0 / 2,6	3,1 / 3,6	0,2 (Jun.)	0,2	3,1 / 3,5	-0,6 (Jul.)	0,4 (Ago.)
IPC Subyacente	3,7 / 3,5	2,9 / 2,5	2,7 / 3,0	0,2 (Jun.)	0,2	2,7 / 3,0	-0,9 (Jul.)	0,2 (Ago.)
IPC Servicios	4,6 / 4,4	3,6 / 3,6	3,7 / 3,5	0,4 (Jun.)	0,3	3,7 / 3,6	0,6 (Jul.)	0,6 (Ago.)
IPC Industriales sin Energía	2,5 / 2,5	2,0 / 1,1	1,2 / 1,9	-0,1 (Jun.)	0,0	1,1 / 1,6	-3,0 (Jul.)	-0,3 (Ago.)
IPC Energía	-0,5 / 5,7	1,4 / 0,0	4,5 / 7,7	0,0 (Jun.)	0,8	3,9 / 6,7	-0,2 (Jul.)	0,5 (Ago.)
IPC Alimentos	4,8 / 4,6	4,0 / 3,9	4,3 / 4,3	0,1 (Jun.)	0,1	4,3 / 4,6	0,4 (Jul.)	0,7 (Ago.)
Precios Industriales	0,8 / 2,0	1,4 / 1,1	2,6 / 2,4	0,7 (May.)	0,2	2,6 / 2,4	-0,4 (Jun.)	0,2 (Jul.)
Salarios Convenios (Tasa Acumulada)	3,1	3,5		2,9 (2°Tri.)				

## EMPLEO Y PARO

### Registro de Paro del INEM

El número de parados registrados en el INEM disminuyó en junio en 28 mil personas, por encima de nuestra previsión, que era de 13 mil. Con ello, el número de parados representan este mes un 1,6% superior al que se produjo hace un año, una diferencia inferior a la que se había registrado en los dos meses anteriores, que era del 2,8%. Parece, por tanto, que se ha desacelerado de nuevo el aumento del paro.

Respecto al mismo mes del año anterior, en junio ha disminuido el número de parados procedentes de todos los sectores, excepto el de procedentes de la agricultura que ha aumentado ligeramente. También lo ha hecho el de los parados sin empleo anterior. Los parados procedentes de los servicios y de la construcción han disminuido por encima de las 30 mil personas.

Esperamos que a lo largo de 2004 el número de parados registrados en el INEM será ligeramente superior al que se ha producido en 2003. Nuestra previsión, con los datos disponibles hasta el momento, es de un crecimiento medio del paro del 1,5%, con un volumen de paro en diciembre un 0,6% superior al registrado a finales de 2003. Esto supondría una desaceleración respecto a lo sucedido el año pasado, cuando el crecimiento medio del paro fue del 2,2% y en diciembre era un 1,4% mayor del registrado en el mismo mes del año anterior. Lo que resulta coherente con el hecho de que seguimos esperando un crecimiento del PIB en este ejercicio ligeramente superior al registrado el año pasado.

### Encuesta de la Población Activa

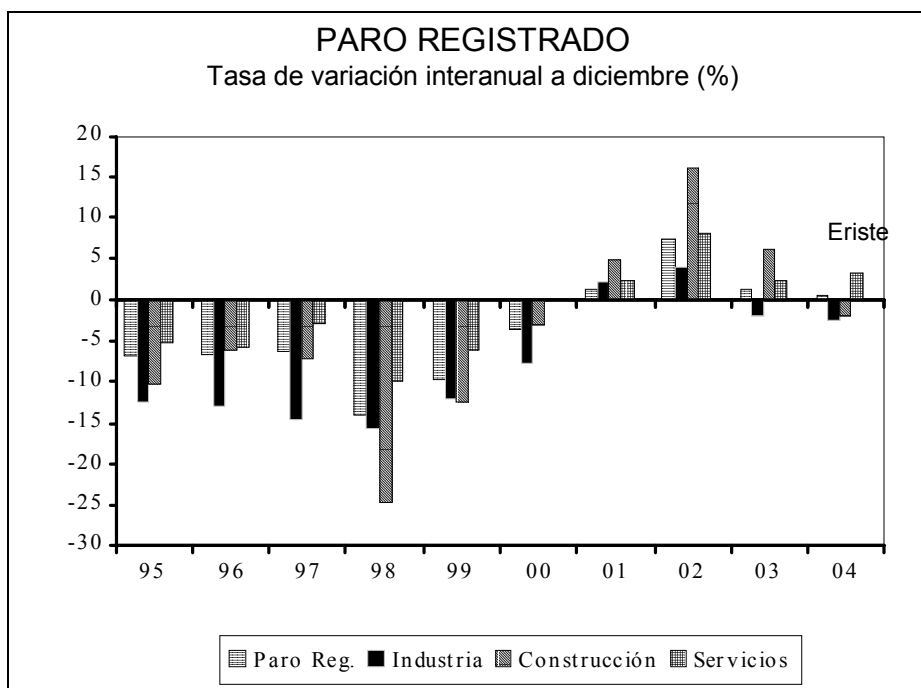
Según la Encuesta de Población Activa (EPA), el número de ocupados aumentó en el primer trimestre de 2004 en 420 mil personas, un 2,6% superior con respecto al mismo trimestre del año anterior y ligeramente inferior al previsto. Esto supone una tenue pérdida de ritmo con respecto al crecimiento interanual registrado en el segundo semestre de 2003, que fue de un 2,9%.

Por sectores de actividad y en perspectiva anual, todo sigue similar que en los trimestres anteriores: la creación de empleo se debe, principalmente, al sector servicios y a la construcción, ya que el agrario y la industria siguen destruyendo empleo. El debilitamiento e incertidumbre en la recuperación de la actividad agraria e industrial está limitando la creación de puestos de trabajo en estos sectores. Por su parte, se consolida en la construcción el cambio de tendencia que se produjo a comienzos de 2003. En los servicios el aumento interanual fue del 4,2%, levemente inferior al previsto, mientras que en la construcción el incremento fue del 3,2%, en línea con lo esperado. Por su parte, la caída de los empleos agrícolas e industriales, 0,7% y 2,3%, respectivamente, han estado dentro de lo previsto. Se mantiene en este primer tramo del año la aceleración en los ocupados a tiempo parcial, que aumentaron un 6,7% interanual, aunque como es tradicional, éste se debe principalmente al sector servicios.

Comparando con el mismo trimestre del año anterior, **el número de parados ha disminuido, por primera vez en los últimos dos años, con lo que parece consumarse la desaceleración que empezó a registrarse en la segunda mitad de 2003.** La caída interanual ha sido del 0,9%, en línea con lo previsto. Por su parte, **la población activa ha aumentado un 2,2%, levemente inferior a lo esperado,** y se mantiene el proceso de suave desaceleración iniciado el pasado año.

Con todo, **la tasa de paro se ha situado en el 11,4%** en este primer trimestre de 2004, **en línea con lo previsto,** y dos décimas superior a la registrada en el trimestre anterior. No obstante, este aumento se debe, principalmente, a un factor estacional, por lo que no lo valoramos negativamente. Si la comparamos con la tasa registrada en el mismo periodo de 2003, la tasa de paro disminuyó cuatro décimas.

Debido el poco desvío de los datos de nuestras previsiones y al no haber cambiado nuestro cuadro macroeconómico anual, **mantenemos inalterado nuestro escenario para 2004:** la creación de empleo medio se situará en torno al 2,5%, el número de parados, tras dos ejercicios consecutivos de aumento, caerá levemente, en torno al 0,5%, y la población activa mantendrá una suave desaceleración al crecer un 2,2%. **Con todo, la tasa de paro podría alcanzar el 10,9% en el último trimestre del año, con un promedio del 11,0%.**



	Dato		ULTIMO DATO MENSUAL		Previsión	Previsión Próximos 2 Meses	
	2002 (miles)	2003 (miles)	JUN. (Dato)	2004 (Prev.)	2004	Jul.	Ago.
<b>REGISTRO PARO INEM</b> (miles de personas)							
Paro Registrado Total	1.688	1.712	-28	-12	1.719	-29	-5
Paro Agricultura	38	38	0	0	38	-3	-1
Paro Industria	270	264	-8	-5	258	-4	7
Paro Construcción	200	212	-8	-2	207	-1	9
Paro Servicios	945	969	-16	-9	999	-10	-12
Paro sin Empleo Anterior	235	229	3	3	217	-12	-8
		Anterior Prevision	1 Trim. 2004		2004		
<b>ENCUESTA POBLACIÓN ACTIVA</b> (miles de personas)	2003 (%anual)	2004 (% anual)	(Dato)	(Prev.)		2T-04	3T-04
Ocupados	2,7	2,7	16.853	16.887	2,5	17.045	17.268
Población Activa	2,6	2,4	19.017	19.035	2,2	19.167	19.338
Parados	2,2	-0,2	2.164	2.149	-0,5	2.123	2.070
Ocupados no Agrícolas	3,0	2,9	15.888	15.906	2,7	16.122	16.379
Ocupados Industria	-0,9	-4,4	3.073	3.000	-1,2	3.083	3.113
Ocupados Construcción	3,7	3,1	2.009	2.017	2,4	2.037	2.043
Ocupados Servicios	4,1	5,0	10.807	10.889	4,0	11.002	11.223

Nota: Los datos anuales de paro registrado son niveles de diciembre y los mensuales son variaciones mensuales en miles de personas. Los datos anuales de EPA son tasas de crecimiento medio y los trimestrales miles de personas.

## SECTOR EXTERIOR

Los datos de Balanza de Pagos de abril muestran continuidad en la expansión de los flujos comerciales con el exterior, experimentando, al igual que en meses anteriores, mayor crecimiento de las importaciones en relación a las exportaciones.

Los pagos por compras en el exterior acumulan hasta abril un aumento en términos nominales del 7,8% respecto al mismo periodo de 2003. Por su parte, los ingresos provenientes de las exportaciones han crecido hasta abril a una tasa anual del 6,7% anual.

El Registro de Aduanas presenta un crecimiento en las exportaciones de un 3,5% en términos nominales. Las importaciones acumuladas hasta abril aumentaron un 8,3% respecto al mismo periodo del año anterior.

Por tipo de bienes, las importaciones de bienes de consumo han acelerado su ritmo de crecimiento hasta el 15,6%, dato que dista del registrado hasta abril de 2003 (7,9%). Las importaciones de bienes intermedios continúan acelerando su ritmo de crecimiento, hasta abril mostraron un aumento de un 4,2% acumulado. Las importaciones de bienes de capital, que acumulan un aumento del 11,2% anual, muestran indicios de suave moderación.

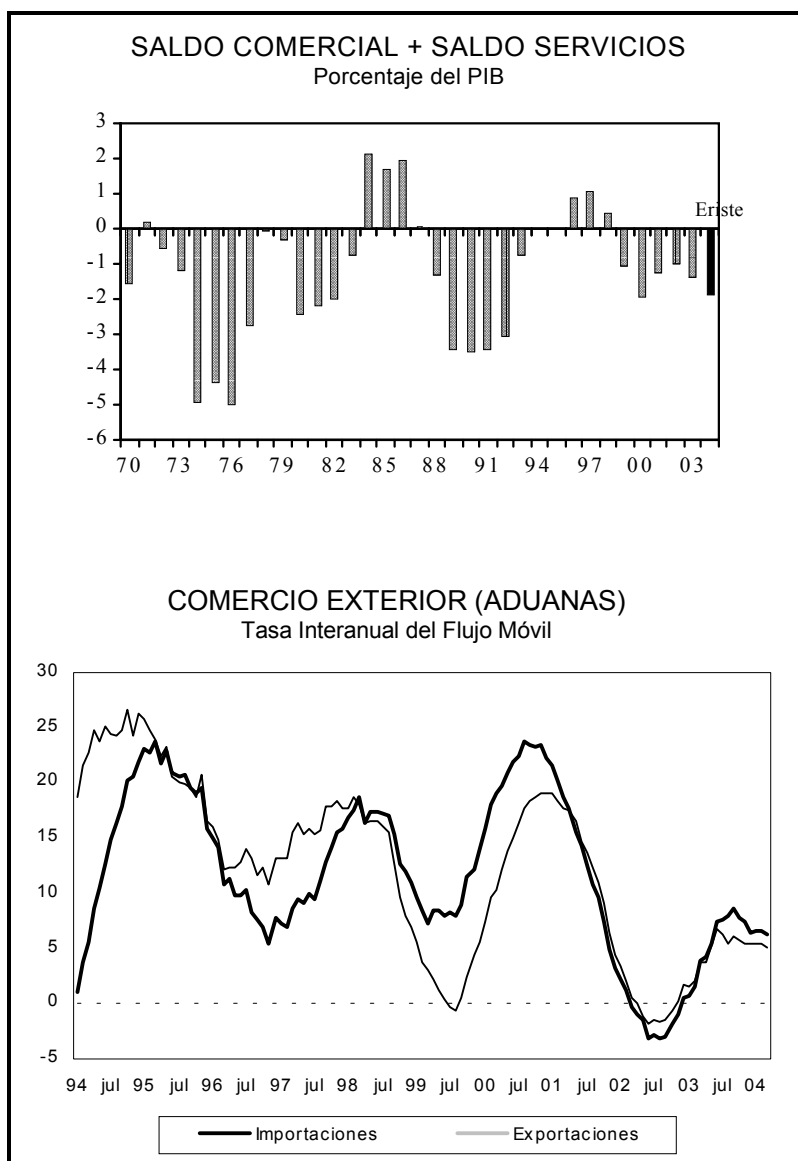
Las exportaciones de bienes de consumo están moderando su crecimiento. Hasta abril acumulan un aumento del 0,6%. Las exportaciones de bienes de capital también se han desacelerado creciendo un 8,6% anual. Por otra parte, las exportaciones de bienes intermedios han crecido un 4,8% anual.

Por zonas geográficas, las exportaciones destinadas a la Zona Euro exhibieron una desaceleración en el ritmo de crecimiento del 2,2%. Fuera de la Eurozona se observó una ralentización mostrando un crecimiento del 7,0%. Por otro lado, las exportaciones a Estados Unidos mantienen una tendencia negativa. En abril han caído un 1,7%. Las exportaciones a Japón acumulan un crecimiento de 28,8%.

En cuanto a las exportaciones dirigidas a nuestros mayores socios europeos, podemos decir, que aquellas exportaciones dirigidas a Alemania cayeron un 0,3% hasta abril, mientras que, hasta el mismo mes del año anterior se dibujaba un crecimiento acumulado del 10,0%. Asimismo, el ritmo de crecimiento de las exportaciones a Francia se mantuvieron constantes en 1,2%.

En cuanto al resto de los componentes de la Balanza de Pagos, destacamos que los ingresos por turismo registraron un crecimiento acumulado del 2,3%, lo que implica una desaceleración respecto al dato acumulado anterior. Por otra parte, el déficit de las rentas ha mostrado cierta disminución.

Por lo tanto, nuestro escenario para 2004 apunta a: i) un crecimiento del déficit comercial de aproximadamente de 41,2 mil millones de euros, un 5,2% del PIB previsto para 2004; ii) un superávit de servicios de 26,1 mil millones de euros, un 3,3% del PIB, generado por un superávit en la balanza de servicios turísticos de 29 mil millones de euros, un 3,7% del PIB; iii) un déficit de rentas de 9,0 mil millones y un superávit de transferencia de alrededor de mil millones de euros. Con todo esto el déficit por cuenta corriente para el ejercicio en curso se situará alrededor de los 22,1 mil millones de euros, un 2,8% del PIB esperado para 2004.



DATOS ACUMULADOS(*)					Anterior Prevision	ULTIMO DATO MENSUAL		Previsión Actualizada	PREVISIÓN	
	2001	2002	2003	2004		Abril		2004	Próximos meses	
						Dato	Prev.		May.	Jun.
Balanza Comercial	-35.265	-34.959	-38.191	-39.000		-13.611	-12.068	-41.200	-17.924	-22.263
Servicios	27.138	26.247	27.392	26.700		5.600	5.935	26.100	8.205	10.590
Turismo	29.971	28.524	29.557	29.500		7.137	7.229	29.000	9.985	12.671
Otros Servicios	-2.833	-2.277	-2.165	-2.800		-1.537	-1.293	-2.900	-1.780	-2.081
Rentas	-10.655	-11.495	-11.779	-11.000		-2.442	-2.679	-9.000	-2.647	-3.410
Transferencias	1.836	2.435	595	1.100		1.712	1.213	2.000	1.824	1.915
Balanza Cuenta Corriente	-16.947	-17.772	-21.983	-22.200		-8.741	-7.598	-22.100	-10.542	-13.168

(\*) Millones de Euros

## **PARTE III:**

### **MERCADOS FINANCIEROS:**

#### **TIPOS DE INTERÉS: EUROMERCADO Y MERCADO DE DEUDA PÚBLICA**

## TIPOS DE INTERÉS

### MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

En las últimas semanas, los tipos de interés de la deuda pública española han mostrado una tendencia bajista, aunque los descensos producidos no han sido muy importantes. Los tipos de interés a plazos alrededor de uno y diez años, se han reducido 8 puntos básicos, y los tipos a medio plazo (tres y cinco años) se han reducido quince puntos básicos. Por otra parte, los tipos a más corto y largo plazo, inferiores al año y superiores a diez años se han mantenido constantes. Similares descensos se han producido en otros mercados de deuda europeos, produciéndose ligeros aumentos en el precio de todas las referencias.

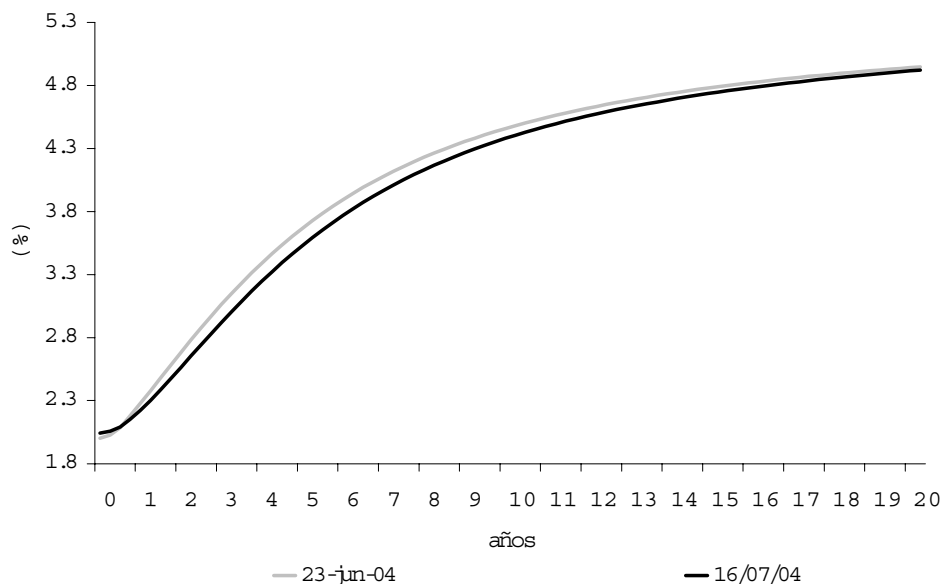
El perfil de la ETTI española sigue siendo creciente a partir del plazo de seis meses, por lo que se mantienen expectativas alcistas de tipos. Cabe señalar no obstante que respecto a finales de junio el mercado ha revisado a la baja sus previsiones. El tipo de interés forward implícito a plazo de un día en el horizonte de diciembre de 2004, es ahora del 2,21%. La diferencia entre el tipo de contado a 1 día y el forward a un día en diciembre de 2004 es ahora de 22 puntos básicos. Ello pone de manifiesto que el mercado espera un aumento de tan solo 25 puntos básicos. A finales de junio, las previsiones del mercado apuntaban a un aumento de 50 puntos básicos.

Dada la coyuntura actual las previsiones del mercado parecen bastante razonables. Según las estimaciones realizadas por el (Instituto francés) (Insse) alemán IFO e italiano (Isae) el PIB de la zona euro ha crecido un 0,5% en el segundo trimestre de 2004, un ritmo algo inferior al alcanzado en el primer trimestre. De cara a próximos trimestres no se espera una aceleración de la actividad por lo que no es aconsejable el endurecimiento de la política monetaria.

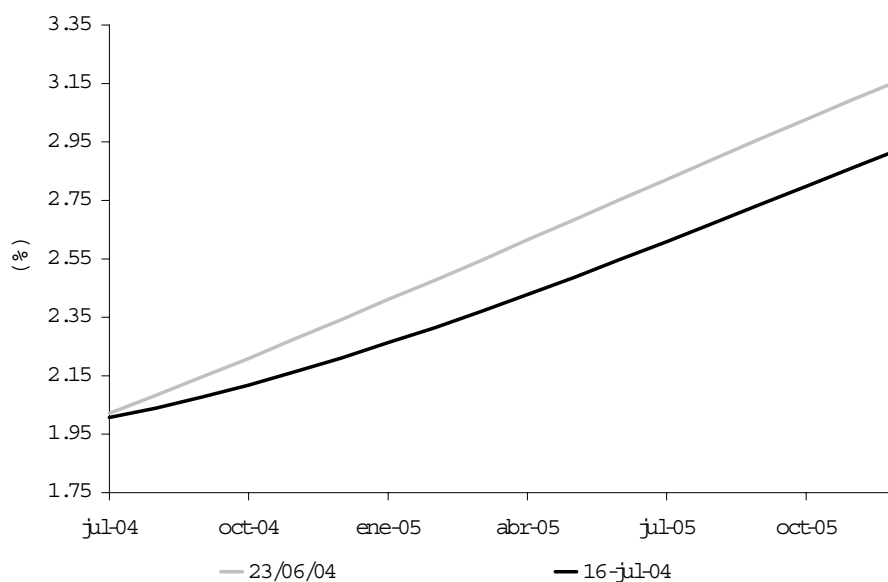
De cara a 2005 se esperan mayores subidas. El tipo forward implícito a un día en diciembre de 2005 es del 2,92%. La diferencia entre el tipo de contado a un día y este tipo forward es de 100 puntos básicos, lo que refleja que en el horizonte de año y medio el mercado espera un aumento de tipos de un punto. De cumplirse tales previsiones el tipo de interés oficial del dinero se situará a finales de 2005 en el 3,0%.

	Tipos cupón cero	Tipos cupón cero esperados para :	
		D ic.04	D ic.05
1 día	1.99	2.21	2.92
1 m es	2.01	2.24	2.95
3 m eses	2.04	2.29	3.02
6 m eses	2.10	2.37	3.11
1 año	2.25	2.55	3.29
3 años	2.96	3.26	3.89
5 años	3.54	3.80	4.29
10 años	4.36	4.50	4.79

ESTRUCTURA TEMPORAL DE TIPOS DE INTERÉS



EXPECTATIVAS DEL TIPO DE INTERÉS A 1 DÍA



## **TIPOS DE INTERÉS DEL EUROMERCADO**

### **Tipos de interés del euromercado en dólares**

La economía estadounidense ha crecido a un buen ritmo en el segundo trimestre de 2004, si bien creemos que lo ha hecho a un ritmo menor al mostrado entre enero y marzo. Según nuestras estimaciones el PIB ha crecido un 0,8 intertrimestral (1,0% en el primer trimestre).

El aumento del PIB ha estado sustentado por el consumo privado y la inversión empresarial que han crecido a sendas tasas del 4,2% y 8,5% interanual. El desempeño de estos dos componentes ha sido bastante bueno aunque los dos, y sobretodo el consumo, muestran indicios de moderación.

Además de los datos publicados que manifiestan moderación de los principales componentes de demanda (consumo e inversión) otros factores asociados al futuro de la política monetaria y la política fiscal anticipan también que la actividad económica se ralentizará en los próximos meses.

En este contexto no es de extrañar que en las últimas semanas la tendencia de los tipos de interés haya sido a la baja, y ello pese a la decisión de la FED de subir el tipo de interés 25 puntos básicos, situándolo en el 1,25%.

Los tipos a corto plazo del euromercado apenas reaccionaron a esta medida por estar ya descontada. Los tipos a 1 y 3 meses aumentaron 12 y 6 puntos básicos respectivamente, mientras que los tipos a 9 meses y 1 año se han reducido 6 y 8 puntos básicos. Mayores descensos se han producido en el mercado de futuros. Los contratos a 3 meses para diciembre de 2004, marzo y junio de 2005 se han reducido alrededor de 25 puntos básicos. El contrato de septiembre lo ha hecho 15 puntos básicos.

El descenso de los tipos de interés refleja que los inversores han revisado a la baja su escenario de tipos en dólares. Las previsiones ahora son de subida de 25 puntos básicos para septiembre y otros 50 puntos básicos para diciembre. Según el euromercado la tasa objetivo de fondos federales se situará en el 2,0% a finales de año.

### **Tipos de interés del euromercado en euros**

En julio, los tipos de interés del euromercado en euros han mostrado una tendencia a la baja, aunque los descensos producidos en el mercado de contado han sido pequeños. Las caídas observadas oscilan entre los dos puntos básicos del tipo a seis meses y los 8 puntos del tipo a 1 año.

El perfil de la ETTI sigue siendo creciente en todos los plazos aunque se ha reducido su pendiente, que se ha situado en 28 (36 puntos básicos en junio). Dicho perfil refleja que las expectativas siguen siendo alcistas.

En el mercado de futuros los descensos han sido mucho mayores. El contrato a 3 meses para diciembre de 2004 se ha reducido 17 puntos básicos, y los contratos de marzo y junio de 2005 lo han hecho 23 y 26 puntos básicos respectivamente. El contrato de septiembre también se ha reducido pero lo ha hecho en una cuantía menor, apenas 7 puntos básicos.

El descenso de los tipos de interés en euros refleja que los inversores han revisado a la baja sus previsiones de subidas de tipos de interés. Para finales de año el mercado espera ahora un aumento de 25 puntos básicos. Hace un mes se esperaba un aumento de 50 puntos básicos. De cara al 2005 se esperan nuevas subidas que serán de 25 puntos básicos para marzo y otros 25 para junio. De cumplirse tales previsiones, el precio del dinero en la zona euro se situaría en el 2,75% a mediados del próximo año.

### **Tipos de interés del euromercado en libras, francos suizos y yenes**

Al igual que los tipos en euros y dólares, los tipos de interés en libras y francos suizos han mostrado una tendencia descendente. En el mercado de contado las caídas han sido pequeñas, no así en el mercado de futuros donde se han registrado descensos importantes.

El tipo a 3 meses de los contratos de septiembre y diciembre de 2004 se ha reducido alrededor de 20 puntos básicos en ambas divisas. Pese a ello las previsiones del mercado siguen siendo alcistas. En el horizonte de estos contratos los aumentos previstos en ambas divisas son de 25 puntos básicos y 50 puntos básicos respectivamente.

En 2005 la tendencia prevista también es alcista. Para mediados del próximo año se espera un aumento adicional de 25 puntos básicos. En yenes apenas se han observado cambios, ni en futuro ni en contado.

<b>FUTUROS SOBRE TIPOS DE INTERES A 3 MESES</b>					
<b>22/06/04</b>	<b>Contado</b>	<b>Sept.04</b>	<b>Dic.04</b>	<b>Mar.05</b>	<b>Jun.05</b>
<b>Dólar EEUU-(IMM)</b>	1.56	2.08	2.62	3.09	3.49
<b>Euro</b>	2.12	2.23	2.48	2.75	3.01
<b>F. Suizo (LIFFE)</b>	0.46	0.88	1.27	--	--
<b>L. Esterlina (LIFFE)</b>	4.83	5.15	5.36	5.51	5.60
<b>Yen (IMM)</b>	0.05	0.10	0.15	0.23	--
<b>18/07/04</b>	<b>Contado</b>	<b>Sept.04</b>	<b>Dic.04</b>	<b>Mar.05</b>	<b>Jun.05</b>
<b>Dólar EEUU-(IMM)</b>	1.62	1.93	2.37	2.77	3.15
<b>Euro</b>	2.12	2.16	2.31	2.52	2.75
<b>F. Suizo (LIFFE)</b>	0.50	0.77	1.06		
<b>L. Esterlina (LIFFE)</b>	4.82	5.04	5.22	5.25	5.44
<b>Yen (IMM)</b>	0.05	0.09	0.11	0.17	

**PREVISIONES DE TIPOS PARA SEPTIEMBRE y DICIEMBRE de 2004 (obtenidas a partir de futuros a 3 meses)**

<b>PARA SEPTIEMBRE DE 2004</b>					<b>Variaciones previstas respecto a tipos actuales (p.b.)</b>		
	<b>a 3 meses</b>	<b>a 6 meses</b>	<b>a 9 meses</b>	<b>a un año</b>	<b>3 meses</b>	<b>6 meses</b>	<b>12 meses</b>
Dólar EEUU-(IMM)	1.93	2.15	2.36	2.55	31	27	24
Euro	2.16	2.23	2.33	2.43	4	5	8
F. Suizo (LIFFE)	0.77	0.91			27	21	
L. Esterlina (LIFFE)	5.04	5.13	5.17	5.24	22	11	-1
Yen (IMM)	0.09	0.10	0.12		4	3	-9
<b>PARA DICIEMBRE DE 2004</b>	<b>a 3 meses</b>	<b>a 6 meses</b>	<b>a 9 meses</b>				
				<b>3 meses</b>	<b>6 meses</b>		
Dólar EEUU-(IMM)	2.37	2.57	2.86	75	69		
Euro	2.31	2.41	2.58	19	23		
F. Suizo (LIFFE)	1.06			56			
L. Esterlina (LIFFE)	5.22	5.23	5.34	40	21		
Yen (IMM)	0.11	0.14		6			