

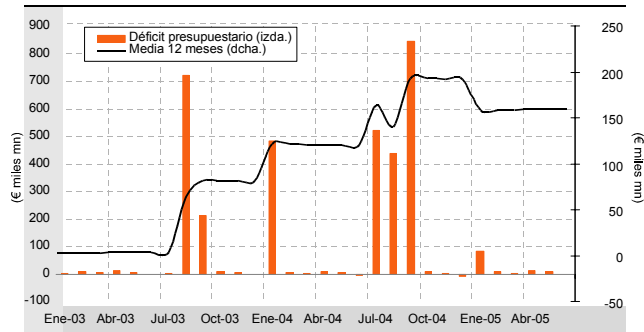
THE IBERIAN MACRO OBSERVER

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

Juan José Fernández
(34) 91 289 3704
juanjosefernandezg@gruposantander.com

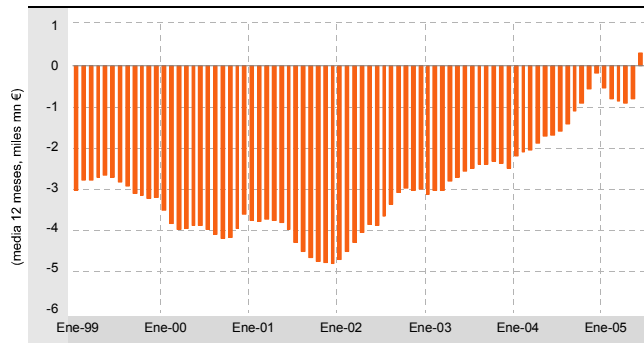
Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespasa@gruposantander.com

España – Déficit presup.. (Cont. Nacional), 1999-2005



Fuentes: Ministerio de Economía y Santander Investment Bolsa.

España – Déficit presupuestario (Caja), 1999-2005



Fuentes: Ministerio de Economía y Santander Investment Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana:

En EEUU:

- (1) El ISM debería avanzar 54 puntos
- (2) No esperamos presiones en el deflactor del consumo subyacente
- (3) Las solicitudes de subsidio rondarían las 315.000
- (4) Los pedidos de fábrica deberían arrojar un fuerte incremento
- (5) Sólido informe de empleo con una creación de empleo en torno a 180.000

En la zona euro:

- (1) Escaso avance del PMI manufacturero de la zona euro
- (2) Los pedidos de fábrica en Alemania podrían dispararse
- (3) Los precios de producción industrial de la zona euro subirían en el índice general
- (4) El PMI de servicios de la zona euro debería mejorar en julio
- (5) El BCE mantendría su política de "esperar hasta ver qué pasa"

- En **Portugal** no se publicaron indicadores importantes, pero una crisis en el Gobierno atraía todas las miradas: el Primer Ministro, José Sócrates, obligaba al ministro de Economía a dimitir y nombraba a Fernando Teixeira dos Santos como sucesor. Teixeira dos Santos ha dirigido la CMVM (comisión de vigilancia del mercado de valores en Portugal) y fue viceministro de Economía en la segunda mitad de los años noventa.

- En **España** el Gobierno elevaba sus estimaciones de crecimiento del PIB para 2005 (del 2,9% al 3,3%) y 2006 (del 3,0% al 3,3%). Los últimos datos de desempleo revelan mayor creación de empleo: en el 2T05 hubo una creación neta de 402.300 puestos, con la tasa de desempleo en el 9,3%.

- **La semana en EEUU.** Datos positivos de nuevo: (1) los indicadores económicos adelantados y las revisiones apuntan a un crecimiento sólido; (2) los pedidos de bienes duraderos se disparan; (3) cae ligeramente la confianza del consumidor, aunque se mantiene fuerte; (4) el Libro Beige habla de fuerte crecimiento sin inflación; y (5) el avance del PIB del 2T05 sitúa la economía en el camino correcto.

- **La semana en la zona euro.** Los datos apuntan a una recuperación en el 2S05: (1) las mejoras registradas en las encuestas del INSEE, IFO, ISAE y Comisión Europea son coherentes con un entorno de recuperación; (2) sin presiones inflacionistas en la tasa subyacente en la zona euro a corto plazo; y (3) avance generalizado de los indicadores de confianza de la zona euro.

- En el *Rincón macro* analizamos las cuentas públicas españolas. El buen comportamiento de los ingresos en los últimos meses y las revisiones del PIB permitirían mantener el buen estado de las cuentas públicas españolas en lo que queda de año.

LA SEMANA PASADA

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
Lunes 25-Julio	16:00	EEUU	Viviendas de Segunda Mano (mn)	Jun	7,13	7,13	7,33
Martes 26-Julio	9:00	España	Precios de producción (m/a)	Jun	-0,1/4,2	–	0,3/4,4
	9:30	Italia	Confianza empresarial	Jul	84,2	84,7	86
	10:00	Alemania	IFO-Clima empresarial	Jul	93,3	93,9	95
	10:00	Alemania	IFO-Condiciones actuales	Jul	93,7	93,9	94,9
	10:00	Alemania	IFO-Expectativas	Jul	92,9	94	95
	14:20	Alemania	Índice de precios de consumo (m/a)	Jul P	0,1/1,8	0,3/1,9	0,4/1,9
	16:00	EEUU	Confianza del consumidor	Jul	105,8	106,0	103,2
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	24 Jul	-9	–	-7
Miércoles 27-Julio	8:00	Alemania	Confianza del consumidor (Gfk)		–	–	2,9
	8:45	Francia	Confianza empresarial	Jul	99	100	101
	8:45	Francia	Expectativas de producción	Jul	-26	-22	-25
	9:30	Italia	Confianza minoristas	Jun	96,2 R	–	100,4
	9:30	Italia	Encuesta de servicios	Jul	-3	–	8
	10:00	Italia	Salario por hora (m/a)	Jun	0,1/3,1	0,1 / 3,1	0,0/3,0
	11:00	Zona euro	Balanza cta. corriente (intertrimestral)	1T (2ª publ.)	15,8 R	–	0,8
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	22 Jul	1,2	–	-5,8
	14:30	EEUU	Pedidos de bienes duraderos	Jun	6,4	-0,8	1,4
	14:30	EEUU	Excl. transporte	Jun	0,9	1,0	2,6
	16:00	EEUU	Ventas nuevas viviendas	Jun	1.321.000 R	1.300.000	1.374.000
	20:00	EEUU	Libro Beige	–	–	–	–
Jueves 28-Julio	8:00	Alemania	ILO Tasa de desempleo	Jun	9,2 R	9,3	9,2
	8:45	Francia	Precios de producción (m/a)	Jun	-0,3/2,5 R	0,4/2,8	0,4/2,9
	9:00	España	Precios minoristas (m/a)	Jun	-1,5/4,8	7,1	2,9/4,2
	9:55	Alemania	Var. número empleos	Jul	-26.000 R	-10.000	-42.000
	9:55	Alemania	Tasa de empleo	Jun	11.000 R	8.000	28.000
	10:00	Zona euro	M3 (ajustado) (anual)	Jun	7,3	7,1	7,5
	10:00	Zona euro	M3 (media 3 meses)	Jun	6,8 R	7,1	7,2
	10:00	Italia	IPRI (m/a)	Jun	-0,3/3,2 R	0,4/3,3	0,6/3,7
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	23 Jul	305.000 R	318.000	310.000
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	16 Jul	2.571.000 R	2.591.000	2.603.000
	16:00	EEUU	Índice de ofertas de empleo	Jun	37	38	38
Viernes 29-Julio	8:45	Francia	Tasa de desempleo	Jun	10,2	10,2	10,1
	8:50	Francia	Índice de confianza del consumidor	Jul	-30	-29	-30
	9:00	España	Tasa de desempleo	2T	10,20	–	9,3
	11:00	Zona euro	Confianza industrial	Jul	-10	-9	-8
	11:00	Zona euro	Confianza del consumidor	Jul	-15	-15	-15
	11:00	Zona euro	Confianza económica	Jul	96,3	96,7	97,3
	11:00	Zona euro	Confianza de servicios	Jul	9	9	11
	11:00	Zona euro	Estimación del IPC	Jul	2,1	2,2	2,2
	14:30	EEUU	PIB anualizado	2T A	3,8	3,5	3,4
	14:30	EEUU	Índice de precios de PIB	2T A	2,9	2,7	2,4
	14:30	EEUU	Índice de coste de empleo	2T	0,7	0,8	0,7
	15:45	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	Jul F	96,5	96,4	96,5
	16:00	EEUU	Gestores de Compras de Chicago	Jul	53,6	55,0	63,5

(m) % intermensual; (a) % interanual; (t) % intertrimestral; (mn) millones; (R) revisado; (F) final; (P) preliminar; desest. (desestacionalizada).

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



BUENAS NOTICIAS EN GENERAL, ESPECIALMENTE EN EEUU Y ALEMANIA

Últimas dos semanas en Portugal: crisis en el Gobierno

Las grandes sorpresas llegaban de Portugal, donde el Primer Ministro, José Sócrates, obligaba al ministro de Economía, Luis Campos e Cunha, a dimitir. Se han alegado razones personales, aunque se ha rumoreado que son las grandes discrepancias entre ambos las que han llevado a esta situación. Fernando Teixeira dos Santos, quien ha relevado a Campos e Cunha, ha sido director de la CMVM (comisión de vigilancia del mercado de valores en Portugal) y fue viceministro de Economía en la segunda mitad de los años noventa.

La UE ha solicitado a Portugal medidas más estrictas en el gasto para controlar el déficit presupuestario. Esta presión podría estar detrás del abandono de Campos e Cunha del Gobierno.

Últimas dos semanas en España: avance de los índices Industrial y Servicios en junio

En España, el Gobierno elevaba sus estimaciones de crecimiento del PIB para 2005 (del 2,9% al 3,3%) y 2006 (del 3,0% al 3,3%). Entre los datos conocidos en las últimas dos semanas en nuestro país, conviene mencionar el fuerte avance de los indicadores industriales. El índice de pedidos de fábrica y el indicador de actividad industrial volvían a acelerarse en mayo y junio hasta 6,1% y 5,9%, respectivamente. El índice de actividad del sector servicios también subía hasta 7,6% interanual en mayo, mientras que el turismo remontaba en junio.

Los pedidos de fábrica suben un 6,9% en junio

El **índice de pedidos de fábrica** arrojaba otra subida notable (+6,9% interanual) en junio. La mayor subida la contabilizaban bienes de equipo (+3,7% interanual), seguida por bienes intermedios (+3,7% interanual) y bienes de consumo (+2,2% interanual).

Nuevos avances de los índices de actividad industrial y de servicios en mayo

Los índices de actividad industrial y de servicios avanzaron hasta el 5,9% y el 7,6%, respectivamente, en mayo. La principal contribución al índice industrial vino del componente de bienes intermedios, que subía un 5,3% interanual. En el índice de servicios, Informática registraba el mayor avance (8,5%), seguido de Comercio (6,5%) y Transporte (4,9%).

Datos mixtos en el sector turístico español

El **sector turístico** registró una fuerte subida (7,8% interanual) en junio, hasta 24.006.223 turistas. La ocupación hotelera también era mayor, del 58,6% en mayo al 63,3%. Sin embargo, a pesar del crecimiento del número de turistas, el gasto por visitante se reducía.

Los precios de producción contenidos por el “efecto China”

Los **precios de producción** subían menos de lo previsto en junio, ya que los bajos precios de los productos químicos compensaban el impacto del elevado precio del petróleo. El buen comportamiento del precio de los productos químicos parece obedecer al “efecto China”. Los datos reflejan la misma tendencia subyacente que en los índices de precios industriales en Europa, con los precios de la energía presionando el índice general, mientras que el índice subyacente sigue contenido.

Caen las ventas al por menor en junio

Las **ventas al por menor** caían en junio, del 4,8% interanual en mayo al 4,2% interanual. Esperamos una ligera desaceleración del consumo privado en el 2T05E. En el lado positivo, el empleo sigue mostrando un crecimiento saludable.

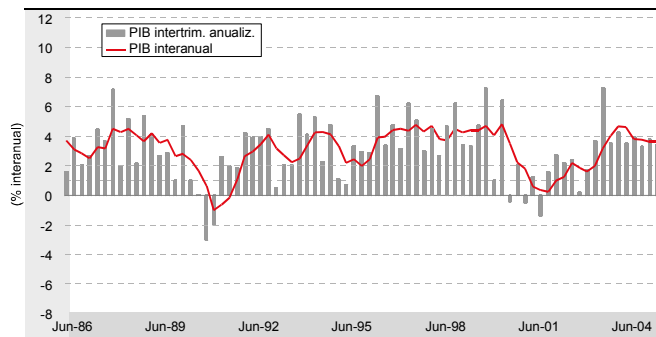
Fuerte creación de empleo

Los últimos **datos de desempleo** confirman que la economía española sigue creando empleo. En el 2T05 hubo una creación neta de 402.300 puestos de trabajo (tasa de crecimiento interanual del 5,0%, frente al 4,3% del 1T05). La tasa de desempleo caía hasta el 9,3%, el nivel más bajo desde 1973. Construcción y servicios —sectores de bajo valor añadido— concentraron la creación de empleo, mientras que el sector industrial sigue sin crear empleo.

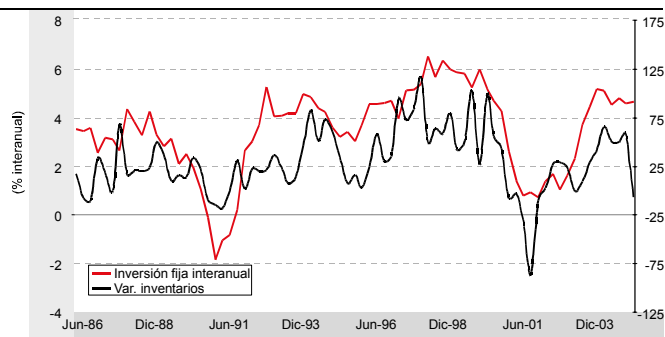
Últimas dos semanas en EEUU: datos macro positivos

Aunque se han publicado pocos indicadores, los datos reales superaban a los de consenso. El mercado de la vivienda sigue “creciendo como la espuma”, según palabras del informe publicado, el dato de los pedidos de bienes duraderos de junio muestra una mejora, los indicadores de empleo siguen hablando de un mercado laboral limitado (la media móvil de cuatro semanas de la renovación de solicitudes sigue reduciéndose), las revisiones de los indicadores económicos adelantados y los datos proyectan un panorama económico muy diferente a corto plazo y el Libro Beige describe una economía que crece sin presiones inflacionistas.

EEUU – Crecimiento del PIB, 1998-2005



EEUU – Variación de inventarios e inversión fija, 1986-2005

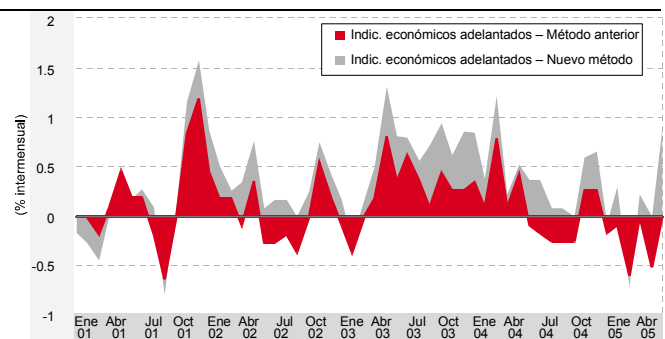
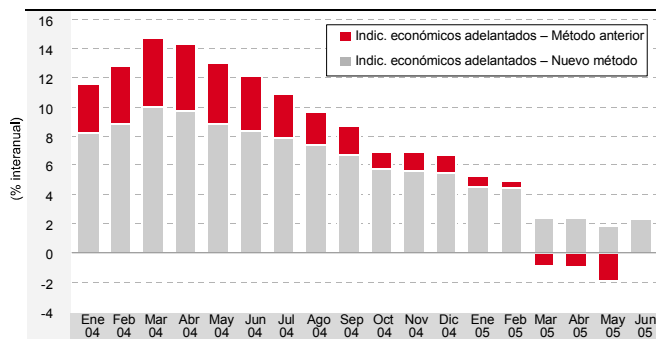


Fuentes: Bloomberg y Santander Investment Bolsa.

Los indicadores económicos adelantados apuntan a un 2S05 sólido

Los últimos datos aportados por los indicadores económicos adelantados muestran un fuerte repunte desde el mes pasado. El dato de junio sube un 0,9% intermensual, y los datos de mayo y abril se han revisado al alza hasta 0% y 0,5% desde 0,5% y 0%, respectivamente. Muchas de las revisiones al alza se deben a cambios en el modo de elaborar el índice. Es previsible un crecimiento del 3,5% en 2005E.

EEUU – Indicadores económicos adelantados, 2004-05 (interanual frente a intermensual)



Fuentes: Bloomberg y Santander Investment Bolsa.

Ligera pérdida de la confianza del consumidor

La confianza del consumidor resultaba más débil de lo previsto (103,2 real frente a 106,2 consenso), aunque se mantiene en niveles elevados. La reciente subida del precio de la gasolina pudo tener un impacto negativo en la encuesta. Los índices de empleo también han sufrido un retroceso. Frente a esto, no encontramos deterioro del consumo privado a corto plazo.

Datos positivos de pedidos de bienes duraderos e inventarios en junio

Los pedidos de bienes duraderos se disparaban en junio, mostrando en el índice general una fuerte subida (1,4% intermensual), mientras que los pedidos de bienes de capital, sin defensa y aviación —excluyendo aviones—, arrojan su mayor incremento (3,8% intermensual) desde enero. Esta subida obedece al aumento de entregas de artículos de alta tecnología y maquinaria. Los pedidos de aviación se redujeron ligeramente tras el fuerte incremento de mayo, aunque esta categoría sigue muy positiva frente a la tendencia subyacente. La gran sorpresa en el informe era la reducción de los inventarios de bienes duraderos (-0,3% intermensual), un dato positivo para el 2S05E.



El mercado de la vivienda sigue "creciendo como la espuma"

Las ventas de nuevas viviendas crecieron un 4,0% en junio hasta un record máximo de 1.374.000 de unidades. La revisión de los datos de marzo a mayo, que suman un total de 70.000 unidades, también ha contribuido a este nuevo máximo. Así mismo, las ventas de viviendas de segunda mano (+2,7% hasta 7.330.000 de unidades anualizadas) alcanzaban un dato récord. Es difícil que asistamos a una ralentización del mercado de la vivienda hasta que se produzca una subida significativa en los tipos de interés a largo plazo.

El informe del PIB, en línea con las expectativas: no hay problemas de inflación y fuerte ajuste de inventarios

La publicación del avance de los datos del PIB del 2T05 muestra una tasa de crecimiento del 3,4% intertrimestral anualizado, desde el 3,8% intertrimestral anualizado en el 1T05. El dato de la tasa general coincidía con las expectativas. Dos puntos a destacar: (1) el deflactor del consumo subyacente caía desde el 2,4% en el trimestre anterior hasta el 1,8%. Sin considerar la energía, no parecen asomar problemas de inflación en la economía; y (2) la contribución del componente de inventarios al PIB ha sido bastante negativa (-2,3 puntos porcentuales). Ha habido una clara aceleración en el ajuste de inventarios en el 2T05. Es muy probable que el componente de inventarios tenga una contribución positiva al crecimiento del PIB en el 3T05E.

Últimas dos semanas en la zona euro: buenos datos, especialmente en Alemania

Los indicadores de confianza empresarial volvían a mejorar y apuntan a una recuperación de la economía en la zona euro —en particular, en Alemania— en el 2S05E. La mejora de la encuesta del INSEE es paralela a las del IFO, ISAE y Comisión Europea. En cuanto a la inflación, los datos siguen mostrando presión en la tasa general debido a las tarifas energéticas. En la tasa subyacente no parece haber problemas de inflación.

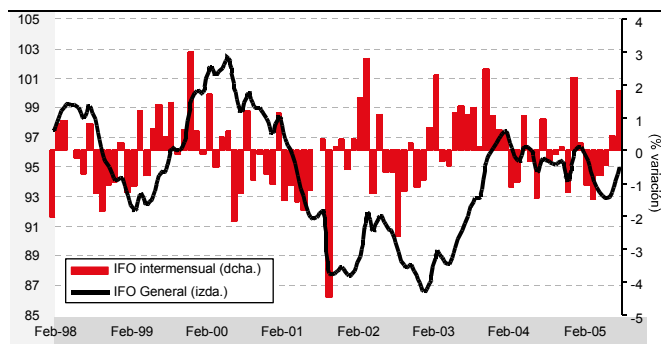
Francia: sube la confianza empresarial, la inflación sigue bajo control y el consumo crece menos de lo previsto

En **Francia**, el **indicador de confianza empresarial** subió en junio. Este incremento, sin embargo, no estuvo acompañado por una evolución positiva del índice de expectativas de producción, que volvía a caer. La buena noticia es que tanto la demanda doméstica como la externa han crecido. En cuanto a los precios, los **precios de producción** de junio fueron buenos y no apuntan a problemas de inflación a corto plazo, aparte del impacto de las tarifas energéticas, que hacen subir la tasa general. Por último, **los consumidores franceses** gastaron menos de lo previsto en junio. Los datos de junio, pese a ser positivos, no cumplieron las expectativas (0,5% intermensual frente a 0,9% intermensual), aunque al menos muestran una ligera recuperación respecto a los meses anteriores.

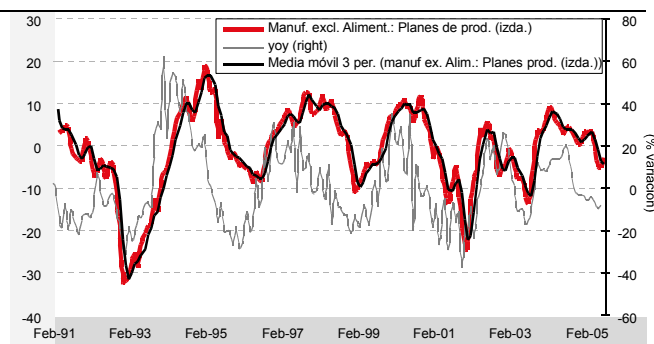
Alemania: IFO, IPC y empleo, positivos en términos generales; la recuperación llegaría en el 2S05E

En **Alemania** los indicadores publicados registran continuos avances que confirman nuestra previsión de recuperación en la segunda mitad del año. El **índice IFO** superaba las expectativas. La mejora del sentimiento empresarial vino principalmente condicionada por el sector manufacturero, donde se rozaba el máximo de cinco meses, y por el sector de la construcción, que también mejoraba. En el lado negativo, la confianza minorista caía significativamente. El incremento del componente manufacturero podría ser reflejo de un euro más débil, del avance de los indicadores económicos en EEUU y de la celebración de las próximas elecciones en Alemania. La corrección del ciclo de inventarios, que ha reducido el crecimiento en el 2T05E, parece haber finalizado. La publicación preliminar del IPC de julio en Alemania habla de una fuerte subida (0,4% intermensual, 1,9% interanual). Un descenso estacional en alimentación y ropa compensa la presión alcista de las tarifas energéticas. Los **datos de desempleo** de julio muestran la constante recuperación del mercado laboral en el país. Es el cuarto mes consecutivo con datos positivos y las expectativas apuntan a mayor creación de empleo. Este dato apoyaría la recuperación de consumo privado hacia finales de año.

Alemania – Índice IFO, 1998-2005



Alemania – IFO Expectativas de negocio en manufacturas, 1991-2005



Fuentes: Bloomberg y Santander Investment Bolsa

En Italia, mejora la confianza empresarial pero el consumo no levanta cabeza

En **Italia**, los indicadores publicados pueden entenderse como muy optimistas, dada la situación económica en el país. Las ventas al por menor de mayo crecen un 0,7% intermensual. En el lado negativo, la confianza del consumidor cae en julio. Por tanto, la recuperación del consumo privado podría estar en peligro. Por otro lado, los índices de confianza empresarial, confianza del comercio minorista y confianza del sector servicios eran positivos, en línea con el resto de indicadores empresariales en Europa.

La M3 vuelve a acelerarse en junio

La tasa de crecimiento de la M3 de la **zona euro** aumentó en junio, poniendo al descubierto la elevada cantidad de liquidez existente en el sistema. El crecimiento pasó del 7,3% interanual de mayo al 7,5% interanual en junio, porcentaje muy superior al objetivo del 4,5% del BCE. Esto pone en peligro la estabilidad de los precios a medio plazo, algo de lo que es muy consciente el BCE, y que apoya nuestra visión de que los tipos de interés no van a bajar en la zona euro.



ESTA SEMANA

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión
Lunes	10:00	Zona euro	PMI Manufacturas	Jul	49,9	-
1-Ago	16:00	EEUU	Gasto en construcción (m)	Jun	-0,9	0,5
	16:00	EEUU	ISM Manufacturas	Jul	53,8	54,0
	16:00	EEUU	ISM Precios pagados	Jul	50,5	52,9
	16:00	EEUU	Ventas pendientes de casas	Jun	-2,0	0,8
	-	Italia	Déficit presupuestario (neto) (miles mn)	Jul	6,8	-
	-	Italia	Nuevas matriculaciones de coches (a)	Jul	18,0	-
Tuesday 2-Ago	11:00	Zona euro	IPRI (m/a)	Jun	-0,2/3,5	-
	11:00	Zona euro	Tasa de desempleo	Jun	8,8	-
	14:30	EEUU	Ingresos personales	Jun	0,2	0,4
	14:30	EEUU	Gastos personales	Jun	0,0	0,8
	14:30	EEUU	Gasto personal subyacente (m/a)	Jun	0,2/1,6	0,1/
	14:30	EEUU	Gasto personal deflactor(a)	Jun	2,2	-
	16:00	EEUU	Pedidos de fábrica	Jun	2,9	0,3
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	31 Jul	-7	-
	-	EEUU	Ventas de vehículos totales (mn)	Jul	17,5	18,0
	-	EEUU	Ventas de vehículos nacionales (mn)	Jul	14,1	14,3
Miércoles 3-Ago	10:00	Zona euro	PMI Servicios	Jul	53,1	-
	11:00	Zona euro	Comercio al por menor (m/a)	Jun	1,1/2,0	0,2/0,7
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	29 Jul	-	-
	16:00	EEUU	ISM No Manufacturas	Jul	62,2	61,0
Jueves 4-Ago	12:00	Alemania	Pedidos fábrica (desest./no desest.)(m/a)	Jun P	2,8 R/1,4 R	0,3/4,0
	13:45	Zona euro	El BCE anuncia tipos de interés	Ago	2,00	2,00
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	30 Jul	310.000	316.000
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	23 Jul	2.603.000	-
Viernes 5-Ago	9:00	España	Producción industrial (no desest.)(a)	Jun	0,5	-
	-	España	Producción industrial (ajust.)(a)	Jun	0,6	-
	12:00	Alemania	Prod. Indust. (m/a)(desest./no des. ajust.)	Jun P	-0,2/0,9	-
	14:30	EEUU	Tasa de desempleo	Jul	5,0	5,0
	14:30	EEUU	Salario medio por horas (m/a)	Jul	0,2/	0,2/2,7
	14:30	EEUU	Var. en el número de empleos no agrícolas	Jul	146.000	180.000
	14:30	EEUU	Var. en el número de empleos agrícolas	Jul	-24.000	-5.000
	14:30	EEUU	Jornada semanal media (horas)	Jul	33,7	33,7
	21:00	EEUU	Crédito al consumo (miles mn)	Jun	-3,0	5,8

(m) % intermensual; (a) % interanual; (t) % intertrimestral; (mn) millones; (R) revisado; (F) final; (P) preliminar; desest. (desestacionalizada).

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

UNA SEMANA CON TRES INDICADORES CLAVE: ISM, GASTO PERSONAL E INFORME

DE EMPLEO

En EEUU: (1) El índice ISM debería confirmar la fortaleza manufacturera y avanzar alrededor de 54 puntos. (2) El deflactor del consumo subyacente sigue siendo clave en la política monetaria. No esperamos presiones en el dato subyacente en junio. (3) Las solicitudes de subsidio de desempleo seguirían siendo fuertes. (4) Los pedidos de fábrica deberían arrojar un fuerte incremento. (5) El informe de empleo atraerá la atención esta semana. Esperamos un informe positivo, con una creación de empleo en torno a 180.000 puestos. La tasa de desempleo se mantendría en el 5,0%.

En la zona euro: (1) Escaso avance del PMI manufacturero en Italia, Alemania y Francia. (2) Los pedidos de fábrica en Alemania podrían dispararse. (3) Los precios de producción industrial de la zona euro deberían subir en el índice general, y la tasa subyacente se mantendría bajo control. (4) El PMI de servicios en Italia, Alemania y Francia podría mejorar en julio. (5) Probablemente, el BCE mantendrá los tipos de interés sin cambios, respetando su política de “esperar hasta ver qué pasa”.

TIPOS Y DIVISAS

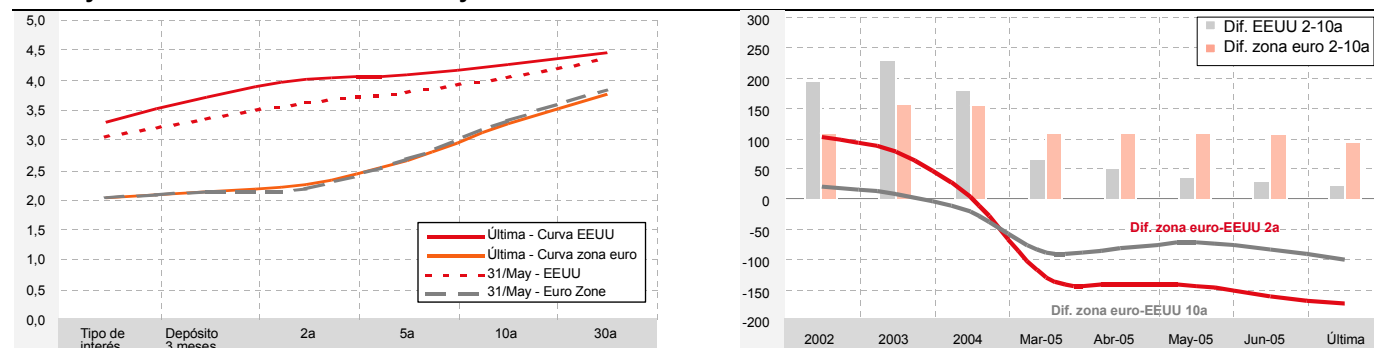
- Los datos publicados en EEUU son coherentes con las subidas de tipos de la Fed. Esperamos otra subida de 25 puntos básicos el 9 de agosto y apostamos por finalizar el año en el 4,0%. Las razones para vender bonos estadounidenses son muchas, incluyendo los datos económicos, la revalorización del yen y las subidas de tipos de interés. Nuestras previsiones siguen situando los tipos a largo plazo en EEUU a finales de año en el 5%.
- Insistimos en que el BCE no tiene intención de bajar los tipos de interés de momento. De hecho, no descartamos una subida a finales de año si la economía registra una recuperación en el 2S05E, tal como esperamos. Nuestras previsiones siguen apuntando a subida de tipos de interés a largo plazo en Europa y los sitúan más cerca del 4% que del 3%.

EEUU y zona euro – Tipos de interés y divisas

		Anual ¹			Trimestral ¹				Mensual				Semanal			
		2001	2002	2003	Sep-04	Dec-04	Mar-05	Jun-05	Mar-05	Apr-05	May-05	Jun-05	15-jul	22-jul	29-jul	Última ²
Tipos interés corto plazo																
	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	2,00
	Fondos de la Fed	1,7	1,1	1,4	1,5	2,0	2,5	2,9	2,8	2,8	3,0	3,0	3,25	3,25	3,25	3,25
	Euribor 3 meses	3,3	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,11	2,06	2,09	2,09
	Dep. 3 meses EEUU	1,7	1,2	1,6	1,8	2,3	2,9	3,3	3,1	3,2	3,3	3,4	3,57	3,62	3,66	3,66
Tipos inter. largo plazo																
Zona euro	2 años	3,6	2,5	2,5	2,5	2,4	2,5	2,1	2,5	2,2	2,1	2,0	2,22	2,19	2,23	2,23
	5 años	4,2	3,3	3,3	3,4	3,1	3,0	2,6	3,1	2,8	2,6	2,5	2,66	2,61	2,62	2,62
	10 años	4,8	4,1	4,1	4,1	3,8	3,6	3,3	3,6	3,4	3,3	3,1	3,28	3,23	3,22	3,22
	30 años	5,2	4,8	4,7	4,7	4,4	4,1	3,8	4,1	3,9	3,8	3,7	3,80	3,74	3,72	3,72
EEUU	2 años	2,5	1,6	2,4	2,6	2,9	3,5	3,6	3,8	3,6	3,6	3,6	3,86	3,90	3,96	3,96
	5 años	3,7	2,9	3,4	3,5	3,5	4,0	3,8	4,2	3,9	3,7	3,7	3,97	4,03	4,05	4,05
	10 años	4,5	4,0	4,2	4,2	4,2	4,3	4,0	4,5	4,2	4,0	4,0	4,16	4,22	4,20	4,20
	30 años	5,3	4,9	5,0	5,0	4,9	4,7	4,4	4,8	4,5	4,3	4,2	4,40	4,44	4,41	4,41
Diferencial																
Dif. zona euro	3 m-30 a	194	255	265	261	228	200	170	201	183	171	157	170	168	163	163
	2 a-10 a	115	164	160	154	136	117	113	113	114	114	111	106	104	99	99
Dif. EEUU	3 m-30 a	352	374	338	321	254	180	107	169	135	102	85	83	83	75	75
	2 a-10 a	198	235	184	168	133	78	43	71	55	41	34	30	32	24	24
Dif. zona euro-EEUU	Int.	154	115	60	50	0	-50	-92	-75	-75	-100	-100	-125	-125	-125	-125
	2 a	107	82	5	-2	-45	-109	-148	-129	-140	-144	-160	-164	-172	-173	-173
	10 a	24	11	-20	-16	-42	-71	-78	-86	-81	-71	-83	-88	-99	-98	-98
Divisas																
	€/US\$	0,95	1,14	1,25	1,22	1,32	1,31	1,24	1,287	1,230	1,211	1,209	1,204	1,207	1,209	1,209
	€/¥	118	132	134	135	137	134	134	135	134	134	136	135	134	136	136
	US\$/¥	125	116	107	110	104	105	108	105	109	111	112	112	111	112	112

(1) Las cifras representan la media del periodo. (2) Última: 29 de julio de 2005.
Fuente: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

EEUU y zona euro – Curva de la deuda y diferenciales de 2a-10a

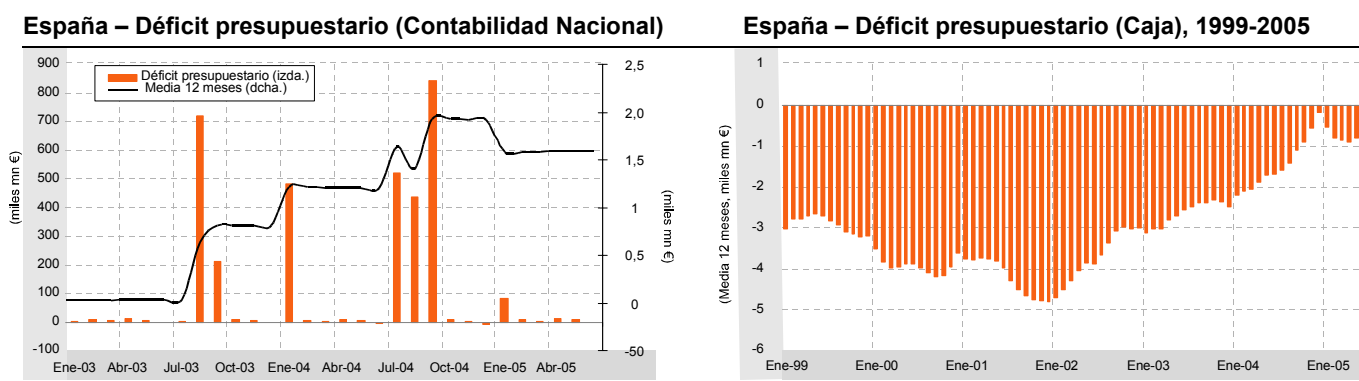


Fuente: Bloomberg.



RINCÓN MACRO: CUENTAS PÚBLICAS EN ESPAÑA

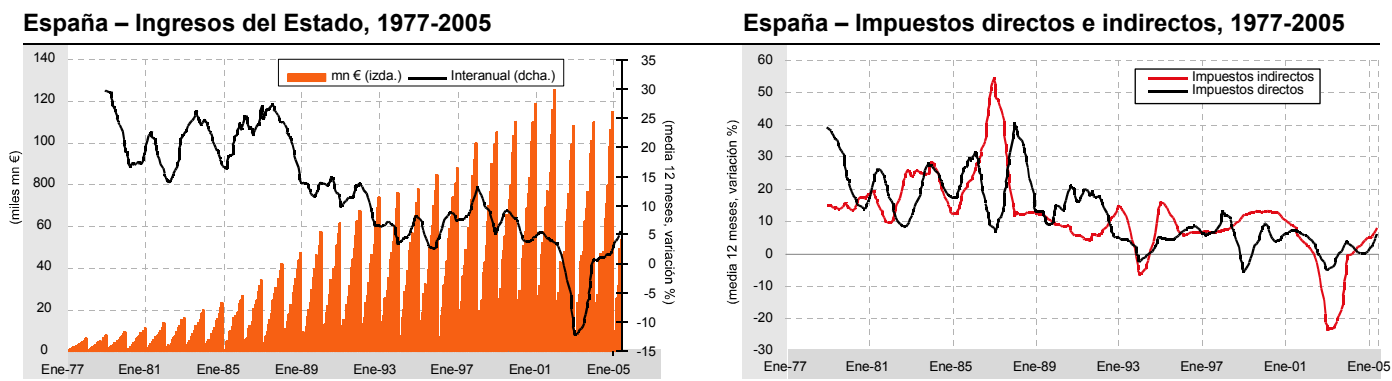
Esta semana echamos un vistazo al comportamiento de las cuentas públicas en España en 2005. Hasta el momento, las noticias publicadas por el Gobierno son positivas. Si utilizamos los datos de la contabilidad nacional, el déficit presupuestario del Gobierno en el 1S05 se ha reducido desde 5.340 mn € (0,64% del PIB) en el mismo periodo de 2004 hasta 1.190 mn € (0,13% del PIB). El condicionante de este comportamiento positivo es el aumento de los ingresos (53.300 mn €, debido al fuerte crecimiento de los ingresos fiscales, junto con algunos efectos temporales en la gestión de los impuestos), mientras que los gastos se incrementaron en 54.500 mn €. Sin embargo, según el criterio de caja, el déficit del Estado en el 1S05 fue de 3.500 mn € frente a los 6.700 mn € en el 1S04.



Fuentes: Ministerio de Economía y Santander Investment Bolsa.

El crecimiento de los ingresos se ha acelerado

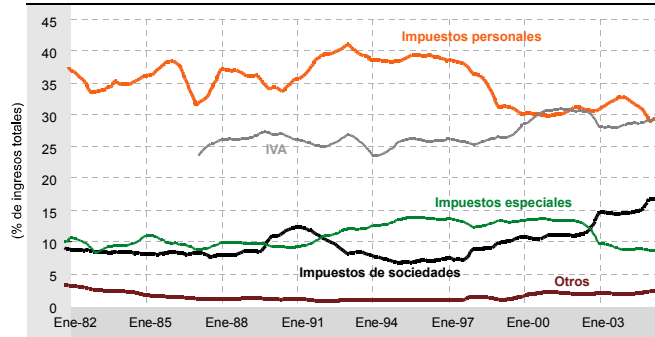
Los ingresos han crecido de manera significativa en 2005: desde el mes de mayo, los ingresos han aumentado un 13,8% interanual (tasas idénticas a las de 2001), tras haber tocado fondo en 2002 (debido a la bajada de impuestos). La fuente principal han sido los ingresos derivados de los impuestos directos, que han subido un 18,9% interanual. La recaudación de impuestos directos ha incrementado su peso como porcentaje de los ingresos totales del Estado, desde un 48,0% a finales de 2004 hasta un 48,5%. Los ingresos derivados de los impuestos indirectos han aumentado un 17,6% interanual (niveles similares a los de 2000), con un peso cercano al 40,5% frente al 40,0% a finales del año pasado. La recaudación de otras fuentes se ha reducido en términos anuales en prácticamente todos los casos.



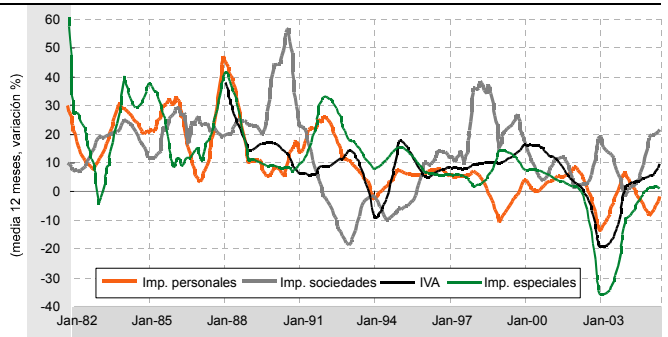
Fuentes: Ministerio de Economía y Santander Investment Bolsa.

Entre los impuestos directos, el IRPF y el impuesto de sociedades se han disparado. En mayo de 2005, habían subido un 17,4% interanual y un 31,2% interanual, respectivamente. Excluyendo los efectos temporales en ambos casos, la notable subida de los ingresos es muy positiva, especialmente en el caso de los ingresos por el impuesto de sociedades, que obedece a la evolución positiva de los beneficios empresariales en los últimos años. En el caso de los impuestos indirectos, en mayo de 2005 los ingresos por IVA habían crecido un 21,8% interanual, mientras que los ingresos por impuestos especiales no habían añadido más de un 1,6% interanual. El fuerte incremento de los ingresos por IVA se debe al retraso de las devoluciones de este impuesto por los procesos de control antifraude del IVA por parte de la Administración Central.

España – Distribución de los ingresos, 1982-2005



España – Comportamiento de los ingresos, 1982-2005

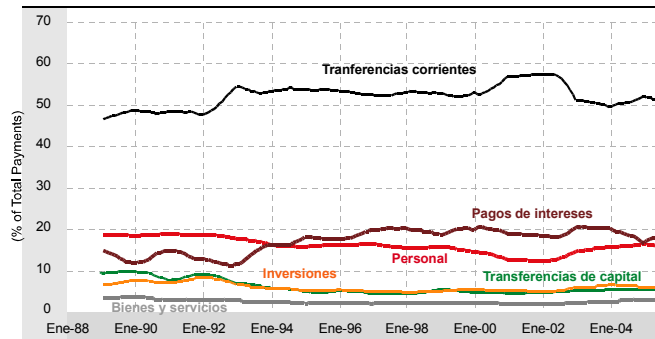


Fuentes: Ministerio de Economía y Santander Investment Bolsa.

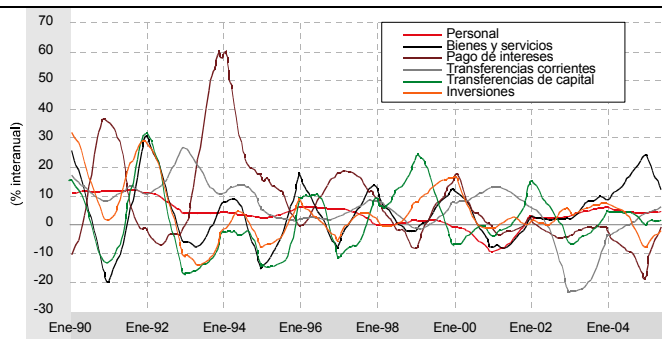
El gasto crece a un ritmo menor

Los pagos excluyendo intereses crecieron un 9,4% interanual en mayo de 2005, porcentaje que revela una aceleración de la tasa de crecimiento, aunque no llega a la de los ingresos. La tasa de crecimiento anual media de los pagos, excluyendo intereses, rondaría el 5,2% interanual. Los pagos de personal crecen un 7,3% interanual, lo que supone una ligera subida en los últimos meses. Los pagos por bienes y servicios se reducían un 13% interanual (debido especialmente a un efecto base negativo, dado el fuerte incremento de los pagos en 2004 por las elecciones generales). Los costes financieros crecían un 26% interanual en mayo (debido también a efectos de calendario de pago de la deuda). Las transferencias corrientes habían crecido un 11,4% interanual, mientras que las transferencias de capital lo hacían en un 3,5% interanual. Por último, las inversiones reales habían añadido un 14,9% interanual en mayo.

España – Distribución de los pagos, 1988-2005



España – Evolución de los pagos, 1988-2005



Fuentes: Ministerio de Economía y Santander Investment Bolsa.



Las cuentas públicas podrían seguir en terreno positivo

La evolución positiva de los ingresos en los últimos meses y el crecimiento del PIB por encima de las expectativas en 2005E —tras la revisión al alza de los datos del año anterior— facilitarían el buen estado de las cuentas públicas en el resto del año. En el lado de los ingresos, los datos positivos de creación de empleo, unos niveles relativamente fuertes de consumo y el tono saludable de los resultados empresariales favorecerían un fuerte crecimiento de los ingresos. En el lado de los pagos, no esperamos un crecimiento significativo del gasto público en lo que queda de año.

ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

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

PIB	2002	2003	2004	2005E	Cons.	2006P	Cons.
Alemania	0,1	-0,1	1,0	1,3	1,1	2,1	1,6
Francia	1,1	0,5	2,3	1,6	1,9	2,4	2,1
Italia	0,4	0,4	1,1	0,0	1,2	2,0	1,7
España	2,7	2,9	3,1	3,2	2,6	2,5	2,5
Portugal	0,4	-1,2	1,0	1,0	1,9	2,6	2,4
Euro-12	0,6	0,5	1,8	1,4	1,6	2,2	2,0
Reino Unido	1,8	2,2	4,9	–	2,5	–	2,4
Argentina	-10,9	8,8	9,0	4,7	6,7	4,5	4,1
Brasil	1,9	0,5	5,2	3,6	3,7	3,5	3,7
México	0,9	1,6	4,4	4,0	3,9	4,0	3,5
Japón	-0,3	2,5	2,9	–	1,1	–	1,8
EEUU	1,9	3,0	4,4	3,2	3,5	2,8	3,4

IPC	2002	2003	2004	2005E	Cons.	2006P	Cons.
Alemania	1,4	1,1	1,8	1,2	1,4	1,3	1,3
Francia	1,9	2,2	2,3	1,8	1,7	1,8	1,6
Italia	2,6	2,8	2,3	2,0	2,0	2,0	1,9
España	3,6	3,1	3,1	2,8	2,7	2,3	2,5
Portugal	3,6	3,3	2,5	0,5	2,3	2,2	2,3
Euro-12	2,3	2,1	2,1	1,7	1,8	1,7	1,7
Reino Unido	1,3	1,3	1,60	–	1,7	–	1,8
Argentina	41,0	3,7	6,1	9,0	9,3	6,0	7,1
Brasil	12,5	9,3	7,6	6,2	6,0	5,0	5,4
México	5,7	4,0	5,2	4,0	3,9	4,0	3,9
Japón	-1,0	-0,3	0,0	–	0,0	–	0,3
EEUU	1,6	2,3	2,7	2,2	2,4	2,3	2,2

Datos financieros*	2002	2003	2004	2005E	Cons,	2006P	Cons,
Tipos intervención							
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)	3,50 (2,63)	3,50	4,25 (4,13)	–
Tipos 3 meses							
Zona euro	2,86 (3,26)	2,11 (2,26)	2,13 (2,08)	2,50 (2,23)	2,40	3,65 (3,18)	3,02
EEUU	1,29 (1,72)	1,09 (1,14)	2,52 (1,56)	3,74 (2,93)	3,50	4,05 (4,15)	–
Bono 2 años							
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)	–
Bono 10 años							
Zona euro	4,20 (4,77)	4,29 (4,09)	3,68 (4,06)	4,20 (4,05)	4,09	4,90 (4,60)	4,50
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
Tipo de cambio							
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 (junio de 2005), Eurozone Barometer (junio de 2005) y previsiones y estimaciones de Santander Investment Securities y previsiones y estimaciones de Santander Investment Bolsa.



APÉNDICE 1

Resumen de indicadores de la zona euro, 2002-2T05

PIB y sus componentes	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	1T04	2T04	3T04	4T04	1T05	2T05
Consumo privado	0,9	1,1	1,2	1,0	1,6	1,3	-	2,1	0,4	1,3	2,5	1,0	-
Gasto público	2,6	1,3	2,6	2,8	2,1	1,8	-	1,1	3,3	2,7	1,2	-0,2	-
F. B. capital fijo	-2,3	0,4	1,3	1,6	1,1	1,0	-	-1,2	1,2	1,7	2,6	-1,5	-
Var. existencias (contrib.)	0,0	-0,4	-0,1	0,7	0,2	0,3	-	-0,5	0,5	1,4	-0,7	0,0	-
Demanda interna	0,3	1,4	1,6	2,3	1,8	1,6	-	0,7	1,6	3,2	1,5	0,3	-
Exportaciones	2,1	0,6	5,8	6,2	6,1	3,9	-	6,5	10,7	4,5	2,9	-2,2	-
Importaciones	0,5	2,6	5,8	7,7	7,0	4,8	-	1,8	10,8	10,4	5,4	-6,4	-
Aportac. sector Exterior	0,6	-0,7	0,1	-0,4	-0,2	-0,3	-	1,8	0,2	-2,1	-0,9	1,6	-
PIB	0,9	0,7	1,7	1,8	1,5	1,4	-	2,6	1,8	1,1	0,6	1,9	-
PIB nom. (EUR mds)	7124,4	7323,6	7587,9										
Indicadores de actividad	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Producción industrial (IPI)	-0,3	0,2	2,1	2,9	1,2	-0,1	-	2,9	-0,8	-2,1	0,5	-0,9	-
-sin construcción	-0,5	0,3	2,0	2,8	1,1	0,8	-	2,0	0,4	0,1	1,1	0,1	-
Producción manufacturera	-0,8	0,0	1,9	2,8	0,8	0,8	-	2,5	0,3	-0,5	1,7	-0,2	-
Ventas al por menor	0,3	0,4	0,9	0,8	1,1	1,1	-	0,6	1,1	1,5	-0,8	2,0	-
Nuevas matriculaciones	-2,4	-1,3	1,7	-1,1	2,5	-1,3	-	3,5	-3,3	-3,9	3,3	-3,8	-
Utilización capacidad prod.	81,2	81,1	81,6	82,0	82,1	81,9	80,9						
Indicadores de confianza	Media anual			Media trimestral				Índice					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Clima económico	94,4	93,4	100,0	100,6	100,9	99,0	96,3	100,8	98,8	97,5	96,5	96,1	96,3
Clima empresarial	-0,53	-0,43	0,33	0,53	0,46	0,18	-0,31	0,41	0,21	-0,09	-0,28	-0,37	-0,29
Confianza industria	-11	-11	-5	-4	-3	-6	-10	-5	-6	-8	-9	-11	-10
Confianza construcción	-19	-20	-16	-15	-14	-13	-14	-13	-14	-13	-14	-13	-14
Confianza comercio minorista	-17	-11	-8	-8	-8	-8	-8	-6	-8	-10	-8	-8	-9
Confianza servicios	1	2	12	12	11	11	9	13	10	9	8	10	9
Confianza consumidores	-11	-18	-14	-14	-13	-13	-14	-13	-13	-14	-13	-15	-15
PMI	48	50	49	52,8	54,4	53,9	51,4	51,9	51,9	50,4	49,2	48,7	49,9
- Producción	49	52	51	53,9	56,0	55,9	52,3	53,3	53,4	51,6	50,3	50,0	51,0
- Nuevos pedidos	47	51	50	55,0	56,1	55,2	51,3	52,9	52,8	50,4	48,9	48,5	50,9
- Empleo	49	47	47	48,4	48,9	49,5	48,4	48,1	49,3	48,8	47,6	47,5	48,2
- Existencias	47	46	46	46,9	48,4	49,2	49,5	49,4	49,6	48,5	48,1	46,7	46,8
- Tiempos de entrega proveedores	53	50	50	45,0	40,4	43,1	44,6	46,1	47,5	48,3	49,2	50,0	49,5
- Precios	48	52	52	59,8	70,7	69,4	72,8	69,1	64,8	59,8	57,2	50,7	50,0
Precios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
IPC	2,3	2,1	2,1	2,3	2,3	2,0	2,0	-0,6	0,3	0,8	0,4	0,2	0,2
Infl. subyacente	2,4	1,8	1,8	1,8	1,8	1,5	1,5	-1,0	0,2	0,7	0,3	0,3	0,0
PPI (excl. construcción)	-0,1	1,4	2,3	3,1	3,8	4,1	-	0,7	0,4	0,7	0,5	-0,2	-
Deflactor PIB	2,5	2,0	1,8	1,6	1,8	1,9	-						
Defactor de la demanda interna	2,1	1,7	1,9	2,0	2,3	2,4	-						
Costes y salarios	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05						
Coste laboral unitario	2,2	2,1	0,9	0,5	1,2	-	-						
Remuneración asalariado	2,6	2,4	2,1	1,7	1,9	-	-						
Productividad	0,4	0,4	1,2	1,2	0,7	-	-						
Mercado de trabajo	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Tasa de desempleo	8,3	8,7	8,9	8,8	8,8	8,8	-	8,8	8,8	8,9	8,9	8,8	-
Sec. monetario y financiero	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
M3	6,6	6,4	6,3	6,0	6,3	6,5	8,0	0,5	0,5	0,3	0,7	0,7	1,3
M3 Media móvil 3m	7,1	7,0	6,5	5,8	6,5	6,6	-	6,7	6,6	6,6	6,8	7,2	-
Préstamos al sector privado	4,0	4,7	6,4	5,8	6,4	6,9	8,1	0,5	0,3	0,6	0,7	0,8	1,7
Datos financ. (tasas inter.)	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Tipo efectivo €	3,0	11,4	4,0	2,7	3,7	0,8	1,2	0,3	-0,3	2,4	3,3	1,5	-1,2
Tipo efectivo real € (CPI)	4,1	12,6	4,1	2,8	3,3	1,0	1,4	0,5	-0,1	2,6	3,4	1,7	-0,8
Tipo efectivo real € (PPI)	3,9	11,2	3,1	2,2	2,5	0,7	0,4	0,2	-0,3	2,1	2,6	0,6	-2,1
Tipo efectivo real € (ULC)	3,2	13,1	4,2	1,5	3,6	0,3	-						
Sector exterior	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Saldo cta. corriente (% PIB)	0,9	0,3	0,6	0,6	0,8	0,0	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
EUR Mds	65	20	47	49	44	38	23	38	36	31	23	19	-
Cuentas públicas (% PIB)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Total recursos	47,1	47,7	46,9	46,5	47,3	47,6	47,1	47,6	47,2	46,4	45,8	45,9	45,4
Total empleos	52	53,1	52,1	51,6	51,6	50,2	49,3	48,9	48,1	48,2	48,3	48,8	48,2
Déficit/Superávit	-5,0	-5,9	-5,2	-5,1	-4,3	-2,6	-2,3	-1,3	-0,9	-1,8	-2,5	-2,8	-2,7

Fuentes: Bloomberg, Datastream, Reuters y Santander Investment Bolsa.

APÉNDICE 2

ESTADOS UNIDOS: Indicadores, 2003-2T05

PIB y sus componentes	2003	2004	Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas			
			3T04	4T04	1T05	2T05	3T04	4T04	1T05	2T05
Consumo privado	3,3	3,8	3,6	3,8	3,6	-	5,1	4,2	3,6	-
Gasto e inv. públicos	2,8	2,0	1,8	1,6	1,0	-	0,7	0,8	0,2	-
Inversión privada	4,4	13,2	11,7	11,6	11,2	-	2,4	13,3	10,9	-
- Equipo	6,4	13,6	12,9	14,5	14,0	-	17,5	18,4	6,1	-
- Construcción	3,7	7,0	5,9	4,5	6,0	-	0,8	3,0	7,2	-
Demanda interna	3,4	4,8	4,5	4,6	4,3	-	3,9	5,0	4,1	-
Exportaciones	1,9	8,6	9,4	5,9	6,3	-	6,0	3,2	8,9	-
Importaciones	4,4	9,9	11,1	9,8	9,5	-	4,6	11,4	9,6	-
PIB	3,0	4,4	4,0	3,9	3,7	-	4,0	3,8	3,8	-
PIB nominal (M.M. \$)	11004	11735								
Actividad general	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Indicador adelantado	7,3	5,6	3,8	2,2	4,5	4,4	2,4	2,4	1,9	2,4
Indicador coincidente	2,7	3,2	2,9	2,7	3,1	3,0	2,7	2,7	2,5	2,7
Ratio existencias/Ventas	1,23	1,24	1,23	1,24	1,23	1,26	1,25	1,24	1,24	-
Producción industrial	4,6	4,3	3,8	3,2	4,0	3,4	3,9	3,0	2,7	3,9
Utilización capacidad (1)	78,3	78,5	79,3	79,2	79,1	79,4	79,5	79,2	79,4	80,0
Indice ISM	10,5	-4,8	-10,8	-14,8	-10,2	-11,0	-11,4	-14,5	-17,9	-12,1
Indice ISM (1)	61,6	57,5	57,3	53,3	56,4	55,3	55,2	53,3	51,4	53,8
Consumo privado	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Ganancia real por hora	-0,4	-0,8	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-1,0	-0,2	0,0
Ventas al por menor	6,3	8,3	7,3	8,4	8,0	8,0	6,0	9,1	6,4	9,6
-sin autos	7,6	8,9	7,9	8,3	8,2	8,7	6,8	9,0	7,6	8,3
Gastos de consumo	3,6	3,8	3,6	-	3,5	3,5	3,8	4,1	3,4	-
Confianza consumidores (1)	105,7	92,9	102,7	97,5	105,1	104,4	103,0	97,5	103,1	106,2
Expectativas consumidor (1)	105,3	92,2	100,7	86,7	100,4	96,1	93,7	86,7	93,4	96,4
Tasa de ahorro familiar (1)	0,7	0,8	4,5	0,5	1,1	1,0	0,6	0,5	0,6	-
Crédito al consumo	4,1	4,5	4,3	-	4,2	4,5	4,3	4,2	3,8	-
Inversión en equipo	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Nuevos pedidos	11,7	10,3	8,3	-	11,1	9,3	4,7	6,7	9,3	-
-ex autos	12,4	12,0	10,6	-	11,9	11,9	8,2	8,1	7,2	-
Pedidos b. capital sin def. y aviones	12,1	11,4	11,9	10,8	14,0	12,9	8,9	9,0	13,5	10,1
ISM: Producción	6,5	-12,3	-14,4	-14,3	-16,2	-12,8	-14,1	-14,7	-15,7	-12,3
ISM: Nuevos pedidos	2,7	-10,6	-15,9	-15,1	-18,4	-16,7	-12,6	-18,4	-19,1	-7,4
Benef. después de impuestos	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04	3T04	4T04	1T05	2T05
	14,3	6,7	9,8	14,7	17,2	19,5	5,8	6,8	36,6	-
Construcción	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Viviendas iniciadas	4,5	-3,1	8,0	4,6	13,5	20,3	-8,7	3,0	1,5	9,7
Ventas nuevas viviendas	-0,4	10,8	5,1	10,2	3,4	7,7	4,3	10,4	6,3	14,0
Gastos de construcción	11,1	10,3	11,3	-	6,3	18,4	9,5	11,2	7,0	-
Permisos de construcción	6,9	5,9	4,0	2,1	8,8	5,5	-2,1	3,8	-3,2	5,9
Empleo y salarios	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Población activa	0,8	0,8	1,0	1,3	0,8	1,1	1,0	1,3	1,4	1,2
Empleo total	1,5	1,3	1,4	1,8	1,3	1,3	1,5	1,8	1,9	1,8
Tasa de paro (% pob. activa) (1)	5,5	5,5	5,4	5,2	5,2	5,4	5,2	5,2	5,1	5,0
Duración media paro (sem.) (1)	18,5	19,7	19,3	19,6	19,3	19,1	19,5	19,6	18,8	17,1
Jornada media laboral (horas) (1)	33,7	33,8	33,7	33,8	33,7	33,7	33,7	33,8	33,7	33,7
Ganancia media por hora	2,2	2,5	2,6	2,7	2,7	2,6	2,6	2,7	2,6	2,7
Coste del empleo total	3,9	3,8	4,0	4,0	3,9	4,0	3,9	3,9	3,4	-
Precios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Inflación	2,7	3,3	3,0	3,0	3,0	3,0	3,2	3,5	2,8	2,5
Inflación subyacente	1,8	2,1	2,3	2,2	2,3	2,4	2,4	2,2	2,2	2,0
Precios producción	3,5	4,6	4,6	4,0	4,1	4,7	4,9	4,8	3,5	3,6
P. producc sin energía y alim.	1,6	2,0	2,6	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,2
Precios importación	7,0	8,5	6,5	7,0	5,7	6,1	7,6	8,4	5,7	7,0
Precios exportación	4,2	4,2	3,6	2,9	4,0	3,4	3,3	3,1	2,5	3,2
Sector exterior	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Saldo B. bienes y servicios (4)	-548,0	-587,0	-630,0	-659,0	-630	-644	-650	-659	-666	-
Saldo B. bienes y servicios (4) % PIB	-4,6	-4,9	-5,2	-	-	-	-	-	-	-
Saldo Balanza comercial (4)	-635,8	-674,7	-720,8	-754,7	-721	-737	-745	-755	-763	-
Saldo Balanza comercial (4) % PIB	-5,4	-5,6	-5,9	-	-	-	-	-	-	-
Tipo cambio efectivo nominal	-7,1	-6,3	-4,4	-4,6	-3,8	-3,4	-6,1	-5,3	-6,0	-2,5
Política económica	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Oferta monetaria (M2)	3,7	5,2	5,3	3,7	5,7	5,3	4,9	4,2	3,3	3,6
Tipo fondos federales (1)	1,27	1,75	2,16	2,78	2,29	2,50	2,63	2,78	3,00	3,04
Ingresos federales (3)	479	487	452	665	202	101	149	278	153	235
Gastos federales (3)	565	605	628	620	194	215	220	220	188	212
Déficit público federal (3)	-86	-118	-177	45	9	-114	-71	58	-35	22

(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 Investment Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. ("Santander Investment 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 Investment Bolsa, Sociedad de Valores, S.A, 2005, Reservados todos los derechos,



THE IBERIAN QUANT OBSERVER

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

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

CONTENIDO:

	Página
I. ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS	2
II. MONITOR POR PAÍS Y POR SECTOR	3
III. RECOMENDACIONES Y MÚLTIPLOS DE VALORACIÓN	5
IV. MONITOR DE LA TENDENCIA	6
V. MONITOR DEL VALOR	7
VI. MONITOR DEL CRECIMIENTO	8

I. ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

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

PIB	2002	2003	2004	2005E	Cons.	2006P	Cons.
Alemania	0,1	-0,1	1,0	1,3	1,1	2,1	1,6
Francia	1,1	0,5	2,3	1,6	1,9	2,4	2,1
Italia	0,4	0,4	1,1	0,0	1,2	2,0	1,7
España	2,7	2,9	3,1	3,2	2,6	2,5	2,5
Portugal	0,4	-1,2	1,0	1,0	1,9	2,6	2,4
Euro-12	0,6	0,5	1,8	1,4	1,6	2,2	2,0
Reino Unido	1,8	2,2	4,9	–	2,5	–	2,4
Argentina	-10,9	8,8	9,0	4,7	6,7	4,5	4,1
Brasil	1,9	0,5	5,2	3,6	3,7	3,5	3,7
México	0,9	1,6	4,4	4,0	3,9	4,0	3,5
Japón	-0,3	2,5	2,9	–	1,1	–	1,8
EEUU	1,9	3,0	4,4	3,2	3,5	2,8	3,4

IPC	2002	2003	2004	2005E	Cons.	2006P	Cons.
Alemania	1,4	1,1	1,8	1,2	1,4	1,3	1,3
Francia	1,9	2,2	2,3	1,8	1,7	1,8	1,6
Italia	2,6	2,8	2,3	2,0	2,0	2,0	1,9
España	3,6	3,1	3,1	2,8	2,7	2,3	2,5
Portugal	3,6	3,3	2,5	0,5	2,3	2,2	2,3
Euro-12	2,3	2,1	2,1	1,7	1,8	1,7	1,7
Reino Unido	1,3	1,3	1,60	–	1,7	–	1,8
Argentina	41,0	3,7	6,1	9,0	9,3	6,0	7,1
Brasil	12,5	9,3	7,6	6,2	6,0	5,0	5,4
México	5,7	4,0	5,2	4,0	3,9	4,0	3,9
Japón	-1,0	-0,3	0,0	–	0,0	–	0,3
EEUU	1,6	2,3	2,7	2,2	2,4	2,3	2,2

Datos financieros*	2002	2003	2004	2005E	Cons,	2006P	Cons,
Tipos intervención							
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)	3,50 (2,63)	3,50	4,25 (4,13)	–
Tipos 3 meses							
Zona euro	2,86 (3,26)	2,11 (2,26)	2,13 (2,08)	2,50 (2,23)	2,40	3,65 (3,18)	3,02
EEUU	1,29 (1,72)	1,09 (1,14)	2,52 (1,56)	3,74 (2,93)	3,50	4,05 (4,15)	–
Bono 2 años							
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)	–
Bono 10 años							
Zona euro	4,20 (4,77)	4,29 (4,09)	3,68 (4,06)	4,20 (4,05)	4,09	4,90 (4,60)	4,50
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
Tipo de cambio							
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 (junio de 2005), Eurozone Barometer (junio de 2005) y previsiones y estimaciones de Santander Investment Securities y previsiones y estimaciones de Santander Investment Bolsa.



II. MONITOR POR PAÍS Y SECTOR

Múltiplos de valoración

	Cap. bur. (mn €)	PER (x)			TACC		EV/EBITDA (x)			TACC (%)		P/FC (x)			TACC (%)		RpD (%)		P/VC (x)	
		04E	05P	06P	(%)	BpA	04E	05P	06P	EBITDA	04E	05P	06P	FCpA	05P	06P	05P	06P	05P	06P
Francia (CAC 40)	950.080	14,7	13,2	12,0	8,9	6,1	5,6	5,0	10,5	7,5	7,0	6,6	6,7	3,1	3,4	2,2	2,0			
Alemania (DAX 30)	649.782	14,7	13,0	11,8	13,0	3,8	3,5	3,2	8,1	5,2	4,9	4,0	0,9	3,0	3,3	1,9	1,7			
Italia (MIB 30)	476.892	16,5	14,7	13,1	8,3	5,4	5,3	3,8	6,3	5,9	5,9	4,3	-2,1	3,9	4,4	2,3	2,1			
Portugal (PSI 20)	47.514	13,5	11,8	11,0	11,6	8,2	7,7	7,2	6,6	6,0	5,5	5,2	6,3	4,4	4,6	1,9	1,7			
España (IBEX35)	454.104	41,5	15,3	12,2	10,4	7,3	6,7	4,4	-18,3	7,0	6,4	4,5	-9,0	3,6	4,0	3,1	2,7			
DJ Stoxx 600	7.050.918	17,2	14,2	12,7	5,4	6,8	6,3	5,5	9,0	8,4	7,8	6,9	4,1	3,3	3,6	2,9	2,4			
DJ Stoxx 50	3.079.708	14,3	13,2	12,2	8,9	5,1	5,1	3,9	8,6	7,0	6,7	5,4	3,2	3,5	3,8	2,7	2,5			
DJ Euro Stoxx 50	1.947.140	14,2	12,8	11,9	9,1	5,7	5,4	4,4	6,9	6,9	6,5	5,4	3,9	3,5	3,9	2,2	2,0			
P. Ibérica Bienes de capital	29.486	9,2	13,0	30,5	-31,7	4,2	5,4	15,1	-32,4	6,0	7,3	18,1	-30,7	2,6	1,4	1,7	5,0			
P. Ibérica Construcción	29.399	18,0	16,1	14,3	13,3	9,3	8,4	7,6	11,9	10,7	9,8	8,8	26,1	1,9	2,1	2,6	2,4			
P. Ibérica B. de consumo	33.812	20,5	18,8	25,9	-4,7	9,1	8,8	12,7	-7,4	12,0	11,8	16,1	-6,6	3,0	2,7	4,3	5,0			
P. Ibérica Serv. consumidor	50.779	15,6	18,4	18,4	-0,8	11,0	12,5	13,2	-3,2	9,7	10,2	11,5	-5,1	1,8	1,9	2,9	2,9			
P. Ibérica Financieras	166.178	13,6	12,4	11,0	16,6	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	3,6	4,2	2,0	1,8			
P. Ibérica Petróleo y gas	53.656	16,5	14,2	21,1	-3,0	7,3	7,0	8,5	-4,4	8,3	7,4	9,3	-4,1	2,4	1,9	2,2	2,6			
P. Ibérica TMTs	134.465	37,5	28,0	114,4	-24,8	12,9	11,3	63,7	-38,0	16,2	15,6	85,5	-35,1	1,4	0,4	7,8	31,9			
P. Ibérica Utilities	56.912	14,4	14,5	22,3	-10,6	7,1	7,6	10,3	-8,9	7,2	8,0	11,5	-17,5	3,9	2,5	3,9	3,6			
Total P. Ibérica	554.686	17,0	16,0	19,5	1,2	11,7	11,9	18,7	-11,5	14,4	14,6	23,4	-12,5	2,7	2,3	2,9	3,2			

Nota: Las TACC se calculan sobre 2003-06P.

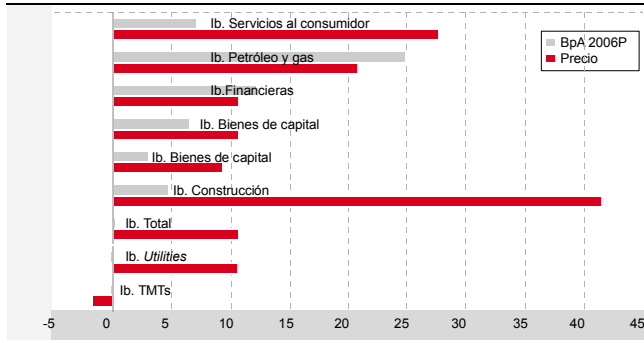
Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

Comportamiento de los mercados (%)

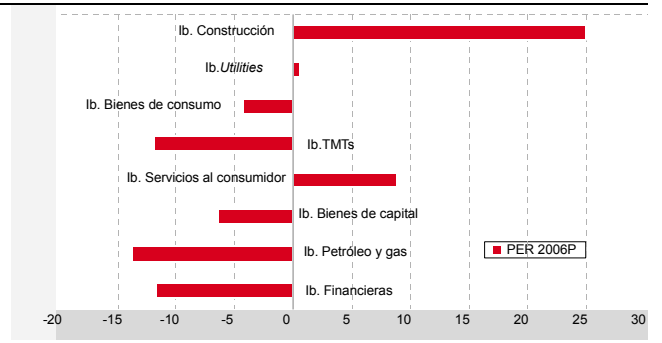
Index	Cierre 28-julio	Últimos 12M		-1S	-1M	-3M	-6M	-12M	En el Trim.	En el Año	Desde 12M	
		Máx.	Mín.								Máx.	Mín.
Francia (CAC 40)	4.477	4.483	3.452	1,4	5,8	14,4	15,7	22,9	5,9	17,2	-0,1	29,7
Alemania (DAX 30)	4.908	4.913	3.619	1,5	7,1	17,3	16,8	26,2	7,0	15,3	-0,1	35,6
Italia (MIB 30)	33.830	33.856	26.185	0,9	5,2	9,2	7,9	22,9	4,6	8,4	-0,1	29,2
Portugal (PSI 20)	7.593	8.107	6.952	1,4	1,6	-0,2	-4,4	5,0	1,1	-0,1	-6,3	9,2
España (IBEX35)	10.148	10.162	7.539	1,3	3,9	12,7	11,0	28,9	3,7	11,8	-0,1	34,6
DJ Stoxx 600	286	286	225	1,6	3,4	11,8	12,2	21,2	3,7	14,0	-0,1	27,1
DJ Stoxx 50	3.156	3.157	2.523	2,0	3,5	12,0	12,6	19,2	3,9	13,7	0,0	25,1
DJ Euro Stoxx 50	3.344	3.347	2.560	1,6	5,2	14,1	13,1	23,1	5,1	13,3	-0,1	30,6
P. Ibérica Bienes de capital	ND	ND	ND	-0,1	3,5	13,4	10,8	25,0	3,3	10,7	-7,7	33,4
P. Ibérica Construcción	ND	ND	ND	0,5	5,5	26,3	28,9	67,6	5,4	41,5	-2,1	74,7
P. Ibérica B. de consumo	ND	ND	ND	-0,5	0,9	2,1	8,0	29,2	1,6	9,3	-7,4	35,4
P. Ibérica Serv. consumidor	ND	ND	ND	0,1	3,9	20,8	20,9	49,7	3,5	27,7	-4,8	56,0
P. Ibérica Financieras	ND	ND	ND	2,0	5,8	12,2	9,6	27,0	5,7	10,6	-2,1	31,8
P. Ibérica Petróleo y gas	ND	ND	ND	1,3	7,4	20,0	20,4	34,3	7,6	20,7	-1,7	41,0
P. Ibérica TMTs	ND	ND	ND	NA	1,4	2,1	-3,4	10,8	1,3	-1,9	-9,9	20,4
P. Ibérica Utilities	ND	ND	ND	0,2	-2,0	6,7	9,2	22,2	-2,9	10,6	-4,9	27,5
Total P. Ibérica	ND	ND	ND	NA	3,4	10,4	8,7	26,1	3,3	10,7	-5,2	33,0

Fuente: Bloomberg.

DJ Stoxx 600 – Variación en el año de los precios y estimaciones del BpA 2005E por sectores (%)

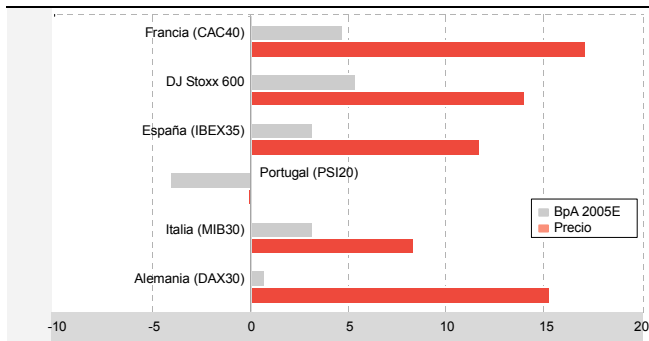


DJ Stoxx 600 – Variación relativa en el PER 2005E por sectores (%)

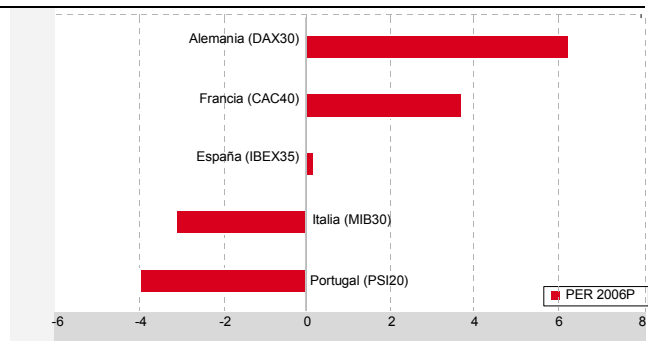


Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

DJ Stoxx 600 – Variación en el año de los precios y estimaciones del BpA 2005E por países (%)



DJ Stoxx 600 – Variación relativa en el PER 2005E por países (%)



Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

III. RECOMENDACIONES Y MÚLTIPLOS DE MERCADO

Compañía	País	Moneda	Precio 28/07/05	Cap. burs. (€ mn)	SI Bolsa Recomen	Precio objet.	Potencial alcista (%)	Ponderación (%) IBEX 35	PSI 20	Comport. burs. (%)			PER (x)		TACC BpA 04-07P (%)	EV/EBITDA (x)			TACC EBITDA 04-07P (%)			P/FC (x)			TACC FCpA 04-07P (%)			RpD (%)	P/VC (x)		Compañía
										-1S	Trim.	Año	05E	06P		07P	05E	06P	07P	05E	06P	07P	05E	06P	07P	05E	06P		07P	06P	
Acerinox	ESP	EUR	11,8	3.062	Infracomp.	12,2	3,4	0,8		0,4	4,7	-0,1	8,1	16,1	12,6	-6,7	4,8	7,8	6,4	-3,1	5,7	8,8	7,4	-6,5	2,9	2,9	1,4	1,3	Acerinox		
ACS	ESP	EUR	17,9	11.471	Infracomp.	15,2	-15,5	1,8		1,4	11,0	1,6	5,7	8,1	ND	ND	ND	ND	ND	ND	3,9	4,5	ND	ND	3,3	ND	0,9	ND	ACS		
Cementos Portland	ESP	EUR	67,5	1.879	Comprar	67,4	-0,1			1,0	3,8	40,6	14,8	13,6	13,4	6,4	6,8	6,3	6,0	5,1	8,9	8,4	8,0	5,8	2,6	2,7	1,8	1,7	Cementos Portland		
Cimpor	POR	EUR	4,5	3.044	Mantener	4,9	8,2		3,5	-0,2	-2,4	9,2	15,3	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	6,9	ND	ND	ND	ND	ND	ND	1,8	1,7	Cimpor	
Ence	ESP	EUR	23,2	591	Comprar	28,0	20,6			-2,8	3,9	3,1	6,6	6,5	6,8	28,4	7,2	6,0	5,4	29,7	4,5	4,4	4,5	17,6	3,0	3,0	1,1	1,0	Ence		
Gamesa	ESP	EUR	10,8	2.633	Comprar	12,5	15,5	0,5		-2,5	-3,5	5,0	15,1	12,9	10,7	3,6	8,8	7,8	6,6	10,1	7,1	6,3	5,5	9,0	2,5	3,0	2,8	2,4	Gamesa		
Tubacex	ESP	EUR	3,1	415	Infracomp.	1,9	-39,1			-1,8	2,3	65,1	20,6	17,9	25,2	6,7	10,6	9,6	11,9	0,2	12,0	10,2	13,6	1,0	2,3	1,6	2,0	1,9	Tubacex		
Uralita	ESP	EUR	4,2	837	Comprar	4,7	9,7			-1,6	-1,6	13,7	20,3	17,7	14,1	11,2	6,1	5,6	4,9	1,3	6,9	6,4	5,6	3,3	2,3	2,3	3,0	2,9	Uralita		
Zardoya Otis	ESP	EUR	23,3	5.553	Infracomp.	19,6	-16,0			-2,0	-4,2	35,9	35,6	32,3	29,5	6,3	23,2	21,1	19,4	9,0	32,3	29,8	27,7	8,3	3,0	3,3	32,2	29,3	Zardoya Otis		
Bienes de capital				29.486				3,1	3,5	-0,1	3,3	10,7	9,2	13,0	30,5	-31,7	4,2	5,4	15,1	-32,4	6,0	7,3	18,1	-30,7	2,6	1,4	1,7	5,0	Bienes de capital		
Acciona	ESP	EUR	85,7	5.443	Comprar	82,0	-4,3	1,1		-0,1	4,5	31,6	20,2	17,3	15,4	13,2	8,7	8,2	7,7	18,7	9,9	8,4	7,5	24,0	2,9	3,3	1,8	1,7	Acciona		
ACS	ESP	EUR	23,8	8.395	Comprar	28,1	19,8	2,2		-0,7	2,8	41,6	14,8	13,0	11,6	17,1	7,2	6,2	5,3	8,2	11,5	10,8	10,0	18,3	1,9	2,2	2,8	2,3	ACS		
FCC	ESP	EUR	6,8	6.088	Mantener	ND	ND	0,9		0,0	0,0	31,6	14,4	12,8	8,8	7,1	7,4	7,7	5,8	7,1	9,0	8,5	7,9	5,0	3,7	4,1	2,5	2,3	FCC		
Ferrovial	ESP	EUR	60,2	8.444	Comprar	71,2	18,3	1,7		3,3	12,9	53,1	25,5	22,7	19,6	14,1	13,7	12,2	11,1	13,6	13,5	12,4	11,0	-32,1	1,8	2,0	3,6	3,2	Ferrovial		
OHL	ESP	EUR	11,5	1.029	En rev.	-	ND			-2,0	6,4	82,4	18,0	16,4	14,6	20,0	6,9	6,5	6,2	18,6	6,2	5,4	4,6	8,0	1,5	1,7	2,4	2,5	OHL		
Construcción				29.399				5,9	0,0	0,5	5,4	41,5	18,0	16,1	14,3	13,3	9,3	8,4	7,6	11,9	10,7	9,8	8,8	26,1	1,9	2,1	2,6	2,4	Construcción		
Aldasa	ESP	EUR	36,6	768	Infracomp.	34,5	-5,7			0,0	0,2	17,8	20,6	19,6	22,8	0,4	9,8	8,7	9,2	3,4	12,7	11,7	12,2	5,6	3,1	3,1	3,4	3,3	Aldasa		
Altadis	ESP	EUR	34,9	9.884	Infracomp.	30,7	-12,0	2,5		0,0	0,7	3,6	17,3	15,3	ND	ND	ND	ND	ND	ND	11,2	10,1	ND	ND	3,3	ND	6,3	ND	Altadis		
Barón de Ley	ESP	EUR	38,7	299	Infracomp.	34,4	-11,0			0,6	1,7	1,7	16,9	16,6	16,0	-4,7	8,4	7,8	7,1	4,7	10,8	10,4	9,9	-3,4	0,0	0,0	1,5	1,4	Barón de Ley		
Cortefiel	ESP	EUR	18,3	1.430	En rev.	-	ND			-0,1	-3,4	57,0	17,2	15,2	ND	ND	ND	ND	ND	ND	10,1	9,0	ND	ND	2,5	ND	3,0	ND	Cortefiel		
Ebro Puleva	ESP	EUR	14,4	2.216	Comprar	15,9	10,4			-7,6	-2,0	37,1	15,6	12,8	16,0	4,7	9,2	7,8	8,5	4,7	7,2	7,1	7,9	4,4	2,6	2,8	1,8	1,7	Ebro Puleva		
Faes	ESP	EUR	17,0	944	Infracomp.	11,5	-32,2			-0,2	6,1	40,3	41,9	39,4	38,4	-5,3	27,3	26,6	25,8	0,9	24,0	23,0	22,5	-4,5	0,0	0,0	5,7	5,3	Faes		
Inditex	ESP	EUR	22,0	13.707	Comprar	27,9	26,6	2,1		-0,3	-3,3	1,3	19,3	16,6	14,5	13,9	9,4	8,0	6,8	15,6	12,7	10,9	9,5	13,3	4,4	5,7	4,1	3,7	Inditex		
Jerónimo Martins	POR	EUR	12,1	1.523	Infracomp.	11,6	-4,1	1,8		2,1	2,1	24,7	22,5	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	7,0	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	Jerónimo Martins		
Sos Cuétara	ESP	EUR	10,2	1.395	Infracomp.	6,0	-40,9			-0,9	-3,7	33,4	7,5	6,2	4,7	22,5	15,6	13,4	11,4	20,5	3,9	3,5	2,9	15,4	1,0	1,0	0,7	0,6	Sos Cuétara		
Viscofan	ESP	EUR	8,4	409	Infracomp.	8,0	-4,5			7,7	6,1	12,5	54,8	43,6	36,4	1,6	8,6	7,4	6,5	10,3	16,0	15,6	14,3	6,3	0,9	1,1	1,5	1,4	Viscofan		
Zelitia	ESP	EUR	5,9	1.237	Infracomp.	4,7	-20,5			0,2	4,5	13,6	NM	NM	NM	ND	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	0,0	0,0	0,0	ND	Zelitia		
Bienes de consumo				33.812				4,6	1,8	-0,5	1,6	9,3	20,5	18,8	25,9	-4,7	9,1	8,8	12,7	-7,4	12,0	11,8	16,1	-6,6	3,0	2,7	4,3	5,0	Bienes de consumo		
NH Hoteles	ESP	EUR	11,4	1.357	Comprar	12,1	6,6			-0,4	0,0	16,3	33,3	16,5	15,2	28,2	12,3	9,3	9,0	8,0	11,4	8,8	8,7	14,6	3,0	3,3	1,9	1,8	NH Hoteles		
Sol Meliá	ESP	EUR	11,7	2.156	Comprar	10,4	-11,3			1,4	21,8	59,9	18,6	14,7	12,7	41,3	11,4	9,4	8,1	10,3	8,3	7,3	6,6	19,9	1,0	1,2	2,1	1,9	Sol Meliá		
TelePizza	ESP	EUR	1,7	369	Infracomp.	1,4	-18,2			-2,4	-0,6	10,0	16,9	16,3	16,1	5,9	8,1	7,5	7,0	1,3	9,2	9,0	8,7	-0,6	2,9	3,2	3,7	3,3	TelePizza		
Amadeus	ESP	EUR	7,4	4.354	Infracomp.	7,4	0,0			0,0	1,7	-2,9	21,6	18,2	ND	ND	ND	ND	ND	ND	10,1	9,4	ND	ND	1,6	ND	3,5	ND	Amadeus		
Iberia	ESP	EUR	2,5	2.386	Mantener	2,9	12,6	0,6		3,7	6,8	-0,8	4,8	28,7	32,4	-30,7	14,2	16,2	17,3	-11,7	4,6	8,6	8,7	-12,3	2,0	2,0	1,2	1,2	Iberia		
Logista	ESP	EUR	43,3	1.979	Comprar	47,0	8,5			-0,8	2,8	9,5	20,4	17,5	16,2	10,9	9,3	8,2	7,4	17,0	11,9	10,6	10,0	8,8	2,8	3,1	3,7	3,2	Logista		
Abertis	ESP	EUR	21,2	12.250	Infracomp.	18,2	-10,0	2,9		-0,2	5,3	37,2	18,2	ND	ND	ND	12,0	11,6	10,9	ND	ND	ND	ND	ND	3,0	3,2	ND	ND	Abertis		
Brisa	POR	EUR	6,3	3.799	Comprar	7,5	18,5	7,8		0,3	-2,5	-6,2	18,8	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	11,2	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	Brisa		
Inm. Colonial	ESP	EUR	44,5	2.494	Comprar	0,0	-100,0			-0,2	1,2	50,4	16,5	16,4	14,6	12,8	14,8	14,8	13,8	9,6	10,8	10,7	9,8	-9,4	2,6	2,9	2,6	2,4	Inm. Colonial		
Inm. Urbis	ESP	EUR	16,5	2.099	Infracomp.	12,5	-24,0			1,6	5,9	54,0	17,0	15,0	13,8	18,6	15,0	14,2	13,5	16,8	26,2	13,2	12,2	1,1	2,2	2,4	2,4	2,2	Inm. Urbis		
Metrovacesa	ESP	EUR	50,0	5.088	Infracomp.	39,5	-21,0	1,3		-0,9	2,6	67,8	13,2	12,5	11,8	8,8	22,2	20,6	19,2	4,9	11,4	10,8	10,2	23,0	2,1	2,3	3,2	2,7	Metrovacesa		
Sacyr Vallehermoso	ESP	EUR	19,1	5.242	Mantener	0,0	-100,0	1,1		-2,8	-2,0	62,1	11,3	15,5	13,6	-0,2	15,9	14,8	13,9	10,6	7,4	8,7	7,9	-5,7	1,6	1,8	1,8	1,7	Sacyr Vallehermoso		
Abengoa	ESP	EUR	10,8	975	Comprar	9,6	-10,9			-0,8	1,2	48,3	17,6	13,7	12,3	15,2	6,6	5,4	4,9	7,5	6,0	5,3	5,0	16,3	3,1	2,1	1,8	1,7	Abengoa		
Agua Barcelona	ESP	EUR	18,3	2.681	Comprar	17,5	-4,3			-0,1	2,6	18,9	15,0	13,7	12,6	-2,4	7,6	7,0	6,5	11,1	16,8	7,3	6,8	4,7	2,0	2,1	1,8	1,6	Agua Barcelona		
Prosegur	ESP	EUR	19,6	1.210	Comprar	20,0	2,0			2,2	12,3	35,4	19,3	16,4	14,6	59,1	8,7	7,5	6,8	14,6	9,5	8,6									

IV. MONITOR DE LA TENDENCIA

Comportamiento bursátil 1M (%)			
10 mejores		10 peores	
Sol Meliá	23,0	Endesa	-2,9
Ferrovial	12,8	Sos Cuétara	-3,3
Prosegur	12,1	Iberdrola	-3,5
Corp. Mapfre	11,4	Gamesa	-3,6
Abengoa	11,1	Banesto	-3,8
BBVA	10,3	Unión Fenosa	-3,9
B. Pastor	9,2	Cortefiel	-4,0
Repsol YPF	9,2	PT Multimé dia	-4,2
Arcelor	8,9	Ebro Puleva	-4,3
BPI	8,3	Jazztel	-7,3

Comportamiento bursátil 3M (%)			
10 mejores		10 peores	
Sacyr Valleherm.	51,2	Banesto	0,3
Inm. Urbis	38,9	Barón de Ley	-0,3
Metrovacesa	36,9	Telefónica Móviles	-2,1
OHL	36,8	BES	-3,1
Ferrovial	36,7	Inditex	-4,2
Sol Meliá	32,8	Sonae SGPS	-4,9
Abertis	30,8	Portugal Telecom	-7,3
Abengoa	30,2	Zeltia	-8,9
Cementos Portland	29,8	Jazztel	-8,9
Cortefiel	28,7	PT Multimé dia	-10,8

Comportamiento desde máximo 12M (%)			
10 mejores		10 peores	
Ferrovial	-0,2	Gamesa	-12,7
Grupo Santander	-0,3	Brisa	-13,4
BBVA	-0,5	Sogecable	-14,4
Terra Lycos	-0,7	Acerinox	-14,8
Corp. Mapfre	-0,7	TelePizza	-14,9
Gas Natural	-0,8	Telefónica Móv.	-15,4
BPI	-0,9	Zeltia	-18,5
Inm. Colonial	-1,1	PT Multimé dia	-18,8
B. Pastor	-1,2	Portugal Telecom	-19,6
Abertis	-1,3	Jazztel	-38,9

Comportamiento desde mínimo 12M (%)			
10 mejores		10 peores	
Jazztel	325,0	Cimpor	11,9
Cortefiel	112,6	Telefónica Móviles	11,6
Tubacex	98,7	Acerinox	10,5
OHL	95,4	Brisa	10,1
Inm. Colonial	94,4	Sogecable	9,9
Metrovacesa	86,1	Ence	9,4
Sol Meliá	83,8	EDP	6,9
Sacyr Valleherm.	82,7	Portugal Telecom	4,4
Inm. Urbis	80,8	BES	1,1
ACS	79,4	PT Multimé dia	0,9

Recomendaciones consenso 3M*			
10 mejores		10 peores	
Metrovacesa	2,9	Grupo Santander	1,5
B. Valencia	2,9	BPI	1,5
Jazztel	2,8	Inditex	1,5
OHL	2,8	Ferrovial	1,5
B. Guipuzcoano	2,8	Cementos Portland	1,5
Faes	2,8	Telefónica	1,4
Sos Cuétara	2,7	Arcelor	1,3
Acciona	2,6	B. Pastor	1,3
Abertis	2,6	PT Multimé dia	1,3
Aldeasa	2,6	Sonae SGPS	1,0

Recomendaciones positivas-negativas 3M (x)			
10 mejores		10 peores	
Inditex	9,0	Bankinter	0,1
BBVA	8,5	Abertis	0,0
Arcelor	8,0	Sos Cuétara	0,0
B. Pastor	8,0	OHL	0,0
Prisa	7,0	Aldeasa	0,0
Ferrovial	5,5	Metrovacesa	0,0
Grupo Santander	5,0	Faes	0,0
BPI	5,0	B. Valencia	0,0
Iberdrola	5,0	B. Guipuzcoano	0,0
Enagás	4,0	Jazztel	0,0

BpA Consenso/BpA S,I, Bolsa 2005E (%)			
10 mejores		10 peores	
Terra Lycos	491,3	Inm. Colonial	-18,0
Iberia	108,3	Aguas Barcelona	-26,0
Viscofán	105,5	Ence	-26,3
Acerinox	52,3	NH Hoteles	-28,0
OHL	33,9	Jazztel	-31,5
Repsol YPF	25,0	Gas Natural	-37,0
Corp. Mapfre	21,3	Sol Meliá	-37,9
Arcelor	20,3	PT Multimé dia	-42,3
Barón de Ley	20,0	Sos Cuétara	-77,2
Ferrovial	17,6	Zeltia	-99,8

Acciones más recomendadas (% de compra)			
10 mejores		10 peores	
Sonae SGPS	100,0	Unión Fenosa	5,0
B. Pastor	88,9	Abertis	0,0
Arcelor	84,2	Sos Cuétara	0,0
PT Multimé dia	75,0	OHL	0,0
Sogecable	75,0	Aldeasa	0,0
Grupo Santander	71,4	Metrovacesa	0,0
Telefónica	67,6	Faes	0,0
Tubacex	66,7	B. Valencia	0,0
Corp. Mapfre	66,7	B. Guipuzcoano	0,0
Ferrovial	64,7	Jazztel	0,0

(*) 1=Comprar, 2=Mantener, 3=Infraponderar,
Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa,



V. MONITOR DEL VALOR

PER 2005E (x)			
10 mejores		10 peores	
Viscofán	43,6	Repsol YPF	11,9
Faes	39,4	Iberdrola	11,9
Zardoya Otis	32,3	BBVA	11,8
Sogecable	29,5	B. Popular	11,2
Iberia	28,7	PT Multimédia	10,4
B. Valencia	25,2	Portugal Telecom	10,2
Ferrovial	22,7	Gas Natural	9,2
Indra	21,3	Arcelor	8,1
Aldeasa	19,6	Ence	6,5
B. Guipuzcoano	19,4	Sos Cuétara	6,2

RpD 2005E (%)			
10 mejores		10 peores	
PT Multimédia	9,1	Sos Cuétara	1,0
Portugal Telecom	8,1	Viscofán	0,9
TPI	5,2	B. Valencia	0,8
Iberdrola	4,8	Prisa	0,7
B. Popular	4,6	Faes	0,0
Endesa	4,6	Jazztel	0,0
Antena 3	4,6	Zeltia	0,0
BBVA	4,5	Barón de Ley	0,0
Inditex	4,4	Sogecable	0,0
Telefónica	4,3	Terra Lycos	0,0

P/FC 2005E (x)			
10 mejores		10 peores	
Zardoya Otis	29,8	Gamesa	6,3
Faes	23,0	Endesa	6,0
Telecinco	17,8	PT Multimédia	5,9
Indra	16,8	Telefónica	5,9
Terra Lycos	15,9	Repsol YPF	5,4
Viscofán	15,6	OHL	5,4
Antena 3	15,4	Abengoa	5,3
TPI	14,9	Arcelor	4,5
Inm. Urbis	13,2	Ence	4,4
Ferrovial	12,4	Portugal Telecom	4,3

P/VC 2005E (x)			
10 mejores		10 peores	
Zardoya Otis	32,2	Barón de Ley	1,5
TPI	10,2	Viscofán	1,5
Telecinco	8,0	Acerinox	1,4
Sogecable	6,3	PT Multimédia	1,4
Altadis	6,3	Iberia	1,2
Faes	5,7	Ence	1,1
Antena 3	5,3	Arcelor	0,9
Indra	5,1	Terra Lycos	0,9
Telefónica Móviles	4,6	Sos Cuétara	0,7
Inditex	4,1	Zeltia	0,0

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

Revisiones del BpA 2005E en el año (%)			
10 mejores		10 peores	
Zeltia	415,0	Logista	-11,8
Terra Lycos	176,8	Barón de Ley	-12,4
Inm. Colonial	30,3	Aguas Barcelona	-16,6
Repsol YPF	26,6	Ence	-16,7
Ebro Puleva	25,9	Portugal Telecom	-17,0
Jerónimo Martins	25,4	TelePizza	-17,0
Cortefiel	24,9	NH Hoteles	-19,2
Telecinco	24,5	Sogecable	-19,7
Sol Meliá	23,7	Iberia	-25,4
Tubacex	20,5	Cimpor	-28,0

FCpA/DpA 2005E (%)			
10 mejores		10 peores	
Sos Cuétara	29,4	Portugal Telecom	2,9
Abengoa	14,4	Iberdrola	2,8
Sol Meliá	13,4	Aldeasa	2,7
Prisa	12,7	Inditex	2,1
OHL	12,1	PT Multimédia	1,9
Ence	7,6	Antena 3	1,4
Sacyr Valleherm.	7,1	Telecinco	1,3
Uralita	6,9	TPI	1,3
Aguas Barcelona	6,8	Zardoya Otis	1,1
Viscofán	6,8	Prosegur	0,1

Deuda/recursos propios 2005E (%)			
10 mejores		10 peores	
REE	285,6	Terra Lycos	-15,2
OHL	274,9	Antena 3	-19,8
Telefónica			
Móviles	241,0	Inditex	-19,9
Sacyr Valleherm.	233,0	Aldeasa	-31,5
Ferrovial	229,5	Indra	-34,6
Inm. Colonial	227,5	Logista	-42,2
Metrovacesa	197,9	Amadeus	-44,3
Enagás	157,6	Telecinco	-64,6
Inm. Urbis	149,3	Iberia	-71,0
Sogecable	146,6	Zardoya Otis	-143,8

ROE 2005E (%)			
10 mejores		10 peores	
Zardoya Otis	104,1	Sos Cuétara	12,0
TPI	53,9	Tubacex	11,3
Telecinco	44,4	Acciona	10,7
Altadis	41,6	Barón de Ley	9,7
Telefónica Móviles	39,2	Acerinox	9,1
Portugal Telecom	35,1	Viscofán	7,1
Antena 3	33,7	Iberia	4,4
Metrovacesa	28,1	Terra Lycos	0,2
Inditex	26,5	Zeltia	-1,5
Indra	26,1	Jazztel	-144,3

VI, MONITOR DEL CRECIMIENTO

TACC BpA 2003-06P (%)			
10 mejores		10 peores	
Prosegur	59,1	Telecinco	6,1
Sol Meliá	41,3	Repsol YPF	6,0
Prisa	32,4	TelePizza	5,9
Ence	28,4	Ebro Puleva	4,7
NH Hoteles	28,2	Gamesa	3,6
Antena 3	23,7	Aguas Barcelona	2,4
Sos Cuétara	22,5	Viscofán	1,6
OHL	20,0	Aldeasa	0,4
B. Pastor	19,5	Sacyr Valleherm.	-0,2
B. Popular	19,5	Barón de Ley	-4,7

TACC DpA 2003-06P (%)			
10 mejores		10 peores	
Inditex	38,1	Acerinox	3,2
B. Sabadell	28,2	Aldeasa	3,2
NH Hoteles	26,0	Prisa	3,0
Sol Meliá	23,4	Ence	2,5
Unión Fenosa	21,6	Sos Cuétara	0,0
B. Pastor	21,5	Iberia	0,0
Indra	20,0	Abengoa	0,0
OHL	19,1	Sacyr Valleherm.	-0,2
Logista	18,6	Telecinco	-6,2
Inm. Urbis	18,1	Viscofán	-9,9

TACC EBITDA 2003-06P (%)			
10 mejores		10 peores	
Sogecable	23,1	Metrovacesa	4,9
Sos Cuétara	20,5	Ebro Puleva	4,7
Acciona	18,7	Barón de Ley	4,7
OHL	18,6	Aldeasa	3,4
Antena 3	18,4	TelePizza	1,3
Logista	17,0	Uralita	1,3
Inm. Urbis	16,8	Faes	0,9
Inditex	15,6	Repsol YPF	0,3
Enagás	15,0	Tubacex	0,2
Prosegur	14,6	Acerinox	-3,1

TACC ingresos 2003-06P (%)			
10 mejores		10 peores	
Jazztel	34,8	Barón de Ley	4,1
Zeltia	23,5	Faes	4,0
Grupo Santander	18,6	TPI	4,0
Inditex	18,0	Prisa	3,8
Logista	17,9	Enagás	3,5
Inm. Urbis	15,5	TelePizza	1,9
Bankinter	13,8	Cementos Portland	1,7
B. Pastor	12,9	Repsol YPF	-0,3
Gamesa	12,7	Endesa	-0,3
Banesto	11,6	Uralita	-6,1

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

Margen neto 2005E (%)			
10 mejores		10 peores	
Abertis	42,1	Ferrovial	4,3
B. Popular	34,9	Arcelor	4,2
BBVA	32,9	Sos Cuétara	3,6
Banesto	32,1	Abengoa	3,4
Grupo Santander	31,1	Corp. Mapfre	2,9
Metrovacesa	30,6	OHL	2,3
B. Valencia	30,0	Iberia	1,6
B. Sabadell	29,7	Terra Lycos	0,6
Telecinco	29,2	Zeltia	-4,6
Bankinter	28,8	Jazztel	-19,9

TACC FCpA 2003-06P (%)			
10 mejores		10 peores	
Jazztel	45,5	Tubacex	1,0
Sogecable	28,2	Repsol YPF	1,0
Prosegur	27,8	TelePizza	-0,6
Acciona	24,0	Barón de Ley	-3,4
Metrovacesa	23,0	Endesa	-3,6
Antena 3	20,3	Uralita	-3,9
Sol Meliá	19,9	Faes	-4,5
Enagás	18,5	Unión Fenosa	-5,6
ACS	18,3	Sacyr	-5,7
Ence	17,6	Vallehermoso	-5,7
		Acerinox	-6,5

Margen EBITDA 2005E (%)			
10 mejores		10 peores	
Abertis	73,4	Abengoa	12,2
REE	52,5	Terra Lycos	11,8
Telefónica	44,1	Arcelor	11,6
Barón de Ley	44,0	Zeltia	11,1
Telecinco	43,2	Acerinox	11,0
Portugal Telecom	41,5	Aldeasa	10,6
Telefónica Móviles	40,8	Sos Cuétara	9,7
Inm. Colonial	40,7	ACS	9,0
Enagás	39,0	Iberia	5,3
Metrovacesa	37,9	Jazztel	-7,0

Potencial hasta el precio objetivo de S.I. Bolsa (%)			
10 mejores		10 peores	
Sogecable	44,7	TelePizza	-18,2
Portugal Telecom	29,4	Corp. Mapfre	-20,3
Sonae SGPS	28,2	Zeltia	-20,5
Inditex	26,6	Metrovacesa	-21,0
BES	26,0	Inm. Urbis	-24,0
Ence	20,6	Jazztel	-26,5
ACS	19,8	Faes	-32,2
BCP	19,0	Tubacex	-39,1
Brisa	18,5	B. Valencia	-39,5
Ferrovial	18,3	Sos Cuétara	-40,9

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

INFORMACIÓN IMPORTANTE:

Santander Investment Bolsa espera recibir ingresos de las siguientes compañías en los próximos tres meses por servicios de banca de inversión: Ence, ACS FCC, Ferrovial, Ebro Puleva, Sos Cuétara, Zeltia, NH Hoteles, Sacyr-Vallehermoso, Grupo Santander, Corporación Mapfre, Portugal Telecom, Sogecable, Antena 3, Recoletos, Telecinco and Iberdrola.

Santander Investment Bolsa ha recibido ingresos de las siguientes compañías en los últimos 12 meses por servicios de banca de inversión: Arcelor, Azkoyen, Cimpor, Ence, Tubacex, Uralita, Acciona, ACS, FCC, Ferrovial, Adolfo Domínguez, Altadis, Campofrío, Ebro Puleva, Faes, Inditex, Viscofán, Zeltia, NH Hoteles, TelePizza, Amadeus, Iberia, Brisa, Metrovacesa, Sacyr-Vallehermoso, Aguas de Barcelona, Bankinter, Grupo Santander, Corporación Mapfre, Enagás, Repsol YPF, Telefónica, Telefónica Móviles, Portugal Telecom, Jazztel, TPI, Sogecable, Antena 3, Recoletos, Telecinco, Endesa, Iberdrola, REE and Unión Fenosa.

Santander Investment Bolsa ha dirigido o codirigido una oferta pública de venta de los títulos valores de las siguientes compañías en los últimos 12 meses: Arcelor, Ence, Cintra and Telecinco.

Grupo Santander o sus filiales poseen el 1% o más de cualquier clase de valores de: Banco Popular, Ferrovial, Amadeus, Logista, Inmobiliaria Urbis, Banesto, BBVA, Cepsa, Telefónica, Antena 3, Endesa, Iberdrola and Unión Fenosa.

El presente informe ha sido preparado por Santander Investment Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. ("Santander Investment 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 Investment Bolsa, Sociedad de Valores, S.A, 2005, Reservados todos los derechos,



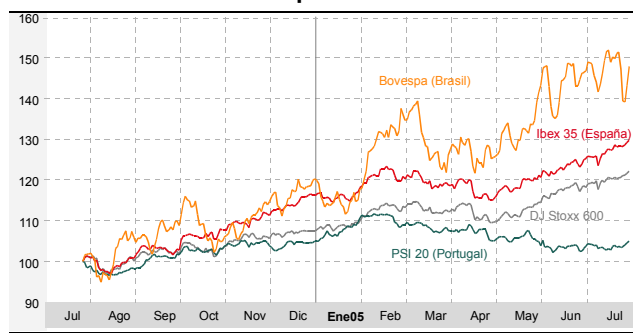
THE IBERIAN STRATEGY OBSERVER

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

Juan José Fernández
(34) 91 289 3704
juanjosefernandezg@gruposantander.com

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

Índices mundiales – Comportamiento bursátil



Fuente: JCF.

Comportamiento de los activos

	Cierre 15-Julio	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	285,2	1,6	3,4	3,7	14,0
S&P 500	1.243,7	1,4	3,7	4,4	2,6
Bono a 10 a. zona euro	3,23	-0,2	0,7	3,0	-12,5
Bono a 10 años EEUU	4,19	-0,2	5,9	7,6	-0,2
Tipo inter. 3M zona euro	2,12	0,0	1,0	0,9	-1,4
Tipo interés 3M EEUU	3,39	0,9	8,9	8,9	53,4
Euro-dólar	1,21	0,6	0,5	0,2	-10,5
Barril de Brent (US\$)	58,9	3,2	7,7	8,3	47,6
CRB (US\$)	344,2	1,5	6,8	2,1	-1,2

Fuentes: Bloomberg.

Universo de cobertura Santander Investment – Valoración

	PER		EV/EBITDA		TACC 3 a		RpD P/VC	
	05E	06P	05E	06P	BpA	EBITDA	06P	06P
CAC40	14,6	13,1	6,1	5,6	8,7	10,1	3,1	2,2
DAX30	14,6	13,0	3,8	3,4	12,6	8,4	3,0	1,9
MIB30	16,4	14,7	5,4	5,3	7,5	5,8	3,9	2,3
PSI20	13,3	11,7	8,1	7,6	13,3	2,4	4,5	2,0
IBEX35	26,9	15,3	7,3	6,7	9,9	1,7	3,6	3,0
DJ Stoxx 600	15,9	13,8	6,9	6,4	4,1	9,1	3,5	2,8
DJ Stoxx 50	13,5	12,4	5,4	5,3	8,1	8,6	3,9	2,6
DJ Euro Stoxx 50	14,0	12,7	5,7	5,4	8,8	8,1	3,6	2,2
P. Ib. B. capital	9,0	12,7	4,1	5,3	-31,7	-32,4	2,7	1,7
P. Ib. Construcc.	17,8	15,9	9,2	8,3	13,3	11,9	1,9	2,6
P. Ib. B. cons.	20,5	18,8	9,1	8,8	-4,7	-7,4	2,9	4,3
P. Ib. Serv. cons.	15,5	18,2	10,9	12,5	-0,8	-3,2	1,8	2,9
P. Ib. Finan.	13,2	12,0	ND	ND	16,6	ND	3,8	2,0
P. Ib. Petr. y gas	16,2	13,9	7,2	6,9	-3,0	-4,4	2,4	2,1
P. Ib. TMTs	37,2	27,8	12,8	11,2	-24,8	-38,0	1,5	7,8
P. Ib. Utilities	14,4	14,4	7,0	7,5	-10,6	-8,9	3,9	3,8

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

Puntos destacados

- En el *Rincón del estratega* de esta semana incluimos los últimos acontecimientos en las economías latinoamericanas comentados en el último informe *Inside Latin America* de Santander Investment Securities.
- Somos optimistas respecto a Latinoamérica. Tres puntos clave en la región: el déficit por cuenta corriente de EEUU, la negociación de la deuda de Argentina y la revaluación del Yuan.
- En estos momentos, Argentina y Brasil serían los países más interesantes de la zona en cuanto a noticias.

Puntos de interés

- Los buenos resultados de **BBVA** ratifican nuestra recomendación de Comprar.
- **Telefónica** ha publicado muy buenos datos en el 2T05, con noticias positivas en España y Latinoamérica.
- Hace dos semanas considerábamos que seguía siendo buen momento para comprar **Ferrovial**. Los datos del 2T05, publicados esta semana, nos llevan a insistir en ello.

Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 15-Julio	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	4.425,7	1,3	4,6	4,6	15,8
DAX30	4.829,9	2,8	4,6	5,3	13,5
MIB30	33.469,0	0,4	3,5	3,4	7,2
PSI20	7.509,6	0,6	-0,2	0,0	-1,2
IBEX35	10.021,5	0,6	3,0	2,4	10,4
DJ Stoxx 600	281,5	-0,1	1,5	2,0	12,1
DJ Stoxx 50	3.095,8	-0,7	1,3	2,0	11,6
DJ Euro Stoxx 50	3.299,9	0,7	3,7	3,7	11,8
P. Ib. B. capital	ND	0,8	1,4	1,1	8,4
P. Ib. Construcción	ND	1,1	7,8	4,1	39,8
P. Ib. B. consumo	ND	1,9	0,3	2,0	9,8
P. Ib. Serv. consumo	ND	0,3	5,4	2,7	26,6
P. Ib. Financieras	ND	1,3	2,2	2,5	7,3
P. Ib. Petróleo y gas	ND	-0,7	8,6	5,4	18,3
P. Ib. TMTs	ND	NA	-1,7	0,5	-2,7
P. Ib. Utilities	ND	-0,3	0,8	-3,3	10,2

Fuente: Bloomberg.

RESUMEN DE ESTRATEGIA SECTORIAL

Península Ibérica – Resumen de estrategia sectorial

Sector	Pond. en el índice	Posición S.I.		Comentarios	Valores preferidos
		Táctica	Estratég.		
Bancos	27,4%	↓	↓	Crece la preocupación sobre la desaceleración de la economía española y el “inflado” sector inmobiliario. Los síntomas de una “desaceleración” paulatina en el sector podrían provocar la caída de la cotización de los bancos españoles. Los bancos pequeños se han beneficiado de las especulaciones sobre actividad corporativa, que parecen un poco excesivas en estos momentos.	BBVA, BCP
Bienes de capital	5,3%	↑	↑	El ciclo inversor toca fondo y ya se vislumbran síntomas de recuperación de la inversión de capital. Creemos que las valoraciones de las compañías ligadas al metal (Acerinox, Arcelor) incorporan una fuerte recuperación en precios y volúmenes. Preferimos las compañías de pasta y papel (Ence) y las industriales con procesos de reestructuración (Tubacex, Uralita).	Uralita
Construcción	4,0%	↑	↑	El auge del sector de la construcción en España parece no tener fin, en claro contraste con las compañías portuguesas, que se están viendo perjudicadas por las restricciones en la obra civil. La diversificación en los servicios y en el área de concesiones debería de traer estabilidad a largo plazo. La actividad corporativa podría seguir despertando interés en el sector.	Ferrovial, ACS
Bienes de consumo	6,2%	↑	↑	En los últimos años, el crecimiento económico en España se ha debido principalmente al consumo doméstico, pero ya son evidentes ciertos signos de preocupación. Preferimos los operadores defensivos, con historial de recuperación (Ebro Puleva) a los de riesgo regulatorio (Altadis) o a los valores expuestos al consumo discrecional.	Ebro Puleva
Servicios financieros	0,9%	↓	↓	La prudencia de los equipos directivos de las aseguradoras del sur de Europa aporta cierta seguridad a un sector afectado de manera negativa por la fuerte caída de los mercados bursátiles. El limitado descuento actual en las valoraciones por suma de las partes ofrece un potencial de revalorización limitado a las sociedades de cartera incapaces de mostrar una trayectoria de inversión convincente.	Corp. Mapfre
Petróleo y gas	9,0%	↑	↑	Unos precios estables (y elevados) del petróleo y la mejora de la situación en Latinoamérica son dos factores que invitan al optimismo en el mercado ibérico del petróleo. Los riesgos de reinversión y regulatorios complican la inversión en los operadores de gas. En Enagás nos gusta la combinación de crecimiento y un marco regulatorio “desgastado”.	Repsol YPF, Enagás
Servicios	8,0%	↓	↓	A pesar de su apalancamiento a la fase de recuperación del ciclo, la industria de ocio podría mostrar un escaso poder de fijación de precios debido al exceso de capacidad. El sector inmobiliario podría sufrir ante la percepción de que el valor de los activos reales está alcanzando el límite y por la resaca de tanta actividad corporativa. Apostamos por el sector de las autopistas portugués por su crecimiento y carácter defensivo.	Sol Meliá, Logista, Aguas de Barcelona
TMTs	28,8%	↑	↑	Las telecomunicaciones siguen con el proceso de “desapalancamiento”, desprendiéndose de las actividades no estratégicas y centrándose en las estrategias “básicas” tras la fiebre de Internet. La exposición a Latinoamérica y las generosas políticas de remuneración a los accionistas deberían ofrecer cierto potencial de revalorización a corto plazo. Recomendamos sustituir los operadores de TV por los de prensa escrita a corto plazo.	TEF, Indra, Prisa, Sogecable
Utilities	10,4%	↓	↓	Los avances en “estrategias de integración” y el “desapalancamiento” financiero son las cuestiones básicas para un comportamiento relativo superior a largo plazo. Sin embargo, la incertidumbre que rodea a la implantación y los efectos del nuevo Programa del Comercio de Derechos de Emisiones de Gases de la UE continúan pesando en las compañías eléctricas españolas. El débil comportamiento frente a los homólogos europeos es merecido.	Endesa, Iberdrola

Fuentes: estimaciones Santander Investment Bolsa.

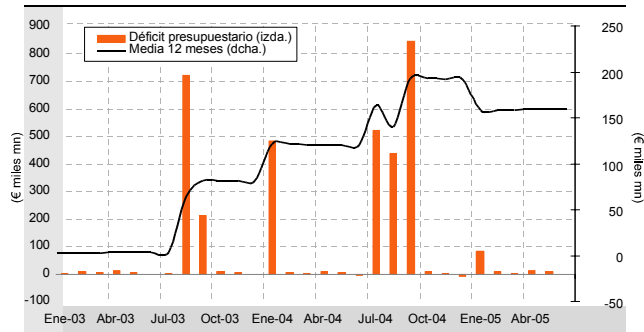
THE IBERIAN MACRO OBSERVER

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

Juan José Fernández
(34) 91 289 3704
juanjosefernandezg@gruposantander.com

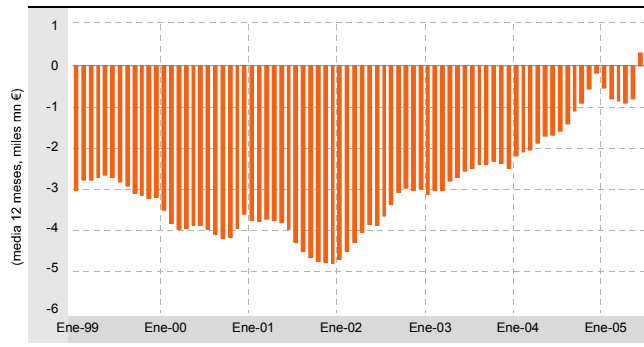
Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespasa@gruposantander.com

España – Déficit presup.. (Cont. Nacional), 1999-2005



Fuentes: Ministerio de Economía y Santander Investment Bolsa.

España – Déficit presupuestario (Caja), 1999-2005



Fuentes: Ministerio de Economía y Santander Investment Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana:

En EEUU:

- (1) El ISM debería avanzar 54 puntos
- (2) No esperamos presiones en el deflactor del consumo subyacente
- (3) Las solicitudes de subsidio rondarían las 315.000
- (4) Los pedidos de fábrica deberían arrojar un fuerte incremento
- (5) Sólido informe de empleo con una creación de empleo en torno a 180.000

En la zona euro:

- (1) Escaso avance del PMI manufacturero de la zona euro
- (2) Los pedidos de fábrica en Alemania podrían dispararse
- (3) Los precios de producción industrial de la zona euro subirían en el índice general
- (4) El PMI de servicios de la zona euro debería mejorar en julio
- (5) El BCE mantendría su política de "esperar hasta ver qué pasa"

■ En **Portugal** no se publicaron indicadores importantes, pero una crisis en el Gobierno atraía todas las miradas: el Primer Ministro, José Sócrates, obligaba al ministro de Economía a dimitir y nombraba a Fernando Teixeira dos Santos como sucesor. Teixeira dos Santos ha dirigido la CMVM (comisión de vigilancia del mercado de valores en Portugal) y fue viceministro de Economía en la segunda mitad de los años noventa.

■ En **España** el Gobierno elevaba sus estimaciones de crecimiento del PIB para 2005 (del 2,9% al 3,3%) y 2006 (del 3,0% al 3,3%). Los últimos datos de desempleo revelan mayor creación de empleo: en el 2T05 hubo una creación neta de 402.300 puestos, con la tasa de desempleo en el 9,3%.

■ **La semana en EEUU.** Datos positivos de nuevo: (1) los indicadores económicos adelantados y las revisiones apuntan a un crecimiento sólido; (2) los pedidos de bienes duraderos se disparan; (3) cae ligeramente la confianza del consumidor, aunque se mantiene fuerte; (4) el Libro Beige habla de fuerte crecimiento sin inflación; y (5) el avance del PIB del 2T05 sitúa la economía en el camino correcto.

■ **La semana en la zona euro.** Los datos apuntan a una recuperación en el 2S05: (1) las mejoras registradas en las encuestas del INSEE, IFO, ISAE y Comisión Europea son coherentes con un entorno de recuperación; (2) sin presiones inflacionistas en la tasa subyacente en la zona euro a corto plazo; y (3) avance generalizado de los indicadores de confianza de la zona euro.

■ En el *Rincón macro* analizamos las cuentas públicas españolas. El buen comportamiento de los ingresos en los últimos meses y las revisiones del PIB permitirían mantener el buen estado de las cuentas públicas españolas en lo que queda de año.

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
Lunes 25-Jul	16:00	EEUU	Viviendas de Segunda Mano (mn)	Jun	7,13	7,13	7,33
Martes 26-Jul	9:00	España	Precios de producción (m/a)	Jun	-0,1/4,2	-	0,3/4,4
	9:30	Italia	Confianza empresarial	Jul	84,2	84,7	86
	10:00	Alemania	IFO-Clima empresarial	Jul	93,3	93,9	95
	10:00	Alemania	IFO-Condiciones actuales	Jul	93,7	93,9	94,9
	10:00	Alemania	IFO-Expectativas	Jul	92,9	94	95
	14:20	Alemania	Índice de precios de consumo (m/a)	Jul P	0,1/1,8	0,3/1,9	0,4/1,9
	16:00	EEUU	Confianza del consumidor	Jul	105,8	106,0	103,2
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	24 Jul	-9	-	-7
Miércoles 27-Jul	8:00	Alemania	Confianza del consumidor (GfK)		-	-	2,9
	8:45	Francia	Confianza empresarial	Jul	99	100	101
	8:45	Francia	Expectativas de producción	Jul	-26	-22	-25
	9:30	Italia	Confianza minoristas	Jun	96,2 R	-	100,4
	9:30	Italia	Encuesta de servicios	Jul	-3	-	8
	10:00	Italia	Salario por hora (m/a)	Jun	0,1/3,1	0,1 / 3,1	0,0/3,0
	11:00	Zona euro	Balanza cta. corriente (intertrimestral)	1T (2º publ.)	15,8 R	-	0,8
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	22 Jul	1,2	-	-5,8
	14:30	EEUU	Pedidos de bienes duraderos	Jun	6,4	-0,8	1,4
	14:30	EEUU	Excl. transporte	Jun	0,9	1,0	2,6
	16:00	EEUU	Ventas nuevas viviendas	Jun	1.321.000 R	1.300.000	1.374.000
	20:00	EEUU	Libro Beige	-	-	-	-
Jueves 28-Jul	8:00	Alemania	ILO Tasa de desempleo	Jun	9,2 R	9,3	9,2
	8:45	Francia	Precios de producción (m/a)	Jun	-0,3/2,5 R	0,4/2,8	0,4/2,9
	9:00	España	Precios minoristas (m/a)	Jun	-1,5/4,8	7/1	2,9/4,2
	9:55	Alemania	Var. número empleos	Jul	-26.000 R	-10.000	-42.000
	9:55	Alemania	Tasa de empleo	Jun	11.000 R	8.000	28.000
	10:00	Zona euro	M3 (ajustado) (anual)	Jun	7,3	7,1	7,5
	10:00	Zona euro	M3 (media 3 meses)	Jun	6,8 R	7,1	7,2
	10:00	Italia	IPRI (m/a)	Jun	-0,3/3,2 R	0,4/3,3	0,6/3,7
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	23 Jul	305.000 R	318.000	310.000
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	16 Jul	2.571.000 R	2.591.000	2.603.000
	16:00	EEUU	Índice de ofertas de empleo	Jun	37	38	38
Viernes 29-Jul	8:45	Francia	Tasa de desempleo	Jun	10,2	10,2	10,1
	8:50	Francia	Índice de confianza del consumidor	Jul	-30	-29	-30
	9:00	España	Tasa de desempleo	2T	10,20	-	9,3
	11:00	Zona euro	Confianza industrial	Jul	-10	-9	-8
	11:00	Zona euro	Confianza del consumidor	Jul	-15	-15	-15
	11:00	Zona euro	Confianza económica	Jul	96,3	96,7	97,3
	11:00	Zona euro	Confianza de servicios	Jul	9	9	11
	11:00	Zona euro	Estimación del IPC	Jul	2,1	2,2	2,2
	14:30	EEUU	PIB anualizado	2T A	3,8	3,5	3,4
	14:30	EEUU	Índice de precios de PIB	2T A	2,9	2,7	2,4
	14:30	EEUU	Índice de coste de empleo	2T	0,7	0,8	0,7
	15:45	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	Jul F	96,5	96,4	96,5
	16:00	EEUU	Gestores de Compras de Chicago	Jul	53,6	55,0	63,5

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión
Lunes 1-Ago	10:00	Zona euro	PMI Manufacturas	Jul	49,9	-
	16:00	EEUU	Gasto en construcción (m)	Jun	-0,9	0,5
	16:00	EEUU	ISM Manufacturas	Jul	53,8	54,0
	16:00	EEUU	ISM Precios pagados	Jul	50,5	52,9
	16:00	EEUU	Ventas pendientes de casas	Jun	-2,0	0,8
	-	Italia	Déficit presupuestario (neto) (miles mn)	Jul	6,8	-
	-	Italia	Nuevas matriculaciones de coches (a)	Jul	18,0	-
Tuesday 2-Ago	11:00	Zona euro	IPRI (m/a)	Jun	-0,2/3,5	-
	11:00	Zona euro	Tasa de desempleo	Jun	8,8	-
	14:30	EEUU	Ingresos personales	Jun	0,2	0,4
	14:30	EEUU	Gastos personales	Jun	0,0	0,8
	14:30	EEUU	Gasto personal subyacente (m/a)	Jun	0,2/1,6	0,1/
	14:30	EEUU	Gasto personal defactor(a)	Jun	2,2	-
	16:00	EEUU	Pedidos de fábrica	Jun	2,9	0,3
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	31 Jul	-7	-
	-	EEUU	Ventas de vehículos totales (mn)	Jul	17,5	18,0
	-	EEUU	Ventas de vehículos nacionales (mn)	Jul	14,1	14,3
Miércoles 3-Ago	10:00	Zona euro	PMI Servicios	Jul	53,1	-
	11:00	Zona euro	Comercio al por menor (m/a)	Jun	1,1/2,0	0,2/0,7
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	29 Jul	-	-
	16:00	EEUU	ISM No Manufacturas	Jul	62,2	61,0
Jueves 4-Ago	12:00	Alemania	Pedidos fábrica (desest./no desest.)(m/a)	Jun P	2,8 R/1,4 R	0,3/4,0
	13:45	Zona euro	EI BCE anuncia tipos de interés	Ago	2,00	2,00
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	30 Jul	310.000	316.000
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	23 Jul	2.603.000	-
Viernes 5-Ago	9:00	España	Producción industrial (no desest.)(a)	Jun	0,5	-
	-	España	Producción industrial (ajust.)(a)	Jun	0,6	-
	12:00	Alemania	Prod. Indust. (m/a)(desest./no des. ajust.)	Jun P	-0,2/0,9	-
	14:30	EEUU	Tasa de desempleo	Jul	5,0	5,0
	14:30	EEUU	Salario medio por horas (m/a)	Jul	0,2/	0,2/2,7
	14:30	EEUU	Var. en el número de empleos no agrícolas	Jul	146.000	180.000
	14:30	EEUU	Var. en el número de empleos agrícolas	Jul	-24.000	-5.000
	14:30	EEUU	Jornada semanal media (horas)	Jul	33,7	33,7
	21:00	EEUU	Crédito al consumo (miles mn)	Jun	-3,0	5,8

(m) % intermensual; (a) % interanual; (t) % intertrimestral; (mn) millones; (R) revisado; (F) final; (P) preliminar; desest. (desestacionalizada).

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



RINCÓN DEL ESTRATEGA

Esta semana, el *Rincón del estratega* incluye un resumen de nuestro último informe *Inside Latin America* publicado el 25 de julio. El texto lo firma Ernest W. (Chip) Brown, Economista Jefe para Latinoamérica de Santander Investment Securities en Nueva York.

PANORAMA GENERAL: TRIMESTRE DECISIVO PARA LATINOAMÉRICA

En este informe de *Inside Latin America*, algunos temas que venimos tratando desde enero siguen estando a la orden del día, mientras que otros parecen haberse zanjado. En informes anteriores, analizamos el impacto de la posible negociación de la deuda de Argentina, la revaluación del yuan chino (CNY) y el efecto de los déficits gemelos estadounidenses en el futuro de la zona. La negociación de la deuda de Argentina ya está resuelta, los chinos han cambiado su sistema cambiario de un tipo de cambio fijo contra el dólar estadounidense a una cesta de monedas que aún no se ha especificado, y el tema de EEUU no es menos preocupante hoy que en enero.

Latinoamérica sigue sacando provecho a estar al otro lado del déficit comercial de EEUU, con superávits de balanza por cuenta corriente superiores a lo normal. Éste será el tercer año consecutivo en el que el superávit de balanza por cuenta corriente de Latinoamérica supere el 1% del PIB de la zona, el equivalente a 23.000 mn US\$. Por la misma razón, es el segundo año en que se prevé que la media del déficit fiscal en la región no supere el 1% del PIB. El crecimiento de la zona —previsión del 4% en 2005-06— no es uniforme en magnitud o cualidad. Las previsiones indican que la inflación regional permanecerá por debajo del 6% en ambos años.

Decir que la situación actual —que debe parecer como el punto de equilibrio para muchos recién llegados al mercado— es insostenible no es ser pesimista. Así como el reflejo exacto del déficit exterior estadounidense es el superávit compensatorio de la balanza de capitales, en Latinoamérica el equivalente es un déficit considerable de la balanza de capitales en la balanza de pagos. Para ser francos, es una locura que Latinoamérica, escasa como está de capital, exporte capital al resto del mundo. La formación bruta de capital a largo plazo y el crecimiento de la renta nacional y los ingresos personales en Latinoamérica se detendrán hasta que EEUU reduzca sus déficits gemelos.

Ésta es la razón por la que la medida adoptada el 21 de julio por las autoridades monetarias chinas es tan importante para Latinoamérica. La apreciación inicial del 2% del yuan chino no supone nada, pero reconocer que el tipo de cambio no es intocable sí y mucho. Básicamente, ofrece a los exportadores de soja, cobre, cemento, hierro y acero de Sudamérica más posibilidades para vender en China u optar a mercados internacionales. Para los mexicanos, ofrece a los exportadores mayores oportunidades de nuevas inversiones en fábricas y equipos y nuevos mercados de exportación.

En mayo, dedicamos gran parte del informe *Strictly Macro* al impacto de una revaluación de China y llegamos a la conclusión de que México era la economía latinoamericana más cercana a la china y que el peso mexicano era un punto de referencia para los optimistas con el yuan. El resto de los temores derivaban del impacto en los precios de exportación de las materias primas.

En el informe de nuestro equipo argentino, volvemos a advertir de que los actuales niveles bajo par de inversión neta implican que, a excepción del sector de vehículos, el sector industrial está cerca del máximo de capacidad. Al mismo tiempo, el crédito al sector privado crece por encima del 10%, animado por el optimismo y la creación de empleo. La posible consecuencia de un estrechamiento del *output gap*, acompañado de un estímulo fiscal, sería mayor inflación. El ARS sigue apreciándose, a pesar de la compra de dólares por parte del banco central, y, en nuestra opinión, llegará a 2,65 ARS/US\$.

Nuestro equipo en Brasil está convencido de que la dramática situación política que vive Brasilia tendrá un efecto real y negativo en el crecimiento este año, y recurre al verbo “sobrevivir” para describir la relación entre la política y la economía en los próximos meses. Hemos reducido nuestras previsiones para el crecimiento del PIB de este año en medio punto, hasta el 2,7%, y hemos elevado un 0,3%, hasta el 3,8% las del próximo año. En opinión de nuestros economistas de São Paulo, la desconfianza cada vez mayor en la actividad carente de ética en la Administración de Lula está sembrando la cautela entre los consumidores y empresarios en sus decisiones de gasto e inversión. Los últimos datos publicados revelan que la inversión en bienes de capital crecía un 3% intermensual y un 24,3% interanual en mayo, aunque nuestro equipo también señala que las ventas de materiales de construcción en mayo se redujeron desde abril, lo que podría entenderse como muestra de lo que se avecina. La conclusión a la que llegamos en Nueva York es que son muchos los datos que apuntan a que Brasil podría sobrevivir: las estadísticas sobre inflación parecen apuntar en la dirección correcta y Antonio Palocci, del moderado Partido de los Trabajadores, parece estar ganando poder en la Administración, por mencionar tan sólo dos pruebas reveladoras.

En Chile, Pablo Correa se ha incorporado al equipo de Santander Investment Securities. Correa descarta grandes sorpresas en el horizonte. Las lluvias de otoño han llenado los embalses, lo que ha hecho que la crisis de gas natural de Argentina parezca menos urgente que antes. No obstante, en su informe, Correa destaca la sensibilidad de Chile al elevado precio internacional del petróleo, tanto en su papel de consumidor como de exportador a otras economías dominantes. El panorama de las elecciones generales en Chile empieza a aclararse. El principal interrogante es si la socialista Michelle Bachellet ganará en el primer recuento de votos el día 11 de diciembre o lo hará en una segunda vuelta un mes después.

Nuestro equipo en Ciudad de México ha cambiado su estimación del peso mexicano, con una estimación para finales de 2005 de 10,9 MXN/US\$ (nuestra previsión anterior apuntaba a 11,4 MXN/US\$), desde 10,6 MXN/US\$, una vez que la relajación de política monetaria, que empezaría en septiembre, haga menos atractivas las operaciones de *carry* en la curva. En nuestra opinión, el paso dado por las autoridades monetarias chinas añade cierto riesgo alcista a nuestra estimación. La demanda nacional seguirá actuando de principal condicionante en los próximos meses, gracias al aumento del crédito al consumo, un 40% o más en términos reales respecto a hace un año aproximadamente. Seguimos esperando que el IPC se sitúe en el 3,8% a finales de año.

Los economistas Milton Guzmán y Asdrúbal Oliveros de Caracas repasan las consecuencias del elevado precio del petróleo en el crecimiento del PIB (podría rondar el 8% este año, un incremento del 0,6% respecto a nuestra estimación anterior) y el déficit fiscal (pasa del 3,8% al 2,4% del PIB). También lamentan la pérdida de transparencia fiscal en el Gobierno de Chávez, que hace disminuir los recursos con los que cuenta el crítico balance del Banco Central de Venezuela.

En los países andinos de Colombia, Ecuador y Perú, las situaciones son diferentes. En todos ellos, la política desempeña un papel crucial. En Colombia, José López describe una economía que se mantiene relativamente fuerte tras una desaceleración puramente estadística en el IT05 vinculada a un efecto calendario por el hecho de que la Semana Santa cayó en marzo este año. Las estimaciones apuntan a unos tipos de interés sin cambios en 2005 y mayor presión inflacionista en 2006, que se correspondería con un tensionamiento monetario. Las perspectivas de reelección del presidente de Colombia, Álvaro Uribe, se han visto ensombrecidas por la negativa decisión judicial, que de forma efectiva, ha reducido la presión sobre el comité de revisión constitucional para emitir una sentencia favorable.



En Ecuador, continúan los esfuerzos políticos del presidente Alfredo Palacio. Se ha enfrentado a una dura oposición en el Congreso en su intención de reformar la legislación de responsabilidad fiscal, así como en la composición del Congreso en sí mismo, a pesar de la aceptación general de la necesidad de reformas fundamentales para que el país eche a andar por buen camino.

Mónica Calderón, en Lima, describe la sorprendente buena situación económica de Perú entre niveles relativamente altos de polémica política y la probable salida de miembros respetados del equipo de Toledo. Nuevos avances en las obligaciones del Club de París traerían mejoras marginales en los ratios de deuda de Perú, y la creciente atención en las elecciones presidenciales de 2006 aumentan la incertidumbre y las posibilidades de que el Gobierno actual introduzca una política fiscal expansiva.

PUNTOS DE INTERÉS

- **BBVA** (Comprar; precio objetivo: 14,50 €/acción) ha publicado los mejores datos trimestrales de su historia. Los resultados podrían provocar una revisión al alza de las estimaciones. El margen de intermediación crece un 11% interanual, la presión sobre márgenes en nuestro país disminuye, los ingresos operativos suben más de un 17% interanual (lo que compensa el aumento de los costes) y el beneficio neto crece más de un 20% interanual. Los resultados en Latinoamérica han sido especialmente buenos. El ROE del BBVA ha mejorado hasta sobrepasar el 30%. El valor contable por acción más dividendos (nuestra medida preferida para calcular la creación de valor para el accionista) supera el 15% y nuestros datos apuntan a que la compañía podría obtener una TACC del BpA cercana al 20% en 2004-07P. Por último, pero no por ello menos importante, el factor primordial a medio plazo para valorar el comportamiento de la cotización de BBVA es el plan de futuras adquisiciones. Esperamos que las operaciones futuras (en EEUU u otros países) repitan los parámetros de las últimas: razonables en términos de precios y que favorezcan a los accionistas. En vista de la reciente incertidumbre reguladora en Italia relacionada con la oferta de Unipol sobre BNL, existe la posibilidad de que BBVA pudiera tener otra oportunidad para lanzar una oferta sobre el banco italiano. En resumen, **razones suficientes para insistir en nuestra recomendación de Comprar**.
- **Telefónica** (Comprar; precio objetivo: 15,30 €/acción) obtiene datos interesantes en el 2T05 en telefonía fija. En cifras, el Grupo Telefónica conseguía crecimientos interanuales del 23% en ventas, del 14,4% en OIBDA, del 16,4% en beneficio neto y del 19,3% en el BpA. La inversión real del Grupo en el 1S05 sube un 48% interanual, con un ratio inversión real sobre ventas del 11%. Estos resultados superan nuestras estimaciones que apuntaban a un 17% en las ventas, un 10% en el OIBDA y un 18% en el beneficio neto. Los resultados del negocio de telefonía fija en España —donde TEF ha logrado mantener su cuota de mercado en el negocio de banda ancha— y en Latinoamérica han sido muy buenos. Los resultados reflejan la incorporación de los activos de BellSouth Mobile y Cesky en junio.
- Buenos resultados operativos de **Ferrovial** (Comprar; precio objetivo: 71,20 €/acción): el EBIT sube un 21,6% en el 2T05 (excluyendo el margen de la venta de suelo, +29,4% incluyendo la venta de suelo). Las ganancias de capital (por la venta del 5% de Ausol) y la venta de suelo (margen de 14 mn €) también han tenido un impacto positivo en el beneficio atribuible. Las divisiones de servicios, construcciones y concesiones arrojaban crecimientos del EBIT cercanos al 30,0% en el 2T05, mientras que la unidad inmobiliaria perdía un 3,0% debido al calendario de entregas (en el 2S05 se concentran una buena parte de las entregas). FER sigue siendo nuestro valor preferido en el sector. El precio objetivo de 71,20 €/acción no está considerando la posibilidad de crear valor derivada de la expansión de grupo en EEUU y en el Reino Unido. Si excluimos Cintra y la división de aeropuertos, FER cotiza a un PER de 9,0x, con una rentabilidad de FCL del 18%. De cara al futuro, el flujo de noticias debería ser positivo: resultados trimestrales, reapalancamiento del proyecto Chicago Skyway, aeropuerto de Sidney y Ausol, publicación de los datos del VPN de Macquaire Airports, etc.



Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recom.		Pr. objetivo		%	BpA 2005P		%	Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior	Var.	Nuevo	Anterior	Var.	
29-Julio	ACS	Comprar	Comprar	28,10	22,30	26,0	1,83	1,72	6,0	Crecimiento de los beneficios y mayor visibilidad
29-Julio	Telecinco	Infrapond.	Infrapond.	20,50	16,0	28,0	1,23	0,99	24,0	Potencial bajista limitado y <i>re-rating</i>
18-Julio	Ferrovial	Comprar	Comprar	71,20	56,70	26,0	2,66	3,02	-12,0	Ajustes en nuestras estimaciones
15-Julio	Adolfo Domínguez	Infrapond.	Comprar	30,00	22,30	34,5	1,82	1,69	7,7	Ajustes en nuestras estimaciones
15-Julio	Amper	Mantener	Comprar	6,00	6,00	0,0	0,21	0,32	-35,0	Ajustes en nuestras estimaciones
15-Julio	Dogi	Comprar	Comprar	6,50	7,50	-13,3	0,15	0,37	-60,0	Ajustes en nuestras estimaciones
15-Julio	Puleva Biotech	Infrapond.	Comprar	1,30	5,20	NS	0,03	0,10	-70,0	Ajustes en nuestras estimaciones
15-Julio	La Seda Barcelona	Mantener	N/R	2,70	N/R	-	0,20	N/R	-	inicio de cobertura
15-Julio	T. Azkar	Comprar	N/R	8,30	N/R	-	0,45	N/R	-	Reinicio de cobertura
15-Julio	Pescanova	Comprar	N/R	26,00	N/R	-	1,79	N/R	-	Reinicio de cobertura
15-Julio	Natra	Comprar	N/R	9,00	N/R	-	0,62	N/R	-	Reinicio de cobertura
15-Julio	Europac	Comprar	N/R	6,50	N/R	-	0,49	N/R	-	Reinicio de cobertura
15-Julio	Mecalux	Infrapond.	N/R	10,00	N/R	-	1,02	N/R	-	Reinicio de cobertura

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

CARTERA MODELO IBÉRICA

Large caps ibéricas – Lista de valores recomendados de Santander Investment Bolsa

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comportamiento bursátil (%)						
		Actual	31-Dic-04	Absoluto	Rel. a large caps ibéricas	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M	En el año
Sogecable	30-Sep-04	28,72	32,66	-12,1	-19,2	-23,6	-1,6	2,3	0,5	-9,6
BBVA	23-May-05	13,99	13,05	7,2	0,0	-4,3	10,1	16,7	9,3	6,9
Ferrovial	16-May-03	59,50	39,32	51,3	44,2	39,8	13,9	37,9	33,7	54,5
Endesa	22-Abr-05	18,55	17,29	7,3	0,1	-4,3	-2,9	10,0	7,5	7,3
Repsol	17-Jul-03	22,96	19,16	19,8	12,7	8,3	9,2	17,9	19,0	20,8
Inditex	04-Mar-05	22,27	21,70	2,6	-4,5	-8,9	1,7	-4,5	1,6	1,1
Lista recom. large caps	–	116,05	100,00	16,1	8,9	4,5	ND	ND	ND	16,1
Large caps ibéricas	–	107,16	100,00	7,2	0,0	-4,4	ND	ND	ND	7,2
IBEX35	–	10.128,80	9.080,80	11,5	4,4	0,0	3,8	12,7	11,0	11,7
PSI20	–	7.598,84	7.571,85	0,4	-6,8	-11,2	1,9	0,1	-4,2	0,2
DJ Stoxx 50	–	3.143,03	2.774,77	13,3	6,1	1,7	3	11,9	12,5	13,6

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

Small y mid caps ibéricas – Lista de valores recomendados de Santander Investment Bolsa

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comp. bursátil (%)						
		Actual	31-Dic-04	Absoluto	Rel. a small-mid caps ibér.	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M	En el año
Ebro Puleva	30-Dic-04	14,81	10,50	41,0	19,6	29,5	-3,9	11,0	26,8	37,8
Sol Meliá	16-Feb-05	11,75	7,30	61,0	39,5	49,4	23,1	32,9	43,5	60,0
Prisa	30-Dec-04	15,70	15,62	0,5	-21,0	-11,0	-2,2	6,9	7,0	0,9
Enagás	23-May-05	14,36	12,20	17,7	-3,8	6,2	-0,4	17,9	15,9	18,0
Indra	30-Dic-04	16,65	12,57	32,5	11,0	20,9	-1,0	23,1	26,1	31,0
Prosegur	08-Mar-05	19,29	14,48	33,2	11,7	21,7	11,2	14,5	33,7	34,4
Lista recom. SMC	–	136,21	100,00	36,2	14,7	24,7	ND	ND	ND	36,2
Small-mid caps ibéricas	–	121,47	100,00	21,5	0,0	9,9	ND	ND	ND	21,5
IBEX35	–	10.128,80	9.080,80	11,5	-9,9	0,0	3,8	12,7	11,0	11,7
PSI20	–	7.598,84	7.571,85	0,4	-21,1	-11,2	1,9	0,1	-4,2	0,2
DJ Small 200 Europe	–	150,42	129,16	16,5	-5,0	4,9	3,4	13,4	12,5	16,6

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

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.

INFORMACIÓN IMPORTANTE:

Santander Investment Bolsa espera recibir ingresos de las siguientes compañías en los próximos tres meses por servicios de banca de inversión: Ence, ACS FCC, Ferrovial, Ebro Puleva, Sos Cuétara, Zeltia, NH Hoteles, Sacyr-Vallehermoso, Grupo Santander, Corporación Mapfre, Portugal Telecom, Sogecable, Antena 3, Recoletos, Telecincin and Iberdrola.

Santander Investment Bolsa ha recibido ingresos de las siguientes compañías en los últimos 12 meses por servicios de banca de inversión: Arcelor, Azkoyen, Cimpor, Ence, Tubacex, Uralita, Acciona, ACS, FCC, Ferrovial, Adolfo Domínguez, Altadis, Campofrío, Ebro Puleva, Faes, Inditex, Viscofán, Zeltia, NH Hoteles, TelePizza, Amadeus, Iberia, Brisa, Metrovacesa, Sacyr-Vallehermoso, Aguas de Barcelona, Bankinter, Grupo Santander, Corporación Mapfre, Enagás, Repsol YPF, Telefónica, Telefónica Móviles, Portugal Telecom, Jazztel, TPI, Sogecable, Antena 3, Recoletos, Telecincin, Endesa, Iberdrola, REE and Unión Fenosa.

Santander Investment Bolsa ha dirigido o codirigido una oferta pública de venta de los títulos valores de las siguientes compañías en los últimos 12 meses: Arcelor, Ence, Cintra and Telecincin.

Grupo Santander o sus filiales poseen el 1% o más de cualquier clase de valores de: Banco Popular, Ferrovial, Amadeus, Logista, Inmobiliaria Urbis, Banesto, BBVA, Cepsa, Telefónica, Antena 3, Endesa, Iberdrola and Unión Fenosa.

El presente informe ha sido preparado por Santander Investment Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. ("Santander Investment 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 Investment Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. 2005. Reservados todos los derechos.

