

THE IBERIAN STRATEGY OBSERVER

Jesús Gómez
(34) 91-701-9316
jegomez.madrid@sinvest.es

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

Antonio Espasa
(34) 91-701-9319
aespasa.madrid@sinvest.es

Cristina Bergón
(34) 91-701-9309
Cbergon.madrid@sinvest.es

Índices mundiales – Comportamiento bursátil



Fuente: JCF.

Comportamiento de los activos

	Cierre 29-Abr	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	241,3	-1,6	2,0	2,0	5,2
S&P 500	1.113,9	-2,3	-1,1	-1,1	0,2
Bono a 10 a. zona euro	4,19	0,6	5,7	7,0	-2,3
Bono a 10 años EEUU	4,54	2,0	16,7	18,5	7,1
Tipo inter. 3M zona euro	2,06	0,6	5,9	5,8	-2,4
Tipo interés 3M EEUU	0,97	0,0	2,1	3,2	5,6
Euro-dólar	1,19	1,2	-2,6	-2,6	-4,7
Barril de Brent (US\$)	34,4	5,2	4,9	7,9	14,6
CRB (US\$)	344,2	1,5	6,8	2,2	-1,2

Fuentes: Bloomberg.

Universo de cobertura SCH – Valoración

	PER		EV/EBITDA		TACC 3 a		RpD P/Vc	
	04P	05P	04P	05P	BpA	EBITDA	04P	05P
CAC40	15,6	13,5	7,7	7,0	16,0	4,3	2,4	2,5
DAX30	15,4	13,0	6,5	5,7	32,2	4,5	2,4	2,2
MIB30	16,4	15,1	7,3	6,8	22,1	5,7	4,4	2,7
PSI20	16,5	13,8	8,2	7,5	21,1	7,7	2,8	2,2
IBEX35	27,9	13,3	8,0	7,1	18,7	7,1	3,1	3,2
DJ Stoxx 600	16,1	13,8	6,6	6,4	15,1	6,9	3,0	2,9
DJ Stoxx 50	14,8	13,5	8,2	7,5	15,5	4,5	3,2	2,8
DJ Euro Stoxx 50	14,5	12,9	6,6	6,1	22,0	4,2	3,2	2,5
P. lb. B. capital	11,8	9,8	5,9	5,3	51,1	12,6	3,2	1,6
P. lb. Construcc.	14,9	13,2	8,6	7,8	5,6	13,8	2,1	2,0
P. lb. B. consumo	17,0	14,2	7,7	6,8	25,3	12,0	1,9	3,5
P. lb. Serv. consumo	18,9	16,1	11,4	10,8	11,1	7,8	1,4	2,7
P. lb. Finan.	14,5	12,5	n.d.	n.d.	16,1	n.d.	3,0	2,1
P. lb. Petr. y gas	12,3	11,8	6,0	5,7	-3,2	5,1	3,2	1,7
P. lb. TMTs	24,5	20,1	7,6	6,9	183,9	8,5	2,5	4,0
P. lb. Utilities	12,7	11,3	8,0	7,4	10,2	5,7	4,4	1,6

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.

Puntos destacados

- El flujo de fondos empieza a ser el soporte de la renta variable española.
- Los inversores extranjeros siguen reduciendo la exposición a la renta variable española, aunque a un ritmo menor.
- La reactivación de OPVs y la posibilidad de colocación de participaciones facilitan la entrada de papel en el mercado.

Puntos de interés

- Entre las constructoras, reiteramos las buenas perspectivas para **ACS** y **Ferrovial**.
- Revisamos al alza nuestro precio objetivo para **Endesa** tras los buenos resultados trimestrales.
- Oportunidad de compra a corto plazo en **Amadeus**, antes de conocer sus resultados del 1T04E.
- Tras el mal comportamiento relativo de España frente a Europa en estas últimas dos semanas (-1,4%), insistimos en mantener la prudencia hacia la renta variable española a corto plazo.

Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 29-Abr	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	3.689,4	-2,5	1,5	1,8	3,7
DAX30	4.008,9	-1,2	3,3	3,9	1,1
MIB30	28.224,0	-1,1	3,1	3,3	5,6
PSI20	7.513,9	-0,8	0,3	-0,4	11,4
IBEX35	8.159,4	-1,6	1,7	1,8	5,5
DJ Stoxx 600	241,3	-1,6	1,7	2,0	5,2
DJ Stoxx 50	2.733,7	-1,2	2,1	2,6	2,8
DJ Euro Stoxx 50	2.806,4	-2,5	0,3	0,7	1,7
P. lb. B. capital	n.d.	-1,7	-0,1	-0,1	7,9
P. lb. Construcción	n.d.	-2,0	2,1	2,1	8,9
P. lb. B. consumo	n.d.	-1,4	-1,7	-1,7	9,0
P. lb. Serv. consumo	n.d.	-1,0	1,6	1,6	12,4
P. lb. Financieras	n.d.	-1,3	1,5	1,5	0,5
P. lb. Petróleo y gas	n.d.	-0,7	2,6	2,6	9,9
P. lb. TMTs	n.d.	-1,1	2,8	2,8	10,2
P. lb. Utilities	n.d.	-1,5	1,4	1,4	5,9

Fuente: Bloomberg.

RESUMEN DE ESTRATEGIA SECTORIAL

Península Ibérica – Resumen de estrategia sectorial

Sector	Pond. en el índice	Posición SCH		Comentarios	Valores preferidos
		Táctica	Estratég.		
Bancos	27,9%	↓	↔	Los riesgos en Latinoamérica se han dejado aparcados de momento. Sin embargo, las valoraciones ajustadas de los bancos españoles reducen su potencial alcista. Encontramos mayor potencial entre los bancos portugueses —debido a la esperada recuperación económica y a las revisiones al alza de los beneficios en Portugal— y los bancos españoles domésticos. En el caso de una recuperación bursátil sostenida, los valores de beta alta superarían al mercado.	BPI, B. Popular
Bienes de capital	5,0%	↑	↑	El ciclo de inversión está tocando fondo, aunque son pocas las señales de una recuperación sólida de la inversión. Unos costes unitarios mucho más bajos han contrarrestado el limitado poder de fijación de precios y la debilidad de la demanda gracias a una nueva capacidad y una reestructuración más eficientes. Preferimos los valores con exposición al resistente sector servicios.	Arcelor, Gamesa, ENCE
Construcción	3,9%	↑	↑	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	5,7%	↑	↑	El atractivo sector vinícola (bodegas) es una buena oportunidad para apostar por un entorno de inflación superior a la media y una fuerte exposición a una demanda doméstica fuerte. Sin embargo, el perfil de los valores cíclicos retrasados de algunos segmentos (distribución no alimentaria) podría defraudar en 2003E. El tabaco parece un sector refugio.	Barón de Ley
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	9,2%	↑	↑	La estabilización de los (elevados) precios del petróleo, junto con la mejora de la situación en Latinoamérica, constituye un motivo concluyente para ser optimistas respecto al sector ibérico del petróleo. En el sector del gas, los posibles movimientos corporativos podrían añadir cierta presión vendedora a los valores.	Repsol YPF
Servicios	7,5%	↓	↓	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. Algunos segmentos del sector servicios ofrecen crecimiento a largo plazo (seguridad).	Brisa
TMTs	29,7%	↑	↑	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. Aunque prevemos una recuperación tardía en el ciclo de la tecnología, el bajo desarrollo del Sur de Europa debería de dar cierto respiro.	TEM, Indra
Utilities	10,3%	↓	↔	Los avances en “estrategias de integración” y el “desapalancamiento” financiero son las cuestiones básicas para un comportamiento relativo superior a largo plazo. Sin embargo, el tema clave en 2004P muy probablemente será la incertidumbre que rodea a la implantación y los efectos del nuevo Programa del Comercio de Derechos de Emisiones de Gases de la UE. Es difícil que se produzca actividad corporativa en el sector y muy poco probable que ésta sea un factor determinante.	Endesa, Unión Fenosa

Fuentes: estimaciones Santander Central Hispano Bolsa.

THE IBERIAN MACRO OBSERVER

La productividad española (I)

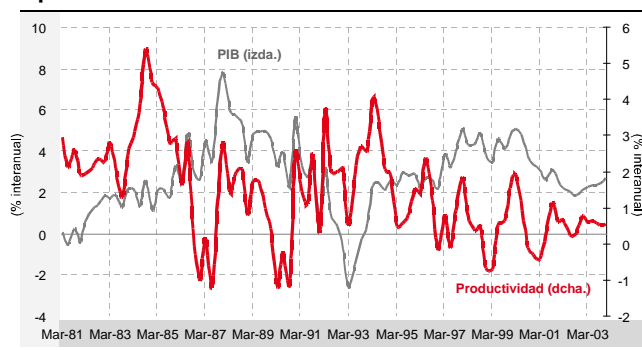
Jesús Gómez
(34) 91-701-9316
jgomez.madrid@sinvest.es

Nuria Cerdá
(34) 91-701-9283
ncerda.madrid@sinvest.es

Cristina Bergón
(34) 91-701-9309
Cbergon.Madrid@sinvest.es

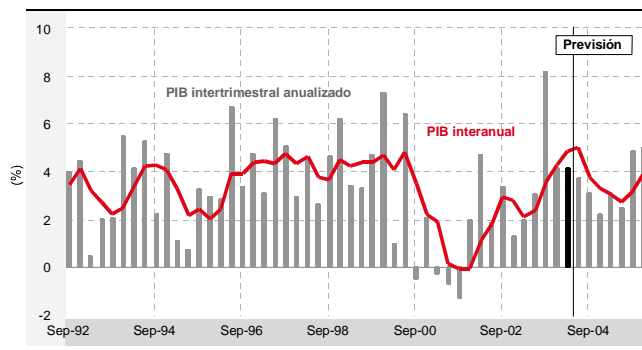
Antonio Espasa
(34) 91-701-9319
Aespasa.madrid@sinvest.es

España – Productividad frente a PIB, 1981-2003



Fuente: JCF.

EEUU – PIB, 1992-2005P



Fuente: JCF.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EE.UU.:

- (1) En abril, ligera subida del ISM manufacturero.
- (2) El FOMC mantiene sin cambios los tipos en el 1,0%.
- (3) El ISM no manufacturero cae ligeramente.
- (4) La productividad no agrícola podría dispararse en el 1T04E.
- (5) Los costes laborales unitarios podrían registrar nuevas reducciones.
- (6) La creación de empleo suma 150.000 nuevos puestos en abril.

En la zona euro:

- (1) Previsible subida del PMI manufacturero en abril.
- (2) Mejores datos del PMI servicios en abril.
- (3) Los pedidos de fábrica alemanes muestran datos positivos.
- (4) El BCE mantiene los tipos sin cambios en el 2,0%.
- (5) La producción industrial alemana sin cambios.

- Según el nuevo ministro de Economía español, Pedro Solbes, es muy posible que haya que posponer las principales propuestas económicas del PSOE hasta que se den las condiciones necesarias para aplicarlas. En este sentido, parece que la reforma fiscal no se introducirá hasta la segunda mitad de la legislatura.
- Al mismo tiempo, los datos macroeconómicos en nuestro país confirman niveles más altos de crecimiento en el futuro. El mercado laboral sigue fuerte y los precios podrían aumentar en los próximos meses, dada la subida del precio de la energía y el debilitamiento del euro.
- En términos generales, ha sido otra semana positiva de datos macro en EE.UU. Aunque los datos del PIB del 1T04 no cumplieron las expectativas. En términos generales, la recuperación de la economía estadounidense sigue a buen ritmo y, en nuestra opinión, no hay indicios de presiones inflacionistas —sin contar la subida del precio de la energía—.
- En la zona euro, la semana pasada nos traía algunas noticias interesantes. En primer lugar, la confianza empresarial mejora en los principales países de la zona euro. En segundo, la depreciación del euro frente al dólar y la subida del precio de la energía —en especial, del petróleo— podrían provocar una subida de los precios a corto plazo.
- En el “Rincón macro” de esta semana, presentamos la primera parte de un análisis sobre productividad y el modelo de crecimiento económico español. Encontramos que los bajos niveles de productividad registrados en los últimos años han sido resultado de una notable creación de empleo en un momento de fuerte crecimiento económico. Así mismo es posible concluir que, en los últimos años, el modelo de crecimiento español se ha basado más en la creación de puestos de trabajo que en los avances de la productividad.

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
LUNES	9:00	España	Precios de producción (m/a)	Mar	0,6/0,7	0,5/0,5	0,7/0,8
26-Abr	10:00	Alemania	IFO – Índice industrial (clima empresarial)	Abr	95,4	95,2	96,3
	10:00	EEUU	IFO – Condiciones actuales	Abr	92,1	92,3	94,9
	10:00	EEUU	IFO - Expectativas	Abr	98,9	98,2	97,8
	16:00	EEUU	Ventas de nuevas viviendas	Mar	1,12 mn R	1,16 mn	1,22 mn
MARTES	8:45	Francia	PIB (t/a)	4T F	0,7 R/0,4 R	0,5/0,6	0,7/1,2
	27- Abr	España	Tasa de desempleo	1T	11,20	11,25	11,38
					3.700 mn R/		5.400
	10:00	Zona euro	Saldo balanza por cta. corr. (desest./no desest.)	Feb	-4.400 mn R	-/3.600 mn	mn/5.800mn
	10:00	Zona euro	Saldo de balanza por cuenta corriente (t)	4T 2	11.500 mn R	–	18.500 mn
	16:00	EEUU	Confianza del consumidor	Abr	88,5 R	88,0	92,9
	16:00	EEUU	Ventas de viviendas de segunda mano	Mar	6,12 mn	6,20 mn	6,48 mn
MIÉRCOLES	11:00	Zona euro	Costes laborales (a)	4T 2	2,8	2,5	2,6
	28- Abr	EEUU	ABC – Confianza del consumidor	Abr 25	-17	–	-13
	12:00	EEUU	MBA – Solicitudes de hipotecas	Abr 23	-5,6	–	0,5
JUEVES	8:45	Francia	Confianza empresarial	Abr	104,0	104,0	104,0
	29- Abr	Francia	Perspectivas de producción	Abr	4	5	-9,0
	9:30	Italia	Confianza empresarial	Abr	93,6 R	93,3	96,5
	9:30	Italia	IPRI (m/a)	Mar	0,1 R/0,1 R	0,3/0,1	0,6/0,6
	10:00	Zona euro	M3 desest. (media 3 meses)	Feb	6,6	6,4	6,3
	10:00	Zona euro	M3 desest. (a)	Mar	6,3	6,4	6,4
	14:30	EEUU	PIB	1T A	4,1	5,0	4,2
	14:30	EEUU	Consumo personal	1T A	3,2	4,4	3,8
	14:30	EEUU	PIB – Deflator de los precios	1T A	1,5	2,0	2,5
	14:30	EEUU	Índice de costes laborales	1T	0,7	0,9	1,1
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Abr 24	356.000 R	343.000	338.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	Abr 17	3,01 mn R	3,00 mn	3,01 mn
	16:00	EEUU	Índice de oferta de empleo	Mar	40	42	39
VIERNES	11:00	Zona euro	Confianza económica	Abr	96,0	96,0	96,6
	30- Abr	Zona euro	Confianza industrial	Abr	-7,0	-7,0	-5,0
	11:00	Zona euro	Confianza del consumidor	Abr	-14,0	-14,0	-14
	11:00	Zona euro	Clima empresarial	Abr	-0,10	-0,10	0,4
	11:00	Zona euro	Estimación del IPC (a)	Abr	1,7	1,9	2,0
	14:30	EEUU	Ingresos personales	Mar	0,5 R	0,4	0,4
	14:30	EEUU	Gastos personales	Mar	0,4 R	0,7	0,4
	15:50	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	Abr F	93,2	94,0	94,2
	16:00	EEUU	PMI de Chicago	Abr	57,6	60,4	63,9

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión
LA SEMANA	4-8	España	Tasa de desempleo	Abr	9,18	–
LUNES	10:00	Zona euro	PMI – Manufacturas	Abr	53,3	–
	3-May	Italia	Déficit presupuestario (neto/acumulativo)	Abr	16.700 mn/27.800 mn	–
	16:00	EEUU	Gasto en construcción (m)	Mar	-0,1	0,4
	16:00	EEUU	ISM - Manufacturas	Abr	62,5	62,9
	16:00	EEUU	ISM – Precio pagado	Abr	86,0	87,0
		EEUU	Ventas totales de vehículos	Abr	16,7 mn	16,8 mn
		EEUU	Ventas de vehículos nacionales	Abr	13,3 mn	13,5 mn
MARTES	11:00	Zona euro	Tasa de desempleo	Mar	8,8	8,8
	4-May	Zona euro	IPRI (m/a)	Mar	0,1/0,0	0,6/0,4
	16:00	EEUU	Pedidos de fábrica	Mar	0,3	2,3
	20:15	EEUU	FOMC - Tipos	May-04	1,00	1,00
MIÉRCOLES	9:55	Alemania	Variación del número de desempleados	Abr	44.000	15.500
	5-May	Alemania	Tasa de desempleo (desest.)	Abr	10,4	10,4
	9:55	Alemania	Variación del número de empleados	Abr	-15.000	-10.000
	10:00	Zona euro	PMI - Servicios	Abr	54,4	–
	11:00	Zona euro	Comercio al por menor (m/a)	Mar	-0,8/0,5	-0,5/1,4
	0:30	EEUU	ABC – Confianza del consumidor	May 2	-13	–
	13:00	EEUU	MBA – Solicitudes de hipotecas	Abr 30	0,5	–
	16:00	EEUU	ISM – No manufacturas	Abr	65,8	65,0
JUEVES	8:45	Francia	Déficit presupuestario	Mar	-20,9	–
	6-May	Alemania	Pedidos de fábrica (BBK) (m/a)	Mar P	0,5/2,8	0,8/6,5
	13:45	Zona euro	El BCE anuncia tipos de interés	May	2,00	2,00
	14:30	EEUU	Productividad no agrícola	1T P	2,6	4,0
	14:30	EEUU	Costes laborales unitarios	1T P	-0,4	-0,9
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	May 1	338.000	335.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	Abr 24	3,01 mn	2,96 mn
	20:00	EEUU	Actas de la reunión del FOMC (16 de marzo)	–	–	–
VIERNES	9:00	España	Producción industrial no desest./ajust. (a)	Mar	2,8/1,8	–
	7-May	Alemania	Producción industrial (m/a)	Mar P	–	–
	12:00	Zona euro	OECD – Indicadores adelantados	Mar	122,5	–
	14:30	EEUU	Tasa de desempleo	Abr	5,7	5,7
	14:30	EEUU	Salario medio por hora (m/a)	Abr	0,1	0,2
	14:30	EEUU	Variación del n°. de empleados no agrícolas	Abr	308.000	175.000
	14:30	EEUU	Var. del n°. de empleados en manufacturas	Abr	0	10.000
	14:30	EEUU	Jornada media semanal (horas)	Abr	33,7	33,8
	16:00	EEUU	Inventarios al por mayor	Mar	1,2	0,5
	21:00	EEUU	Crédito al consumo	Mar	4.200 mn	7.000 mn

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

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



RINCÓN DEL ESTRATEGA

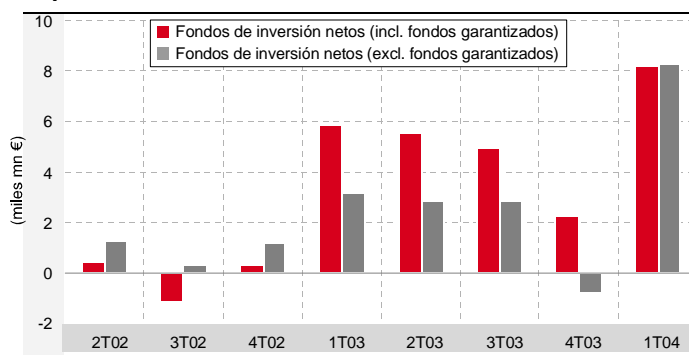
Esta semana dedicamos el “Rincón” a la evolución del flujo de fondos en el mercado español. En este sentido, se ha registrado cierta recuperación de la entrada de dinero en fondos de inversión nacionales, aunque la salida por parte de inversores extranjeros, la ejecución de futuras OPAs y el flujo de acciones en algunas compañías podrían limitar el recorrido alcista.

EL FLUJO DE FONDOS “LEVANTA” EL MERCADO ESPAÑOL

Fondos garantizados: todavía los más demandados

Tras el mal comportamiento de los fondos de inversión españoles en los años 2000-2002, en 2003 los inversores nacionales volvieron a confiar en la gestión de activos de nuestro país. No obstante, la entrada de dinero quedaba lejos de los niveles registrados entre 1996 y 2000, y prácticamente todo se destinaba a fondos garantizados, lo que demostraba que la aversión al riesgo se mantuvo elevada durante 2003. El 1T04 trajo consigo un cambio: la aceleración de la entrada en fondos de inversión españoles, en especial, en fondos no garantizados (8.200 mn €).

Mercado español – Entradas netas en fondos de inversión españoles en renta variable

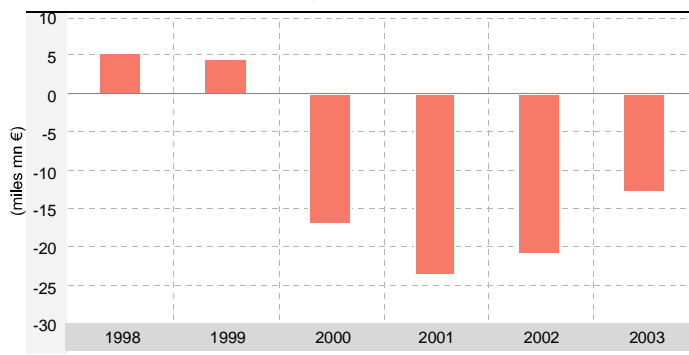


Fuentes: Inverco y Santander Central Hispano Bolsa.

Los extranjeros siguen vendiendo

Por otro lado, los inversores extranjeros mantenían su tendencia a vender renta variable española en 2003, tras venir reduciendo su exposición al mercado bursátil de nuestro país entre los años 2000 y 2002 (los inversores no residentes representan un tercio del mercado español). Sin embargo, conviene resaltar que las salidas netas de los inversores internacionales se han ido reduciendo a lo largo de 2003.

Mercado español – Entradas netas en el mercado español por parte de inversores extranjeros

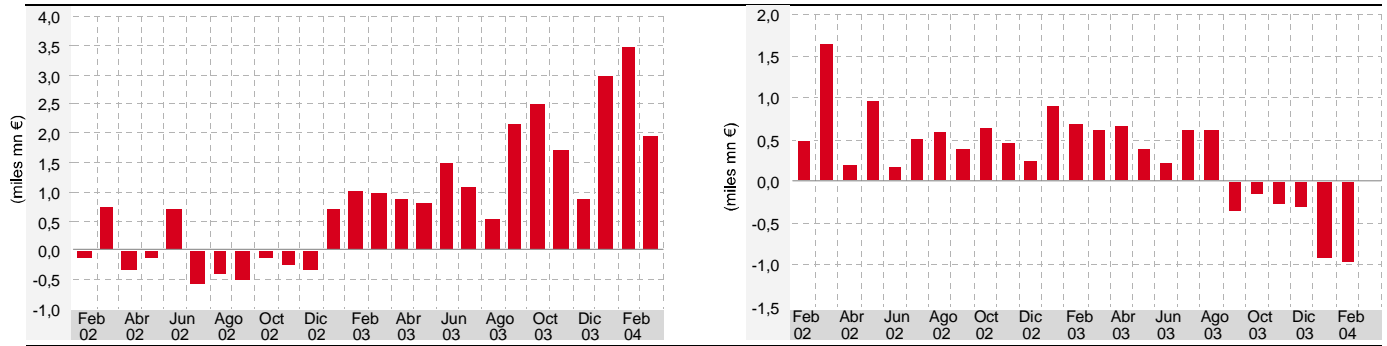


Fuentes: Dirección General de Transacciones Exteriores y SCH Bolsa.

Crecen los fondos de inversión de renta variable

Las entradas netas en fondos de inversión de renta variable han crecido en 2004, con una media de 2.800 mn € mensuales en el 1T04, frente a los 1.300 mn € mensuales de 2003 y los -100 mn € en 2002. La reducción de la aversión al riesgo y la pérdida de rentabilidad de otras alternativas de inversión han favorecido el flujo hacia fondos de inversión de renta variable. Confiamos en que estos niveles se mantengan en lo que queda de año.

Mercado español – Entradas netas en fondos de inversión de renta variable y fondos de dinero

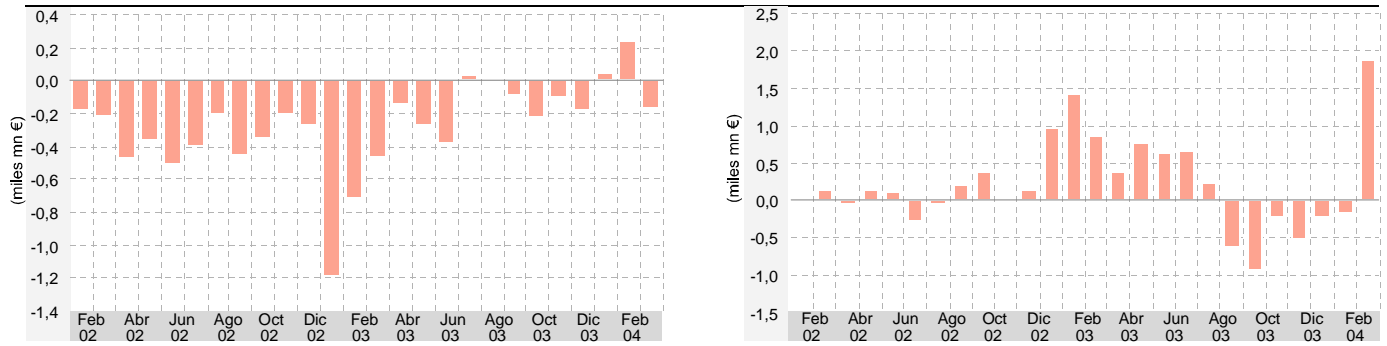


Fuentes: Inverco y Santander Central Hispano Bolsa.

Migración de renta fija a renta variable

La búsqueda de calidad tras los acontecimientos del 11-M ha hecho variar la tendencia registrada por los inversores desde septiembre de 2003 a alejarse de los fondos de renta fija. Sin embargo, en un entorno de repunte de las TIRES (y de bajada de los precios de la deuda) y con un incremento de la pendiente de la curva de rentabilidades, es previsible que se produzca un aumento de la migración de fondos de renta fija a fondos de renta variable en los próximos meses.

Mercado español – Entradas netas en fondos mixtos y fondos de renta fija



Fuentes: Inverco y Santander Central Hispano Bolsa.

EMISIONES DE PAPEL

Aumentan las emisiones de papel en 2004

En términos de emisión de papel, 2003 ha sido el peor año desde 1995. Por primera vez en muchos años, el mercado español no ha presenciado ninguna OPV, ya que la volatilidad bursátil y la elevada prima de riesgo de mercado han desanimado a las compañías a buscar posibles objetivos de OPV.

Mercado español – Nueva entrada de papel en el mercado

(miles mn €)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Ene-feb 2004
Ampliación de capital	9,4	29,4	65,9	9,8	3,2	7,2	2,7
Nuevas admisiones	0,5	1,1	2,0	7,8	9,7	2,2	0,1
OPV	0,9	24,1	65,6	11,4	1,5	0,0	0,0
Privatizaciones	10,9	1,5	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0
Total	21,6	56,0	133,5	30,2	14,3	9,5	2,8

Fuentes: Bolsa de Madrid y Santander Central Hispano Bolsa.



La inmobiliaria Fadesa ha sido la primera en romper el hielo este año y hacía su debut el pasado 30 de abril. Otras compañías ya preparan sus OPVs para antes y después del próximo verano. Si a esto añadimos la colocación de participaciones que habrá de realizarse a lo largo de 2004 obedeciendo a requisitos regulatorios (35% de Enagás y 28% de REE) y las participaciones propiedad de la compañía estatal SEPI (valoradas en torno a los 1.000 mn €), es evidente que en 2004 entrará una importante cantidad de papel en el mercado español.

Mercado español – Próximas OPAs

Fecha	Compañía	Actividad
Abril 2004	Fadesa	Inmobiliaria
Junio 2004	Probitas Pharma	Farmacia
Junio 2004	Telecinco	Televisión
Posiblemente, junio 2004	Cintra	Autopistas
Posiblemente 4T04	Vocento	Medios de comunicación
Posiblemente 4T04	Spanish Bourse	Mercados bursátiles españoles
Posiblemente 2005	Auna	Telecomunicaciones

Fuente: Santander Central Hispano Bolsa

NOTICIAS DE LATINOAMÉRICA

Mercado

Indices	29-Apr	D/D %		MTM %		YTD %	
	Close	Local	US\$	Local	US\$	Local	US\$
Argentina	1,104	-2.6	-2.7	-6.8	-6.4	3.0	5.6
Brazil	19,865	-3.0	-3.0	-7.7	-8.6	-10.7	-12.9
Chile	1,433	-0.8	-1.3	-1.0	-1.9	-3.5	-8.9
Colombia	3,396	-1.3	-1.9	4.4	5.1	45.5	51.8
Mexico	9,981	-2.5	-3.0	-4.5	-6.5	13.5	11.3
Peru	2,840	-0.8	-0.5	-4.6	-5.2	16.6	16.0
Venezuela	25,665	-0.1	-0.1	-3.5	-3.5	15.6	-3.4
Latam (IFC)	1,037	--	-2.9	--	-9.3	--	-2.9

Country	Int Risks	Rates	Trading Vol.		Mkt Cap ¹	
			FX	Local ADR		
Argentina	4521	1.4	2.86	19.9	13.9	12,908
Brazil	673	16.0	2.96	495.0	455.7	115,714
Chile	93	1.4	627	26.5	13.9	52,433
Colombia	428	7.8	2665	10.1	1.5	2,996
Mexico	214	6.0	11.45	256.0	334.5	111,824
Peru	402	9.0	3.48	2.8	20.8	6,174
Venezuela	691	11.0	1918	1.1	3.8	2,178
Latam	--	--	--	811.5	844.1	304,227

Valoración del universo SCHI

	P/E		EV/EBITDA		3-yr CAGR	
	P/BV	04E	05E	04E	05E	Earn EBITDA
Argentina	1.5	12.6	10.9	5.8	5.1	NM 29%
Brazil	1.2	8.2	7.5	4.7	4.1	37% 18%
Chile	1.7	19.0	17.8	10.5	9.9	39% 9%
Colombia	1.4	10.0	7.5	6.6	5.7	28% 19%
Mexico	1.8	12.7	12.0	6.2	5.8	21% 6%
Peru	1.7	12.7	13.0	9.5	9.2	10% 18%
Venezuela	1.1	17.9	7.9	2.9	2.2	84% 5%
Latin America	1.5	11.0	10.1	6.0	5.4	37% 13%
Cement/Constr	1.6	12.7	12.0	7.5	6.9	28% 4%
Conglomerates	0.9	10.9	9.3	5.6	5.1	30% 1%
Electric Utilities	0.5	10.8	7.1	5.8	4.7	NM 21%
Financial Svcs	1.5	7.7	6.5	NA	NA	19% NA
Food/Beverage	1.5	12.5	12.9	6.3	6.1	15% 10%
Miscellaneous	2.3	10.3	9.0	2.9	2.1	21% 11%
Oil, Gas/Chem.	1.5	7.4	8.9	5.4	5.8	28% 18%
Pulp & Paper	1.6	21.4	23.5	12.3	12.7	4% 7%
Retail	2.0	17.1	14.3	9.2	7.9	19% 17%
Steel/Mining	2.2	10.9	11.6	7.8	7.6	31% 14%
Telecom/Media	2.0	12.7	10.5	4.6	3.9	85% 13%

Fuente: Santander Central Hispano Investment.

Resumen macro

Crecim. PIB (%)	Crecim. PIB		IPC		Med. tip. interés	
	03E	04P	03E	04F	03E	04F
Argentina	8,7	6,8	3,7	6,0	9,7	3,5
Brasil	-0,2	3,8	9,3	5,8	23,6	14,8
Chile	3,4	5,1	1,1	1,4	2,7	2,0
Colombia	3,6	3,6	6,5	6,0	7,8	8,4
México	1,3	3,2	4,0	4,1	6,2	5,8
Perú	4,0	3,8	2,5	2,5	9,7	9,9
Venezuela	-10,2	9,7	28,2	37,9	25,9	24,5
Latinoamérica	1,3	4,1	6,9	6,3	-	-

(1) Capitalización bursátil en mn US\$, basado únicamente en nuestro universo de recomendaciones de 113 compañías latinoamericanas. La TACC a 3 años se refiere a 2002-05P. Fuentes: Bloomberg, datos de las compañías y estimaciones SCH Investment.

Latinoamérica

El FMI anunciaba la revisión al alza del PIB 2004 para Latinoamérica, desde el 3,5% hasta el 3,9% (Brasil: +3,5%, Argentina: +5,5%, México: +3,3%). Por nuestra parte, las expectativas apuntan a un crecimiento del PIB 2004E para la zona del 4,4%. La diferencia se justifica con nuestro mayor optimismo hacia Argentina, país para el que estimamos un crecimiento del PIB del 6,8%.

Argentina

Las dos últimas semanas no han traído grandes noticias. Tan sólo destacaríamos la debilidad de los datos de confianza del consumidor. Según la Universidad Di Tella, el índice de confianza del consumidor (CCI) para el mes de abril caía un 11,4% intermensual, lo que supone la segunda bajada consecutiva desde febrero (-5,1% intermensual). Este retroceso obedece, principalmente, al empeoramiento de la situación actual, que incluye una crisis energética y cierta preocupación sobre temas de seguridad. A este respecto, el Banco Central explicaba que el coste de la crisis energética en términos de actividad económica no debería superar el 1% del PIB en la segunda mitad del año.

Brasil

El optimismo respondía a la actuación del COPOM, que decidía reducir la tasa Selic en 25 puntos básicos, dejándolo en el 16%.

Por otro lado, hemos revisado al alza nuestras estimaciones para el IGP-M y el IPCA para 2004 (desde 5,7% a 8,5% y desde 5,8% a 6,3%, respectivamente), dados los altos niveles alcanzados en el 1T04 y las presiones de mercado derivadas de una subida del precio del metal. La inflación tan baja registrada en el IPC-Fipe en el 1T04 nos obliga a mantener la estimación de 5,5% para este índice en 2004E.

México

Tras una primera quincena de abril de inflación positiva —según datos publicados la semana pasada—, el Banco de México sorprendía al subir el corto hasta 37 mn MXN diarios, desde 33 mn MXN diarios. El Banco Central mostraba su preocupación por la incoherencia entre el bajo nivel de los tipos de interés, la curva de corto de Cetes y unas expectativas de mercado que apuntan a una inflación superior al 4,0% (el límite superior en política monetaria).



PUNTOS DE INTERÉS

- En general, los primeros resultados publicados revelan que se han superado las expectativas (en especial, entre las *utilities* y los bancos). Las empresas españolas que todavía no han dado a conocer sus resultados del 1T04 (cerca de dos tercios) lo harán antes del día 15.
- En las últimas visitas a inversores institucionales españoles, comprobamos que la incertidumbre política, la crítica situación que atraviesa Latinoamérica y su ajustada valoración relativa (tan sólo un 7% de potencial alcista hasta nuestro objetivo de 8700 puntos para finales de 2004E) justifican el pesimismo hacia el mercado bursátil español. La gran mayoría de los inversores nacionales comparten nuestro punto de vista, por lo que ya buscan valor en otros mercados bursátiles europeos.
- Tras el encuentro con **ACS** (comprar; precio objetivo: 45,00 €), reiteramos nuestra recomendación del valor por diferentes motivos: potencial de crecimiento de beneficios y valor gracias a sus inversiones en Abertis; potencial alcista derivado de los proyectos de sus concesiones; excelentes perspectivas sustentadas por la previsión de unos resultados trimestrales positivos (y el aumento de la cartera de pedidos) y por la celebración de la JGA (que podría aprobar la cancelación de la autocartera); y la buena evolución de los ahorros de costes derivados de la fusión entre ACS y Dragados. Con un PER 2005P de 6,9x (excluyendo concesiones y Urbis), ACS es una de las constructoras más baratas junto a **Ferrovial** (comprar; precio objetivo: 38,70 €).
- En el último *road show* de nuestro equipo de *utilities* por EEUU, observamos que los inversores institucionales siguen infraponderados en el sector español por las expectativas de que se produzca un impacto negativo cuando el Programa de Emisión de Gases de la Unión Europea obligue a implantar el Protocolo de Kyoto en 2005. Sin embargo, el buen comportamiento de otras homólogas europeas frente a la evolución negativa de la mayoría de las *utilities* españolas presenta una buena oportunidad de compra en **Endesa** (comprar; precio objetivo: 18,50 €), cuyo precio objetivo revisábamos al alza tras los buenos resultados del 1T04.
- Encontramos una oportunidad de compra en **Amadeus** (infraponderar; precio objetivo: 5,85 €) antes de la publicación de los resultados de la compañía (el próximo 6 de mayo) — que podrían sorprender al mercado al alza—, y ante el posible retraso de la llegada prevista de malas noticias. Nuestra opinión del valor sigue siendo la misma ya que consideramos que la desregulación, el aumento de competencia entre las compañías aéreas y la posible colocación de las participaciones de Iberia son factores que conseguirán mantener la presión en el valor a corto plazo.

Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recom.		Pr. objetivo		% Var.	BpA 2004P		% Var.	Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior		Nuevo	Anterior		
24-Mar-04	Antena 3 TV	Infrapond.	Infrapond.	37,00	29,00	28	0,41	1,20	-66	Éxito de la reestructuración de la unidad de TV y revisión del grupo de comparables
31-Mar-04	NH Hoteles	Infrapond.	Comprar	9,90	11,30	-12	0,41	0,56	-27	Revisión a la baja de la valoración para España
01-Apr-04	Iberdrola	Mantener	Mantener	18,50	16,50	12	1,30	1,33	-2	Revisión al alza de la valoración para las TGCC y las centrales eólicas en España
01-Apr-04	Telefónica	Mantener	Comprar	14,50	13,60	7	0,62	0,54	15	Revisión al alza de la valoración de TEM (BellSouth)
07-Apr-04	Portugal Telecom	Mantener	Comprar	10,20	10,00	2	0,48	0,49	-3	Actualización de la valoración de PT Multimedia y resultados 2003
19-Abr-04	Ence	Comprar	Comprar	28,00	24,50	14	3,05	2,60	17	Actualización de las estimaciones y re-rating de comparables
19-Abr-04	Aldeasa	Comprar	Infrapond.	27,50	22,80	21	1,73	1,59	9	Actualización de las estimaciones
23-Abr-04	Indra	Comprar	Comprar	14,00	13,20	6	0,56	0,56	0	Actualización de las estimaciones
29-Abr-04	Endesa	Comprar	Comprar	18,50	17,50	6	1,43	1,43	0	Actualización de la valoración de Auna

Nota: s.n.= sin recomendación.

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.



CARTERA MODELO IBÉRICA

Large caps ibéricas – Lista de valores recomendados de Santander Central Hispano Bolsa

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comportamiento bursátil (%)							En el año
		Actual	30-Dic-03	Absoluto	Rel. a large caps ibéricas	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M		
Altadis	09-ene-04	23,77	22,50	5,6	-0,6	0,2	-3,6	1,4	14,0	5,6	
Union Fenosa	12-feb-04	17,42	14,89	17,0	10,7	11,5	2,1	13,7	25,3	17,0	
Ferrovial	16-may-03	33,35	27,78	20,1	13,8	14,6	0,9	15,8	35,8	20,1	
Endesa ¹	14-abr-04	15,40	15,25	1,0	-5,3	-4,5	4,1	2,3	12,8	1,0	
Repsol	17-jul-03	17,74	15,46	14,7	8,5	9,3	5,2	8,8	18,3	14,7	
Telefonica Moviles ¹	14-abr-04	8,96	8,28	8,2	2,0	2,8	5,0	-1,2	23,8	8,2	
Lista recom. large caps	-	135,34	123,14	9,9	3,6	4,4	n.d.	n.d.	n.d.	-4,9	
Large caps ibéricas	-	126,54	119,09	6,3	0,0	0,8	n.d.	n.d.	n.d.	8,7	
IBEX35	-	8.159,40	7.737,20	5,5	-0,8	0,0	1,8	2,9	14,4	5,5	
PSI20	-	7.513,94	6.739,63	11,5	5,2	6,0	-0,4	7,2	19,2	11,4	
DJ Stoxx 50	-	2.733,72	2.656,07	2,9	-3,3	-2,5	2,6	1,4	7,7	2,8	

(1) Hemos cambiado nuestra lista de recomendaciones el 16 de abril, reemplazando Telefónica y P. Telecom por Endesa y T. Móviles.

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

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

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comp. bursátil (%)							En el año
		Actual	30-Dic-03	Absoluto	Rel. a small-mid caps ibér.	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M		
Ence	09-ene-04	23,00	17,15	34,1	21,1	28,7	3,1	17,2	35,4	34,1	
Gamesa	09-ene-04	35,57	26,09	36,3	23,4	30,9	6,7	24,0	52,8	36,3	
Indra	09-ene-04	10,83	10,17	6,5	-6,5	1,0	2,0	0,3	11,9	6,5	
Tubacex ¹	14-abr-04	1,69	1,42	19,0	6,0	13,6	1,8	9,7	19,9	19,0	
Abengoa	12-feb-03	7,70	5,77	33,4	20,5	28,0	11,0	19,0	40,8	33,4	
Brisa	30-sep-03	5,55	5,32	4,3	-8,6	-1,1	0,0	-2,8	3,2	4,7	
Lista recom. SMC	-	147,93	125,49	17,9	4,9	12,4	n.d.	n.d.	n.d.	-20,4	
Small-mid caps ibéricas	-	135,41	119,86	13,0	0,0	7,5	n.d.	n.d.	n.d.	12,5	
IBEX35	-	8.159,40	7.737,20	5,5	-7,5	0,0	1,8	2,9	14,4	5,5	
PSI20	-	7.513,94	6.739,63	11,5	-1,5	6,0	-0,4	7,2	19,2	11,4	
DJ Small 200 Europe	-	120,50	107,91	11,7	-1,3	6,2	1,7	4,3	12,1	11,5	

(1) Hemos cambiado nuestra lista de recomendaciones el 16 de abril, reemplazando NH Hoteles por Tubacex.

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

España – Cartera modelo Santander Central Hispano Bolsa a cierre del día 29 de abril

	Precio (€)		Var. (%)	Ponderación (%)		
	29-Abr-04	30-Dic-03		Cartera modelo		Diferencia
				SCHB	IGBM	
Viscofán	8,00	7,05	13,5	1,01	0,12	0,89
Altadis	23,77	22,50	5,6	3,89	2,07	1,82
Aldeasa	24,00	20,00	20,0	0,96	0,11	0,86
Inditex	18,18	16,10	12,9	3,81	3,39	0,41
Total bienes de consumo	1.048,79	949,53	10,5	9,66	7,62	2,04
Gamesa	35,57	26,09	36,3	1,36	0,86	0,50
Tubacex	1,69	1,42	19,0	1,04	0,07	0,97
Arcelor	13,83	13,67	1,2	3,03	0,40	2,64
Uralita	8,98	7,38	21,7	1,81	0,18	1,64
Grupo Empresarial Ence	23,00	17,15	34,1	1,19	0,16	1,03
Total bienes de capital	1.329,43	1.186,58	12,0	8,44	4,48	3,96
Endesa	15,40	15,25	1,0	5,43	4,88	0,55
Iberdrola	16,58	15,67	5,8	4,82	4,03	0,79
REE	13,56	13,00	4,3	0,54	0,55	-0,01
Repsol YPF	17,74	15,46	14,7	6,97	6,15	0,82
Enagás	9,37	8,60	9,0	1,02	0,40	0,62
Total energía	1.071,74	996,58	7,5	18,79	20,78	-1,99
ACS	40,44	38,70	4,5	2,76	1,44	1,33
Acciona	52,20	48,25	8,2	1,93	0,99	0,94
Ferrovial	33,35	27,78	20,1	2,30	1,40	0,90
Total construcción	1.423,07	1.307,60	8,8	6,99	6,03	0,96
BBVA	11,10	10,95	1,4	10,18	11,27	-1,09
Grupo Santander	9,02	9,39	-3,9	12,88	12,88	0,00
Banco Pastor	25,22	24,34	3,6	0,84	0,41	0,43
Banco Popular	46,17	47,30	-2,4	3,49	3,14	0,34
Banesto	10,04	9,50	5,7	0,24	0,24	0,00
Total servicios financieros	961,59	968,64	-0,7	27,62	32,57	-4,95
Telefónica	12,49	11,64	7,3	17,46	17,51	-0,05
Telefónica Moviles	8,96	8,28	8,2	2,72	0,81	1,91
Indra	10,83	10,17	6,5	0,97	0,48	0,49
Recoletos	6,63	5,89	12,6	1,22	0,26	0,96
Total comunic. y serv. inform.	926,24	844,12	9,7	22,37	22,09	0,29
Aguas de Barcelona	13,50	11,83	14,1	1,47	0,51	0,96
Iberia	2,76	2,28	21,1	2,48	0,71	1,77
Prosegur	13,89	12,90	7,7	1,76	0,26	1,51
Total servicios	1.274,20	1.125,05	13,3	5,71	6,43	-0,71
Total IGBM	856,92	807,98	6,1	99,60	-	-
Cartera modelo SCHB	117,68	110,13	6,9	-	100,00	-

Fuente: Santander Central Hispano Bolsa.

Delegaciones Internacionales

Madrid

Tel: 34-91-701-9009
Fax: 34-91-701-9114

Lisboa

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

Londres

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

Nueva York

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

Bogotá

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

Buenos Aires

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

Caracas

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

Lima

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

México

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

Santiago

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

São Paulo

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

Tokio

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

Clave de Recomendaciones (Final del Año)

Comprar	Potencial alcista superior al 20%.
Mantener	Potencial alcista del 15%-20%.
Infraponderar	Potencial alcista inferior al 15%.

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

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

Entidades pertenecientes al Grupo Santander Central Hispano han participado como coordinador, colocador o asegurador en una oferta pública de venta de Abengoa S.A., Aceralia, S.A., ACS Actividades de Construcción y Servicios, S.A., Adolfo Domínguez, S.A., Aldeasa, S.A., Amadeus Global Travel Distribution, S.A. Aragonesas, S.A., Argenteria Corporación Bancaria de España, S.A., Azkar, S.A., Barón de Ley, S.A., Befesa Medio Ambiente, S.A., Dinamia, S.A., Endesa, S.A., FAES Fabrica Española de Productos Químicos y Farmacéuticos, S.A., Federico Paternina, S.A., Funespaña, S.A., Gas Natural, S.A., Ginés Navarro, S.A., Grupo Ferrovial, S.A., Indra, S.A., Inmobiliaria Colonial, S.A., Mapfre Vida, S.A., Mecalux, S.A., Meliá Inversiones Americanas, N.V., Obrascón Huarte Lain, S.A., Parques Reunidos, S.A. Red Eléctrica de España, S.A., Repsol, S.A., Sogecable, S.A., Sol Meliá, S.A., Superdiplo S.A., Tabacalera, S.A., Telefónica de España, S.A., Telefónica de Publicidad e Información, S.A. TelePizza, S.A., Terra Networks, S.A., Vidriera Leonesa, S.A., y Zeltia S.A. en los últimos tres años.

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

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

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



THE IBERIAN MACRO OBSERVER

La productividad española (I)

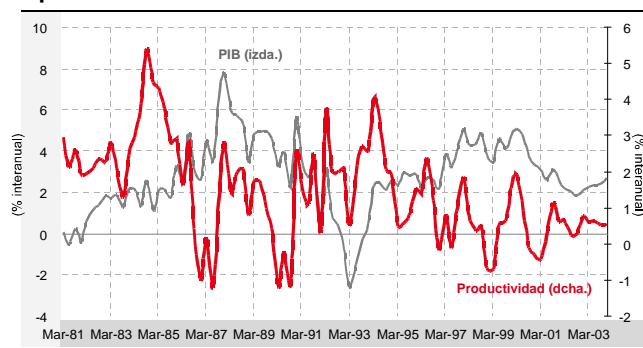
Jesús Gómez
(34) 91-701-9316
jgomez.madrid@sinvest.es

Nuria Cerdá
(34) 91-701-9283
ncerda.madrid@sinvest.es

Cristina Bergón
(34) 91-701-9309
Cbergon.Madrid@sinvest.es

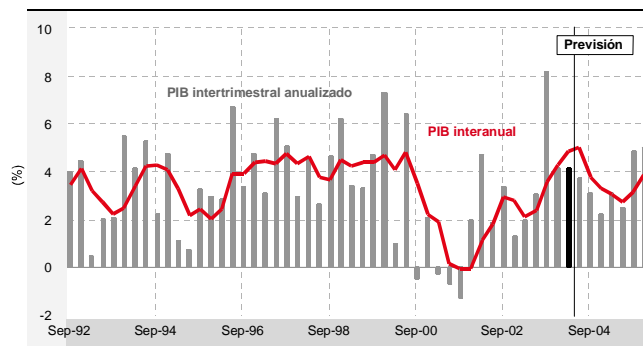
Antonio Espasa
(34) 91-701-9319
Aespasa.madrid@sinvest.es

España – Productividad frente a PIB, 1981-2003



Fuente: JCF.

EEUU – PIB, 1992-2005P



Fuente: JCF.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EE.UU:

- (1) En abril, ligera subida del ISM manufacturero.
- (2) El FOMC mantiene sin cambios los tipos en el 1,0%.
- (3) El ISM no manufacturero cae ligeramente.
- (4) La productividad no agrícola podría dispararse en el 1T04E.
- (5) Los costes laborales unitarios podrían registrar nuevas reducciones.
- (6) La creación de empleo suma 150.000 nuevos puestos en abril.

En la zona euro:

- (1) Previsible subida del PMI manufacturero en abril.
- (2) Mejores datos del PMI servicios en abril.
- (3) Los pedidos de fábrica alemanes muestran datos positivos.
- (4) El BCE mantiene los tipos sin cambios en el 2,0%.
- (5) La producción industrial alemana sin cambios.

- Según el nuevo ministro de Economía español, Pedro Solbes, es muy posible que haya que posponer las principales propuestas económicas del PSOE hasta que se den las condiciones necesarias para aplicarlas. En este sentido, parece que la reforma fiscal no se introducirá hasta la segunda mitad de la legislatura.
- Al mismo tiempo, los datos macroeconómicos en nuestro país confirman niveles más altos de crecimiento en el futuro. El mercado laboral sigue fuerte y los precios podrían aumentar en los próximos meses, dada la subida del precio de la energía y el debilitamiento del euro.
- En términos generales, ha sido otra semana positiva de datos macro en EE.UU. Aunque los datos del PIB del 1T04 no cumplieron las expectativas. En términos generales, la recuperación de la economía estadounidense sigue a buen ritmo y, en nuestra opinión, no hay indicios de presiones inflacionistas —sin contar la subida del precio de la energía—.
- En la zona euro, la semana pasada nos traía algunas noticias interesantes. En primer lugar, la confianza empresarial mejora en los principales países de la zona euro. En segundo, la depreciación del euro frente al dólar y la subida del precio de la energía —en especial, del petróleo— podrían provocar una subida de los precios a corto plazo.
- En el “Rincón macro” de esta semana, presentamos la primera parte de un análisis sobre productividad y el modelo de crecimiento económico español. Encontramos que los bajos niveles de productividad registrados en los últimos años han sido resultado de una notable creación de empleo en un momento de fuerte crecimiento económico. Así mismo es posible concluir que, en los últimos años, el modelo de crecimiento español se ha basado más en la creación de puestos de trabajo que en los avances de la productividad.

LA SEMANA PASADA

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
LUNES 26-Abr	9:00	España	Precios de producción (m/a)	Mar	0,6/0,7	0,5/0,5	0,7/0,8
	10:00	Alemania	IFO – Índice industrial (clima empresarial)	Abr	95,4	95,2	96,3
	10:00	EEUU	IFO – Condiciones actuales	Abr	92,1	92,3	94,9
	10:00	EEUU	IFO - Expectativas	Abr	98,9	98,2	97,8
	16:00	EEUU	Ventas de nuevas viviendas	Mar	1,12 mn R	1,16 mn	1,22 mn
MARTES 27- Abr	8:45	Francia	PIB (t/a)	4T F	0,7 R/0,4 R	0,5/0,6	0,7/1,2
	9:00	España	Tasa de desempleo	1T	11,20	11,25	11,38
			Saldo de balanza por cuenta corriente (desest./no desest.)	Feb	3.700 mn R/	-/	5.400 mn/
	10:00	Zona euro	Saldo de balanza por cuenta corriente (t)	4T 2	11.500 mn R	3.600 mn	5.800mn
	16:00	EEUU	Confianza del consumidor	Abr	88,5 R	88,0	92,9
	16:00	EEUU	Ventas de viviendas de segunda mano	Mar	6,12 mn	6,20 mn	6,48 mn
MIÉRCOLES 28- Abr	11:00	Zona euro	Costes laborales (a)	4T 2	2,8	2,5	2,6
	0:30	EEUU	ABC – Confianza del consumidor	Abr 25	-17	-	-13
	12:00	EEUU	MBA – Solicitudes de hipotecas	Abr 23	-5,6	-	0,5
JUEVES 29- Abr	8:45	Francia	Confianza empresarial	Abr	104,0	104,0	104,0
	8:45	Francia	Perspectivas de producción	Abr	4	5	-9,0
	9:30	Italia	Confianza empresarial	Abr	93,6 R	93,3	96,5
	9:30	Italia	IPRI (m/a)	Mar	0,1 R/0,1 R	0,3/0,1	0,6/0,6
	10:00	Zona euro	M3 desest. (media 3 meses)	Feb	6,6	6,4	6,3
	10:00	Zona euro	M3 desest. (a)	Mar	6,3	6,4	6,4
	14:30	EEUU	PIB	1T A	4,1	5,0	4,2
	14:30	EEUU	Consumo personal	1T A	3,2	4,4	3,8
	14:30	EEUU	PIB – Deflator de los precios	1T A	1,5	2,0	2,5
	14:30	EEUU	Índice de costes laborales	1T	0,7	0,9	1,1
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Abr 24	356.000 R	343.000	338.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	Abr 17	3,01 mn R	3,00 mn	3,01 mn
	16:00	EEUU	Índice de oferta de empleo	Mar	40	42	39
VIERNES 30- Abr	11:00	Zona euro	Confianza económica	Abr	96,0	96,0	96,6
	11:00	Zona euro	Confianza industrial	Abr	-7,0	-7,0	-5,0
	11:00	Zona euro	Confianza del consumidor	Abr	-14,0	-14,0	-14
	11:00	Zona euro	Clima empresarial	Abr	-0,10	-0,10	0,4
	11:00	Zona euro	Estimación del IPC (a)	Abr	1,7	1,9	2,0
	14:30	EEUU	Ingresos personales	Mar	0,5 R	0,4	0,4
	14:30	EEUU	Gastos personales	Mar	0,4 R	0,7	0,4
	15:50	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	Abr F	93,2	94,0	94,2
	16:00	EEUU	PMI de Chicago	Abr	57,6	60,4	63,9

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

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

PRIMERA DECLARACIÓN DE INTENCIONES DEL NUEVO MINISTRO DE ECONOMÍA

Intenciones económicas de Pedro Solbes

En las últimas dos semanas, Pedro Solbes ha avanzado algunas claves de la política económica del nuevo Gobierno:

- Solbes ha anunciado la intención de mantener la **estabilidad de precios** en un entorno de crecimiento sostenible.
- No prevé **cambios en la política fiscal** hasta que se conozcan los efectos de la reforma anterior (las reformas en la política fiscal no se introducirán, probablemente, hasta la segunda mitad de la legislatura).
- El ministro también se ha referido a los niveles actuales de **fondos de pensiones del Estado**, que pretende mantener e incluso aumentar en los próximos años gracias a la seguridad social y a los impuestos.



- La creación de empleo y el aumento de la productividad son condicionantes básicos para mantener los **niveles de crecimiento** antes de que se produzca un cambio de escenario a escala mundial y una subida de los tipos de interés.

La vivienda sube un 17% en el 1T04

Por otro lado, hay buenas noticias en el área de la vivienda en España. Parece que los ayuntamientos han acordado ofrecer terreno para la construcción de viviendas protegidas sin recibir compensación económica a cambio. De salir adelante, la medida contribuiría a que bajara el precio de la vivienda. En el 1T04, el precio de la vivienda subía un 17% interanual.

Continúa la recuperación económica en EEUU

La semana en EEUU: En términos generales, ha sido otra semana positiva en cuanto a datos macroeconómicos en EEUU. Aunque la publicación más esperada (el PIB del 1T04) no cumplía las expectativas, la recuperación económica en el país sigue un ritmo saludable y, en nuestra opinión, sin previsión de presiones inflacionistas aparte de las derivadas de la subida del precio de la energía.

Sube la confianza del consumidor en abril con la mejora de los índices vinculados al empleo

Los datos de confianza del consumidor del Conference Board superaron las expectativas, al subir de los 88,5 puntos de marzo a 92,9 en abril. Lo interesante es que ambos índices avanzaron en el mes. El componente de expectativas subía desde 91,3 puntos (revisado de 91,0) de marzo hasta 94,5 en abril, y el índice de situación presente subía desde 84,4 (revisado de 84,1) en marzo hasta 90,6 en abril. En nuestra opinión, son buenas noticias en las que la mejora de los datos de la tasa general viene avalada por el comportamiento positivo de los índices relacionados con el empleo. Sin embargo, creemos que en los próximos meses las mejoras sólo permitirán una creación de empleo cercana a 150.000 puestos al mes, en lugar de los 308.000 de marzo.

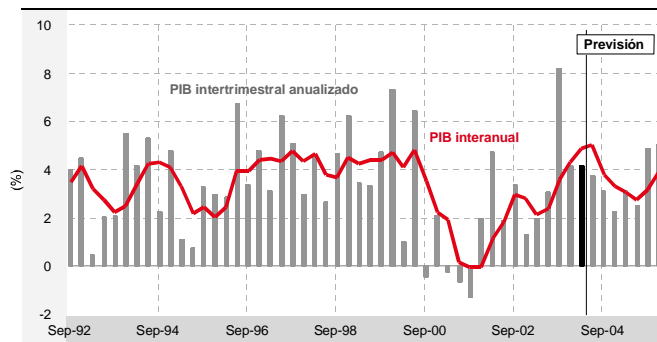
El repunte de los tipos de interés a largo plazo podría ralentizar el mercado de la vivienda en abril

El mercado de la vivienda también registró avances notables en marzo. Las ventas de viviendas nuevas y de segunda mano se dispararon en el mes. El precio de la vivienda y los inventarios también tuvieron un comportamiento positivo. Estas mejoras vinieron acompañadas de una bajada de los tipos de interés a largo plazo y del final de la temporada de frío en enero y febrero. Para abril, esperamos que los datos de la vivienda muestren el inicio de una tendencia desaceleradora, dada la fuerte subida del tramo largo de la curva. En las últimas semanas ya se ha comprobado cierta desaceleración en la actividad hipotecaria.

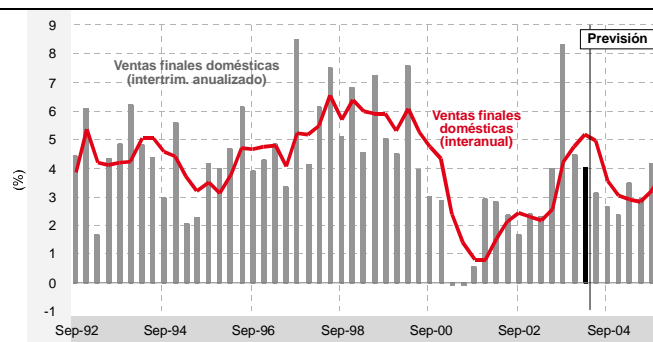
La economía estadounidense crece un 4,2% en el 1T04...

En el 1T04, el PIB estadounidense crecía un 4,2% intertrimestral anualizado (4,9% interanual), frente al 4,1% intertrimestral anualizado (4,3% interanual) en el 4T03. Las ventas finales domésticas se mantuvieron prácticamente estables en comparación con el trimestre anterior, sumando un 3,7% intertrimestral anualizado en el 1T04, cuando lo hacía un 3,6% intertrimestral anualizado en el 4T03. Las ventas finales domésticas del sector privado se mantuvieron fuertes, aunque registraron cierta desaceleración: 4,0% intertrimestral anualizado en el 1T04, frente al 4,4% intertrimestral anualizado en el 4T03, y 8,3% intertrimestral anualizado en el 3T03.

EEUU – PIB, 1992-2005P



EEUU – PIB, ventas finales domésticas, 1992-2005P



Fuentes: Datastream y previsiones y estimaciones SCH Bolsa.

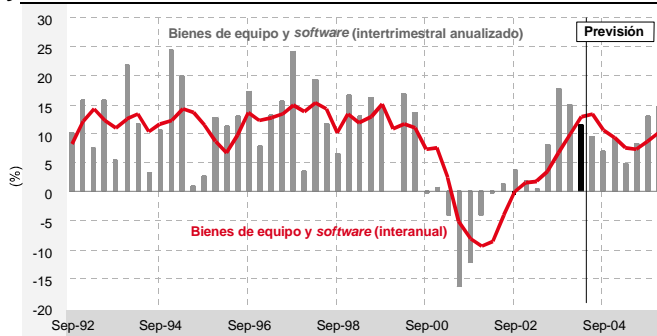
... gracias al consumo privado y la inversión empresarial

El desglose del PIB apunta al sector privado (3,8% intertrimestral anualizado), la inversión empresarial en estructura no residencial (7,2% intertrimestral anualizado) y los inventarios (contribución de 0,2 puntos porcentuales) como los principales catalizadores del crecimiento. El efecto de las exportaciones netas en el PIB fue neutro, y el gasto público aumentó un 2,0% intertrimestral anualizado.

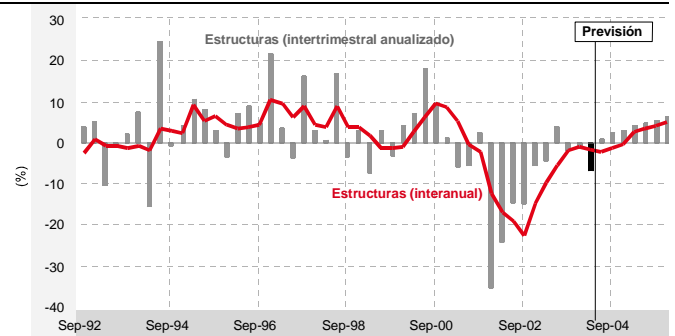
La mayor subida del consumo en el sector servicios desde el 3T00

El consumo privado aumentó gracias al gasto en bienes no duraderos (6,5% intertrimestral anualizado) y, en especial, al componente de servicios (4,3% intertrimestral anualizado). Conviene señalar que el incremento registrado en el consumo dentro del sector servicios es el mayor registrado desde el 3T00 (4,3% intertrimestral anualizado). Sin duda, es un dato importante, ya que el componente servicios del consumo privado representa el 40,3% del PIB y su comportamiento suele ser bastante estable.

EEUU – PIB, inversión empresarial en bienes de equipo y software, 1992-2005P



EEUU – PIB, inversión empresarial en estructuras no residenciales, 1992-2005P



Fuentes: Datastream y previsiones y estimaciones SCH Bolsa.

El gasto en software y bienes de equipo encabeza la recuperación de la inversión empresarial

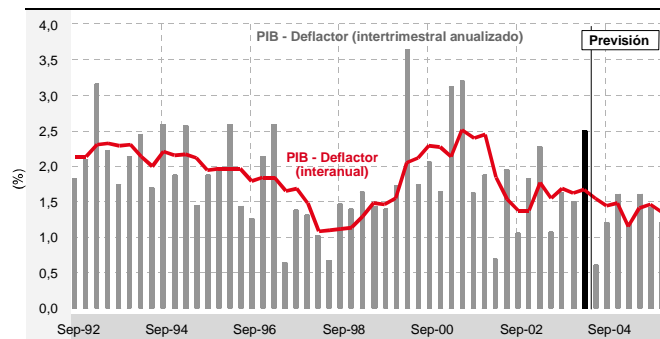
La inversión en *software* y bienes de equipo continúa a buen ritmo (11,4% intertrimestral anualizado), mientras que la inversión empresarial en estructuras no residenciales caía de manera importante en el trimestre (-6,6% intertrimestral anualizado). Seguimos apostando por datos positivos de inversión empresarial —mantenemos nuestro optimismo hacia la inversión en *software* y bienes de equipo a corto plazo e insistimos en que el aumento de la inversión en estructuras no residenciales no será visible hasta 2005P (para más información, véase el “Rincón macro” del *European Macro Observer* del 26 de abril)—. La inversión en estructuras residenciales se reducía en el 1T04 (2,1% intertrimestral anualizado) tras el fuerte incremento experimentado en el 4T03 (7,9% intertrimestral anualizado). Si los tipos de interés a largo plazo se mantuvieran en los niveles actuales o, incluso, subieran más en los próximos meses, la inversión en estructuras residenciales podría mantener un ritmo moderado en el 2T04E (esperamos un aumento del 2,4% intertrimestral anualizado).

Los deflatores del PIB no apuntan a presiones inflacionistas a corto plazo

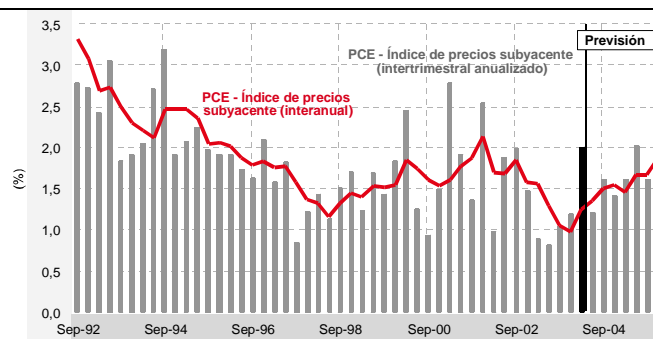
Por lo que respecta a los precios, el deflactor del PIB subía un 2,5% intertrimestral anualizado en el 1T04, desde el 1,5% intertrimestral anualizado en el 4T03. Por su parte, el deflactor del consumo privado subía un 3,2% intertrimestral anualizado en el 1T04, desde el 1,0% intertrimestral anualizado en el 4T03. Sin embargo, el índice subyacente del deflactor del consumo privado subía un 2,0% intertrimestral anualizado (esperábamos una subida del 1,8% intertrimestral anualizado). En resumen, creemos que la subida de precios se concentra, principalmente, en el precio de la energía y que la subida del deflactor del consumo subyacente no apunta a mayores presiones inflacionistas a corto plazo.



EEUU – PIB. Deflactor, 1992-2005P



EEUU – PIB. PCE – Índice de precios subyacente, 1992-2005P



Fuentes: Datastream y previsiones y estimaciones SCH Bolsa.

En general, creemos que los datos del PIB del 1T04 son positivos, por lo que mantenemos nuestra previsión de crecimiento para el PIB del 3,8% intertrimestral anualizado en 2004E y del 4,3% en el ejercicio fiscal 2004E. Así mismo, mantenemos nuestras previsiones para el deflactor del consumo subyacente del 1,4% en 2004E y del 1,7% en 2005P.

Mantenemos nuestra previsión para los fondos de la Fed

Del mismo modo, seguimos defendiendo que la Reserva Federal esperará hasta enero de 2005P para subir los tipos de interés. El fuerte crecimiento de la productividad y unos bajos costes laborales unitarios apoyan nuestro escenario. Sólo una creación de empleo superior a 200.000 puestos al mes en los próximos meses nos haría reconsiderar nuestras previsiones y adelantar la subida de los fondos de la Fed a 2004E.

El BCE insiste en su política de “esperar y ver”

La semana en la zona euro: Los datos macro de esta semana traían dos buenas noticias en la zona euro: (1) la confianza empresarial sigue mejorando en los principales países de la zona euro y (2) los precios podrían subir a corto plazo, dada la depreciación de la moneda única frente al dólar y la subida del precio de la energía, en especial, del petróleo. El resultado de estas tendencias es evidente: existe menos probabilidad de un recorte de los tipos de interés por parte del BCE a corto plazo, por lo que mantenemos nuestra previsión de que no los subirá hasta 2005P.

Más datos positivos de empleo en España

El desempleo aumentaba en España hasta el 11,38% en el 1T04, frente al 11,20% en el 4T03. Las previsiones no superaban el 11,25%. El número de desempleados creció en 37.100 en términos trimestrales, y el número de puestos de trabajo se reducía en 9.400. Las mayores pérdidas se registraban en el sector servicios e industrial, mientras que el sector de la construcción mantenía su tendencia positiva. Mantenemos nuestra previsión de mejora en el mercado laboral en los próximos trimestres, con un descenso de la tasa de desempleo.

La subida del precio del petróleo repercute en los precios de producción en España

En España, el índice de precios de producción subía un 0,7% intermensual en marzo, 0,8% interanual. El precio de la energía subía un 1,5% intermensual. El encarecimiento de las materias primas y del precio de la energía podría desencadenar una subida del IPC general en abril (en el 2,1% actualmente) debido a que la reciente depreciación del euro frente al dólar ya no compensa la subida del precio del petróleo, como sí ocurría en los meses anteriores.

El precio del petróleo, responsable de presiones inflacionistas

La subida del precio del petróleo ha introducido presiones inflacionistas en todos los índices de precios de los países de la zona euro. En Italia, el índice de precios de producción subía un 0,8% intermensual, un 0,6% interanual. Los principales componentes responsables de esta subida del índice fueron el petróleo y los productos de metal, que subieron un 3,6% intermensual y un 3,5% intermensual, respectivamente. Si la tendencia continuaba igual, los márgenes de las compañías podrían verse afectados.

Los indicadores de confianza de la zona euro avanzan poco a poco

La confianza en Europa sigue mejorando poco a poco. En Francia, el índice de confianza empresarial se mantenía sin cambios en 104,0 en abril. El componente de pedidos mejoraba, aunque se mantenía en terreno negativo. Las perspectivas del consumidor se reducían ligeramente desde los 15 puntos básicos de marzo a 12, y las perspectivas generales de negocio caían notablemente desde los +5 anteriores a -9. El índice de confianza empresarial en Italia avanzaba hasta 96,5, desde los 93,6 puntos anteriores. Mejoran las perspectivas para pedidos e inventarios, aunque las perspectivas para la economía, el mercado laboral y los precios siguen siendo negativas. El índice de clima empresarial del índice IFO alemán superaba los 95,4 puntos de marzo y se situaba en 96,3, incumpliendo las expectativas de un nuevo retroceso en abril. El índice de condiciones presentes subía hasta los 94,9 puntos, desde los 92,2 anteriores, y las expectativas caían ligeramente, desde 98,8 del mes anterior hasta 97,8. Son datos más realistas teniendo en cuenta la situación actual de recuperación económica moderada. Mantenemos nuestras previsiones de una recuperación lenta en Alemania y, en consecuencia, en la zona euro.



ESTA SEMANA

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión
LA SEMANA	4-8	España	Tasa de desempleo	Abr	9,18	-
LUNES	10:00	Zona euro	PMI – Manufacturas	Abr	53,3	-
3-May		Italia	Déficit presupuestario (neto/acumulativo)	Abr	16.700 mn/27.800 mn	-
	16:00	EEUU	Gasto en construcción (m)	Mar	-0,1	0,4
	16:00	EEUU	ISM - Manufacturas	Abr	62,5	62,9
	16:00	EEUU	ISM – Precio pagado	Abr	86,0	87,0
		EEUU	Ventas totales de vehículos	Abr	16,7 mn	16,8 mn
		EEUU	Ventas de vehículos nacionales	Abr	13,3 mn	13,5 mn
MARTES	11:00	Zona euro	Tasa de desempleo	Mar	8,8	8,8
4-May	11:00	Zona euro	IPRI (m/a)	Mar	0,1/0,0	0,6/0,4
	16:00	EEUU	Pedidos de fábrica	Mar	0,3	2,3
	20:15	EEUU	FOMC - Tipos	May-04	1,00	1,00
MIÉRCOLES	9:55	Alemania	Variación del número de desempleados	Abr	44.000	15.500
5-May	9:55	Alemania	Tasa de desempleo (desest.)	Abr	10,4	10,4
	9:55	Alemania	Variación del número de empleados	Abr	-15.000	-10.000
	10:00	Zona euro	PMI - Servicios	Abr	54,4	-
	11:00	Zona euro	Comercio al por menor (m/a)	Mar	-0,8/0,5	-0,5/1,4
	0:30	EEUU	ABC – Confianza del consumidor	May 2	-13	-
	13:00	EEUU	MBA – Solicitudes de hipotecas	Abr 30	0,5	-
	16:00	EEUU	ISM – No manufacturas	Abr	65,8	65,0
JUEVES	8:45	Francia	Déficit presupuestario	Mar	-20,9	-
6-May	12:00	Alemania	Pedidos de fábrica (BBK) (m/a)	Mar P	0,5/2,8	0,8/6,5
	13:45	Zona euro	El BCE anuncia tipos de interés	May	2,00	2,00
	14:30	EEUU	Productividad no agrícola	1T P	2,6	4,0
	14:30	EEUU	Costes laborales unitarios	1T P	-0,4	-0,9
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	May 1	338k	335.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	Abr 24	3,01 mn	2,96 mn
	20:00	EEUU	Actas de la reunión del FOMC (16 de marzo)	-	-	-
VIERNES	9:00	España	Producción industrial no desest./ajust. (a)	Mar	2,8/1,8	-
7-May	12:00	Alemania	Producción industrial (m/a)	Mar P	-	-
	12:00	Zona euro	OECD – Indicadores adelantados	Mar	122,5	-
	14:30	EEUU	Tasa de desempleo	Abr	5,7	5,7
	14:30	EEUU	Salario medio por hora (m/a)	Abr	0,1	0,2
	14:30	EEUU	Variación del n.º de empleados no agrícolas	Abr	308.000	175.000
	14:30	EEUU	Var. del n.º de empleados en manufacturas	Abr	0	10.000
	14:30	EEUU	Jornada media seminal (horas)	Abr	33,7	33,8
	16:00	EEUU	Inventarios al por mayor	Mar	1,2	0,5
	21:00	EEUU	Crédito al consumo	Mar	4.200 mn	7.000 mn

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

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

ASUNTOS A TENER EN CUENTA

En EEUU: (1) En abril, el ISM manufacturero podría experimentar una ligera subida; (2) previsión de que el FOMC mantenga los tipos de interés sin cambios en el 1,0%; (3) el ISM no manufacturero cae ligeramente; (4) la productividad no agrícola podría dispararse en el 1T04E; (5) los costes laborales del 1T04 podrían caer; (6) la creación de empleo sumaría 150.000 nuevos puestos de trabajo en abril.

En la zona euro: (1) Previsible subida del PMI en abril; (2) mejores datos del PMI servicios en abril; (3) la publicación preliminar de los pedidos de fábrica de marzo en Alemania habría de mostrar datos positivos; (4) el BCE mantiene los tipos sin cambios en el 2,0%; (5) la producción industrial en Alemania se mantiene en los niveles actuales.

TIPOS, DIVISAS

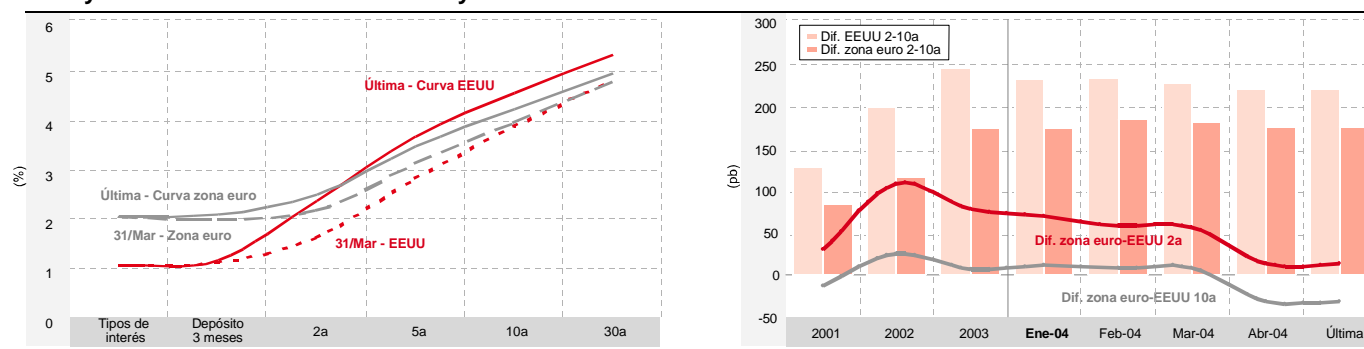
- A pesar de los últimos datos publicados, mantenemos nuestras previsiones para los tipos de intervención.

EEUU y zona euro – Tipos de interés y divisas

		Anual ¹			Trimestral ¹				Mensual				Semanal			
		2001	2002	2003	Jun-03	Sep-03	Dic-03	Mar-04	Ene-04	Feb-04	Mar-04	Abr-04	16-Abr	23-Abr	30-Abr	Última ²
Tipos interés corto plazo																
Tipo intervención BCE		4,2	3,2	2,2	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,00	2,00	2,00	2,00
Fondos de la Fed		3,7	1,7	1,1	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,00	1,00	1,00	1,00
Euribor 3 meses		4,1	3,3	2,2	2,3	2,1	2,1	2,0	2,1	2,0	1,9	2,0	2,03	2,04	2,05	2,06
Dep. 3 meses EEUU		3,5	1,7	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,09	1,11	1,11	1,13
Tipos inter. largo plazo																
Zona euro	2 años	4,0	3,6	2,4	2,2	2,5	2,7	2,3	2,5	2,2	2,1	2,4	2,36	2,43	2,45	2,45
	5 años	4,4	4,2	3,3	3,0	3,3	3,6	3,2	3,4	3,2	3,1	3,4	3,33	3,40	3,43	3,43
	10 años	4,8	4,8	4,2	3,9	4,1	4,4	4,1	4,2	4,0	3,9	4,2	4,11	4,18	4,19	4,19
	30 años	5,4	5,2	4,8	4,7	4,9	5,0	4,8	4,9	4,8	4,7	4,9	4,84	4,90	4,91	4,91
EEUU	2 años	3,7	2,5	1,6	1,4	1,7	1,9	1,7	1,8	1,6	1,6	2,3	1,99	2,23	2,32	2,33
	5 años	4,4	3,7	2,9	2,5	3,2	3,3	3,0	3,1	2,9	2,8	3,6	3,37	3,57	3,62	3,63
	10 años	5,0	4,5	4,1	3,6	4,3	4,3	4,0	4,1	4,0	3,8	4,5	4,34	4,46	4,51	4,52
	30 años	5,5	5,3	4,9	4,6	5,2	5,1	4,9	5,0	4,8	4,8	5,3	5,17	5,24	5,28	5,30
Diferencial																
Dif. zona euro	3 m-30 a	128	195	262	243	279	289	283	287	283	280	287	281	286	287	285
	2 a-10 a	84	115	173	165	166	166	178	173	183	179	174	176	175	174	174
Dif. EEUU	3 m-30 a	191	354	377	342	407	401	380	389	379	371	417	408	413	417	417
	2 a-10 a	126	198	244	221	255	240	230	231	233	226	219	235	223	219	219
Dif. zona euro-EEUU	Int.	50	154	110	117	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
	2 a	29	107	78	85	74	82	61	70	58	56	13	37	19	13	12
	10 a	-13	24	7	29	-14	8	9	11	7	8	-31	-23	-28	-31	-33
Divisas																
	€/US\$	0,95	1,14	1,18	1,15	1,13	1,20	1,24	1,246	1,248	1,229	1,198	1,200	1,183	1,198	1,197
	€/¥	118	132	133	137	131	131	132	132	136	128	132	129	129	132	132
	US\$/¥	125	116	113	119	116	109	106	106	109	104	111	108	109	111	110

(1) Las cifras representan la media del periodo. (2) Última: 3 de mayo de 2004.
Fuente: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

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



Fuente: Bloomberg.



RINCÓN MACRO: LA PRODUCTIVIDAD ESPAÑOLA (I)

Intención del PSOE de mejorar la productividad y el ahorro

En nuestra opinión, la victoria del PSOE en las pasadas elecciones tiene repercusiones interesantes para el futuro de la economía española. En este sentido, aparte de los efectos a corto plazo del cambio de Gobierno en la economía, creemos que los efectos más llamativos se notarán en los planes de crecimiento a largo plazo. En nuestra opinión, la sección más interesante del programa económico del PSOE es la que incluye el modelo de crecimiento español, en particular, lo que se refiere al incremento de la productividad y el ahorro.

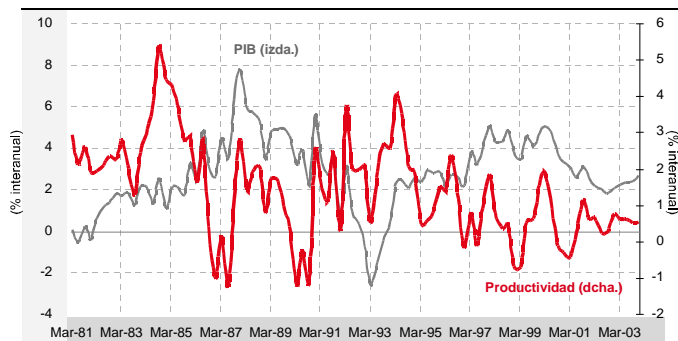
En este “Rincón macro” y en el de dentro de dos semanas, analizaremos la evolución de la productividad española en las últimas décadas y estudiaremos el modelo de crecimiento de la economía española en los últimos años. También nos centraremos en los asuntos a tener en cuenta en el futuro más cercano (más concretamente, la importancia del factor capital frente al factor trabajo) si se quiere aumentar los niveles de productividad y equilibrar el modelo de crecimiento económico.

CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD ESPAÑOLA

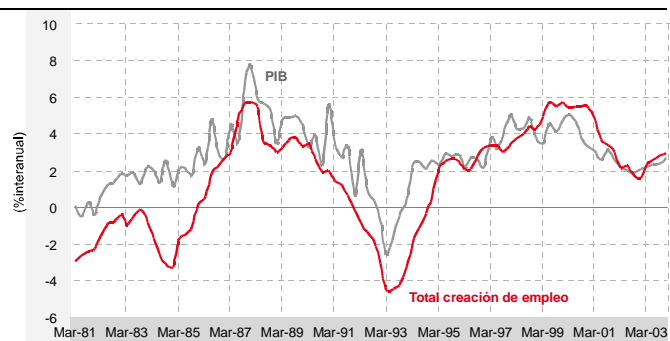
Evidente desaceleración de la tasa de crecimiento de la productividad pese a los buenos datos del PIB

Las tasas de crecimiento de la productividad en España se han reducido de manera drástica en los últimos ocho años. En este tiempo, la productividad del trabajo (PIB/empleo) ha crecido por debajo del 1,0% interanual. Entre 2001 y 2003, el crecimiento de la productividad se acercaba al 0,5% anual de media, frente al 0,7% de 1996-2000 y el 1,9% de 1991-1995. Estas tasas de productividad bajas se registraron en un periodo en que la economía creció fuertemente (3,9% anual entre 1996 y 2000, y 2,4% anual entre 2001 y 2003). Por el contrario, los niveles de productividad en el periodo 1991-1995 crecían un 1,9% anual de media, y se registraban en un periodo de recesión y con un crecimiento anual del PIB de 1,5% de media.

España – Productividad del trabajo frente al PIB, 1981-2003



España – Creación de empleo frente al PIB, 1981-2003



Fuentes: Mineco, INE, Banco de España y Santander Central Hispano Bolsa.

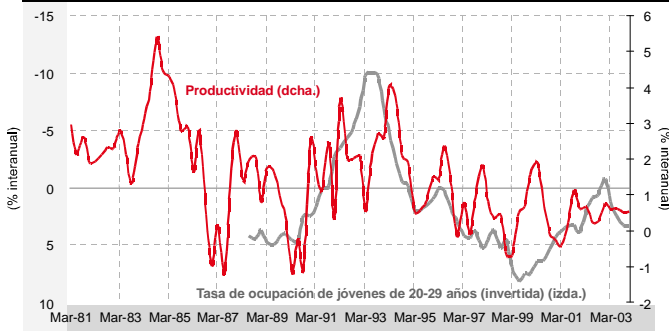
La desaceleración de la productividad obedece al auge en la creación de empleo

La evolución del mercado laboral en estos últimos ocho años ha sido muy positiva. El empleo creció un 3,1% anual de media entre 1996 y 2000, mientras que entre 2001 y 2003 la tasa de crecimiento se redujo al 1,9% de media. De hecho, el empleo creció a un ritmo mayor que el PIB entre 1999 y 2001. Por el contrario, los periodos asociados a tasas de crecimiento de la productividad (1981-1985 y 1991-1995) registraban fuertes pérdidas de puestos de trabajo —el empleo caía un 0,4% anual entre 1991 y 1995, y un 1,4% anual entre 1981 y 1985—. De hecho, pese a que la economía española inició su crecimiento en 1993 (tras dos años de recesión), las tasas de crecimiento del empleo no se acercaron a las del PIB hasta 1995.

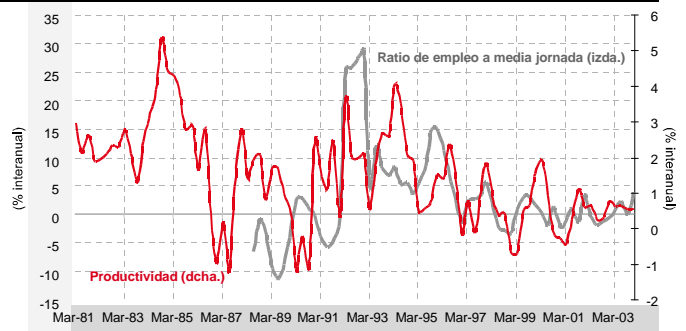
El mercado laboral ha sido un factor clave de momento

Por lo que respecta al mercado de trabajo, los avances son evidentes: (1) la **creación de empleo** ha sido fuerte; (2) los **ratios de participación** en el mercado laboral de la población en edad de trabajar (16-64 años) se han disparado (67,1% en el periodo 2000-2003, frente al 60,3% en el periodo 1986-1990); (3) **las tasas de empleo entre la gente joven** (20-29) también han subido (60,7% en 2000-2003, desde 51,2% en 1986-1990); (4) por el contrario, **la tasa de desempleo entre la gente joven** se ha reducido hasta el 16,3% entre 2000 y 2003 desde el 29,0% en 1986-1990; y (5) el **ratio de empleo** de trabajadores a media jornada ha subido hasta el 7,9% entre 2000 y 2003, frente al 4,9% del periodo 1986-1990, y el **ratio de empleo temporal** sigue por encima del 30,0% desde 1995.

España – Productividad del trabajo frente a tasa de ocupación, 1981-2003



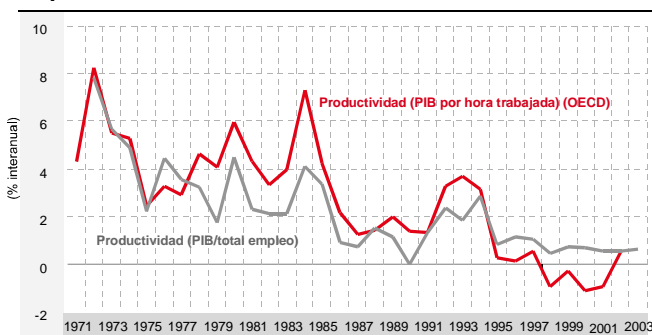
España – Productividad del trabajo frente a ratio de empleo a media jornada, 1981-2003



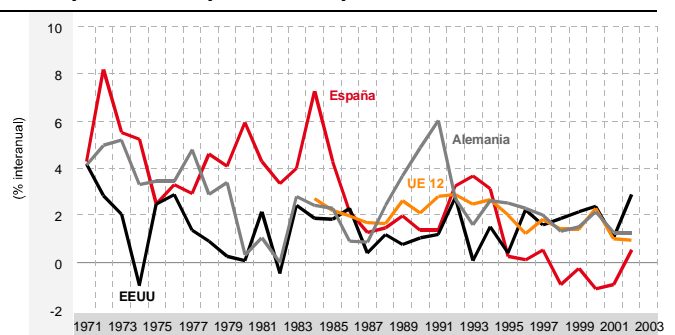
Fuentes: Mineco, INE, Banco de España y Santander Central Hispano Bolsa.

Si utilizamos otras medidas de productividad, seguimos observando una desaceleración —o, incluso, una reducción— de la tasa de crecimiento de la productividad en los últimos años. Por ejemplo, si cotejamos los datos de la OCDE sobre el PIB por hora trabajada como parámetro para medir la productividad, comprobamos (véanse los siguientes gráficos) cómo la productividad española ha tenido un comportamiento claramente inferior al de Europa y EEUU, aunque en términos de creación de empleo se dé lo contrario.

España – Productividad, 1971-2003



España – Comparativa de productividad, 1971-2003



Fuentes: OCDE, Mineco, Banco de España y Santander Central Hispano Bolsa.

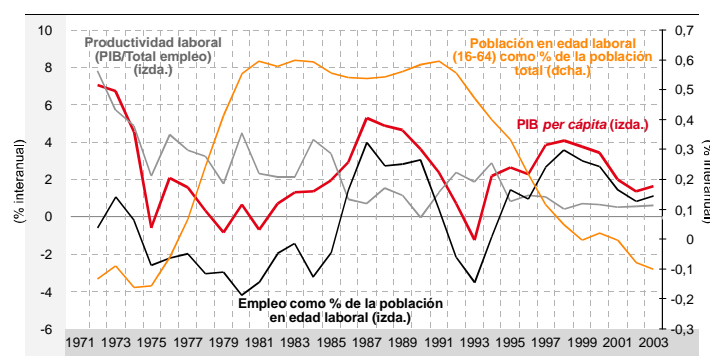


EL MODELO DE CRECIMIENTO ESPAÑOL SE BASA EN EMPLEO NO EN PRODUCTIVIDAD

El modelo de crecimiento español se basa en el crecimiento del empleo

De lo que no hay duda tras analizar el modelo de crecimiento español es que el crecimiento económico se ha basado en la creación de empleo —al menos, en los últimos ocho años—. Entre 2001 y 2003, el PIB *per capita* creció un 1,7% anual de media. La contribución de la productividad del trabajo fue de 0,6 puntos porcentuales, y la del crecimiento de la población de -0,1 puntos porcentuales, mientras que el empleo representó +1,2 puntos porcentuales. En 1996-2000, el PIB *per capita* creció un 3,5% anual de media. En este periodo, los principales condicionantes del crecimiento volvieron a ser el empleo (2,6 puntos porcentuales), mientras que la productividad representó 0,8 puntos porcentuales y el crecimiento de la población añadió escasamente 0,1 puntos porcentuales.

España – Cómo crece el país (composición de crecimiento del PIB), 1971-2003



Fuentes: Mineco, Banco de España y Santander Central Hispano Bolsa.

A largo plazo, el crecimiento español necesita un modelo de crecimiento más equilibrado

A corto plazo, este modelo de crecimiento ha demostrado ser acertado. Además, ha permitido que la economía española evolucione en los últimos años por delante de las economías de la zona euro. Sin embargo, a largo plazo, y teniendo en cuenta las tendencias de crecimiento de la población, creemos que será necesario recurrir a un modelo de crecimiento más equilibrado, en el que las ganancias de productividad representen una mayor aportación al crecimiento del PIB. La inversión en tecnología, las mejoras educativas y el control de la inmigración para controlar el crecimiento de población serán cuestiones clave. En el “Rincón macro” del próximo número ibérico (14 de mayo), seguiremos analizando esta situación.

ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

Europa, EEUU y Japón – Estimaciones y previsiones, 2001-04P

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

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

Indicad. financieros*	2001	2002	2003	2004E	Consenso	2005P	Consenso
Tipos intervención							
Zona euro	3,25 (4,23)	2,75 (3,21)	2,00 (2,25)	2,00 (2,00)	2,445	3,00 (2,81)	3,04
EEUU	1,75 (3,73)	1,25 (1,67)	1,00 (1,10)	1,00 (1,00)	1,75	2,75 (2,06)	3,25
Bonos a 10 años							
Zona euro	5,00 (4,83)	4,20 (4,77)	4,29(4,09)	4,50 (4,46)	4,69	4,50 (4,57)	4,89
EEUU	5,05 (4,96)	3,81 (4,53)	4,24(3,99)	4,25 (4,53)	4,90	4,50 (4,13)	5,10
Tipo de cambio							
Euro-dólar	0,89 (0,89)	1,05 (0,95)	1,26 (1,14)	1,13 (1,15)	1,24	1,10 (1,11)	1,24

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

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



APÉNDICE 1

Resumen de indicadores de la zona euro

PIB y sus componentes	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas					
	2001	2002	2003	2T03	3T03	4T03	1T04	4T 02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04
Consumo privado	1,8	0,1	1,0	1,1	0,9	0,6	-	1,2	1,9	0,1	0,5	0,1	-
Gasto público	2,5	2,9	2,0	1,8	1,9	2,2	-	0,4	2,0	2,4	2,8	1,8	-
F. B. capital fijo	-0,3	-2,8	-1,0	-0,6	-1,0	-0,7	-	1,2	-3,2	-1,2	-0,7	2,2	-
Var. existencias (contrib.)	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,0	0,4	-	0,7	0,7	-0,2	-1,0	2,3	-
Demanda interna	1,0	0,3	1,1	1,0	0,8	1,1	-	1,7	1,5	0,1	-0,4	3,2	-
Exportaciones	3,4	1,5	0,1	-1,3	-0,3	0,3	-	-1,2	-5,3	-3,1	9,1	1,0	-
Importaciones	1,7	-0,1	1,8	1,0	1,0	1,8	-	3,4	-1,5	-2,0	4,4	6,5	-
Aportac. sector Exterior	0,6	0,6	-0,7	-0,9	-0,5	-0,6	-	-1,7	-1,6	-0,5	1,9	-2,0	-
PIB	1,6	0,9	0,4	0,1	0,3	0,6	-	0,0	-0,1	-0,4	1,5	1,2	-
PIB nom. (€ mds)	6842,6	7073,3	7251,9										
Indicadores de actividad	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	2T03	3T03	4T03	1T04	oct-03	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04
Producción industrial (IPI)	0,4	-0,5	0,2	-0,6	-0,3	1,1	-	0,7	0,4	2,2	0,4	0,7	-
-sin construcción	0,4	-0,5	0,3	-0,9	-0,2	1,5	-	1,4	0,9	2,2	0,7	0,6	-
Producción manufacturera	0,3	-0,8	0,1	-1,1	-0,5	1,4	-	1,1	0,9	2,2	0,7	1,2	-
Ventas al por menor	1,7	0,0	0,2	0,8	-0,4	-0,4	-	0,9	-1,9	-0,3	1,0	0,5	-
Nuevas matriculaciones	0,1	-2,4	-										
Utilización capacidad prod.	83,6	81,4	81,0	80,8	80,7	81,2	80,7						
Indicadores de confianza	Meia anual			Media trimestral				Índice					
	2001	2002	2003	2T03	3T03	4T03	1T04	oct-03	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04
Clima económico	97,0	95,6	95,1	94,8	95,0	95,7	96,0	95,6	96,0	95,6	96,0	95,9	96,0
Clima empresarial	-0,17	-0,51	-0,41	-0,60	-0,56	-0,05	0,00	-0,20	0,05	-0,01	0,10	0,01	-0,10
Confianza industria	-9	-11	-10	-12	-11	-7	-7	-8	-6	-8	-6	-7	-7
Confianza construcción	-11	-19	-21	-21	-22	-20	-20	-22	-20	-19	-19	-21	-19
Confianza comercio minorista	-7	-16	-14	-15	-13	-11	-10	-9	-10	-13	-10	-11	-10
Confianza servicios	15	1	2	-2	5	10	11	9	11	11	10	11	11
Confianza consumidores	-5	-11	-18	-19	-17	-16	-14	-17	-15	-16	-15	-14	-14
PMI	48	50	49	47,0	49,1	52,0	52,8	51,3	52,2	52,5	52,5	52,4	53,3
- Producción	49	52	51	48,7	50,3	54,0	54,5	53,1	54,4	54,5	54,6	54,3	54,7
- Nuevos pedidos	47	51	50	46,0	50,3	54,4	55,0	53,2	55,0	55,1	55,4	54,6	55,1
- Empleo	49	47	47	45,7	46,6	48,3	48,4	47,9	48,5	48,4	48,4	48,1	48,7
- Existencias	47	46	46	46,2	46,0	46,5	46,9	47,2	46,1	46,2	46,3	47,2	47,3
- Tiempos de entrega proveedores	53	50	50	51,2	50,0	47,8	45,0	48,2	48,0	47,2	47,0	45,3	42,7
- Precios	48	52	52	49,6	46,0	52,9	59,8	52,3	52,9	53,6	54,6	59,4	65,3
Precios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	2T03	3T03	4T03	1T04	oct-03	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04
IPC	2,4	2,3	2,1	2,0	2,0	2,1	1,7	0,2	0,0	0,4	-0,3	0,3	0,6
Infl. subyacente	1,8	2,4	1,8	1,8	1,7	1,7	1,8	0,2	0,1	0,4	-0,7	0,4	0,5
PPI (excl. construcción)	2,1	-0,1	1,6	1,5	1,2	1,1	-	0,1	0,1	-0,1	0,3	0,1	-
Deflactor PIB	2,4	2,5	2,1	2,1	2,2	2,2	-						
Defactor de la demanda interna	2,3	2,1	1,9	1,8	2,1	1,8	-						
Costes y salarios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	2T03	3T03	4T03	1T04	oct-03	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04
Coste laboral unitario	2,6	2,2	-	2,6	2,4	-	-						
Remuneración asalariado	2,8	2,5	-	2,6	2,5	-	-						
Productividad	0,2	0,4	0,3	0,0	0,1	0,4	-						
Mercado de trabajo	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	2T03	3T03	4T03	1T04	oct-03	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04
Tasa de desempleo	8,0	8,4	8,8	8,8	8,8	8,8	-	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	-
Índice de empleo excl. construcción	0,1	-2,6	-	-2,0	-2,3	-	-						
Sec. monetario y financiero	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	2T03	3T03	4T03	1T04	oct-03	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04
M3	10,9	6,6	6,3	8,0	7,0	6,3	5,7	1,2	0,0	0,1	0,4	0,6	0,2
M3 Media móvil 3m	7,9	7,1	7,0	8,6	8,0	7,0	-	7,7	7,5	7,0	6,6	6,4	-
Préstamos al sector privado	7,0	4,0	4,6	3,8	4,0	4,6	4,6	0,4	0,7	0,3	0,2	0,5	0,4
Datos financ. (tasas inter.)	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	2T03	3T03	4T03	1T04	oct-03	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04
Tipo efectivo €	1,5	3,0	11,4	14,0	10,1	10,3	7,6	10,5	9,4	11,2	9,7	7,8	5,3
Tipo efectivo real € (CPI)	2,5	4,4	12,2	14,8	10,9	11,3	8,4	11,4	10,5	12,1	10,5	8,7	6,1
Tipo efectivo real € (PPI)	3,1	3,9	10,9	13,7	9,1	9,6	7,1	9,7	9,0	10,2	8,8	7,2	5,2
Tipo efectivo real € (ULC)	1,3	4,1	12,6	15,7	11,1	12,3	-						
Sector exterior	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	2T03	3T03	4T03	1T04	oct-03	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04
Saldo cta. corriente (% PIB)	-0,2	0,8	0,4	-0,4	0,6	1,0	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
- € Mds (1)	-17	55	26	44	33	31	26	31	25	26	26	29	-
Totales públicas (% PIB)	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Total recursos	46,4	47,4	48,0	47,5	47,1	47,9	48,2	47,6	48,1	47,8	47,0	46,4	-
Total empleos	51	52,3	53,7	52,7	52,2	52,2	50,8	49,9	49,4	48,7	48,7	48,7	-
Déficit/Superávit	-4,8	-4,9	-5,7	-5,1	-5,1	-4,3	-2,6	-2,3	-1,3	0,2	-1,6	-2,3	-2,7

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

APÉNDICE 2

Estados Unidos: Indicadores, 2001-03

PIB y sus componentes	2001	2002	Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas			
			2T03	3T03	4T03	1T04	2T03	3T03	4T03	1T04
Consumo privado	2,5	3,4	2,5	3,7	4,0	4,3	3,3	6,9	3,2	3,8
Gasto e inv. públicos	2,8	3,8	4,1	3,9	2,1	2,7	7,4	1,8	-0,1	2,0
Inversión privada	-8,4	-1,2	2,8	3,6	7,4	10,3	4,7	14,8	14,9	7,2
- Equipo	-5,2	-2,8	3,4	6,8	10,1	12,9	8,0	17,6	14,9	11,4
- Construcción	-0,8	-4,6	1,4	5,4	6,0	5,4	4,3	13,7	4,9	-0,7
Demanda interna	0,7	2,8	2,9	3,8	4,2	4,9	4,3	7,0	4,3	3,9
Exportaciones	-5,2	-2,4	-0,7	0,6	6,5	7,8	-1,1	9,9	20,5	3,2
Importaciones	-2,6	3,3	3,5	2,7	4,5	6,9	9,1	0,8	16,4	2,0
PIB	0,5	2,2	2,4	3,6	4,3	4,9	3,1	8,2	4,1	4,2
PIB nominal (M.M. \$)	10101	10481								
Actividad general	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T03	3T03	4T03	1T04	oct-03	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04
Indicador adelantado	0,2	2,2	3,1	4,0	3,3	2,9	3,1	3,6	4,0	4,4
Indicador coincidente	-0,1	0,4	1,1	1,7	0,8	1,1	1,4	1,3	1,8	1,9
Ratio existencias/Ventas	1,38	1,31	1,29	1,26	1,29	1,28	1,26	1,26	1,28	-
Producción industrial	-1,0	-0,4	1,5	2,9	0,7	1,5	2,3	2,4	2,9	3,4
Utilización capacidad (1)	74,3	74,6	75,0	76,2	75,0	75,7	75,8	76,2	76,7	76,5
Índice ISM	-11,2	5,9	19,1	25,8	14,9	23,6	19,0	20,0	24,3	34,1
Índice ISM (1)	46,2	52,6	57,1	63,6	57,1	61,3	63,4	63,6	61,4	62,5
Consumo privado	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T03	3T03	4T03	1T04	oct-03	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04
Ganancia real por hora	0,8	0,5	0,4	0,3	0,4	0,7	0,1	0,2	0,2	0,4
Ventas al por menor	4,5	6,1	6,7	7,7	6,6	7,3	6,4	6,3	8,5	8,2
-sin autos	3,4	6,3	6,8	8,1	6,5	6,9	6,9	7,6	8,2	8,5
Gastos de consumo	2,5	3,7	4,0	-	3,9	4,1	4,0	4,1	4,3	-
Confianza consumidores (1)	81,0	77,0	81,7	97,7	81,7	92,5	94,8	97,7	88,5	88,5
Expectativas consumidor (1)	84,8	86,3	91,5	105,3	91,5	100,1	107,4	105,3	91,9	91,3
Tasa de ahorro familiar (1)	2,4	2,8	1,9	1,8	1,9	1,8	1,4	1,8	1,9	-
Crédito al consumo	4,1	4,5	5,0	-	4,7	4,7	5,0	5,2	4,9	-
Inversión en equipo	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T03	3T03	4T03	1T04	oct-03	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04
Nuevos pedidos	1,4	3,3	7,4	-	6,8	6,6	8,8	6,1	7,0	-
-ex autos	1,1	5,0	6,9	-	6,7	6,4	7,8	7,1	7,4	-
Pedidos b. capital sin def. y aviones	-0,4	3,3	7,7	11,4	5,4	5,6	12,2	9,4	11,5	13,4
ISM: Producción	-13,1	6,4	24,4	29,5	21,7	23,8	27,7	28,1	22,2	39,4
ISM: Nuevos pedidos	-16,3	15,1	28,1	28,9	23,8	39,7	21,8	21,3	27,9	39,5
	4T01	1T02	2T02	3T02	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04
Benef. después de impuestos	-5,3	-1,4	4,9	17,8	24,1	16,9	7,4	13,9	20,7	-
Construcción	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T03	3T03	4T03	1T04	oct-03	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04
Viviendas iniciadas	3,3	10,7	16,5	11,9	19,6	16,7	13,6	6,0	15,1	15,2
Ventas nuevas viviendas	15,0	13,8	9,1	18,5	14,3	6,1	7,1	13,1	20,6	21,8
Gastos de construcción	1,6	5,7	6,9	-	7,4	6,7	6,6	4,4	5,1	-
Permisos de construcción	4,3	6,2	5,7	10,8	9,3	5,6	2,4	8,7	6,9	17,1
Empleo y salarios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T03	3T03	4T03	1T04	oct-03	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04
Población activa	1,3	1,0	1,2	0,6	1,0	1,4	1,2	0,7	0,4	0,6
Empleo total	0,9	0,6	1,2	0,8	0,7	1,5	1,5	0,8	0,7	0,7
Tasa de paro (% pob. activa) (1)	6,0	6,2	6,0	5,6	6,0	5,9	5,7	5,6	5,6	5,7
Duración media paro (sem.) (1)	19,4	19,3	19,4	19,8	19,4	20,0	19,6	19,8	20,3	20,1
Jornada media laboral (horas) (1)	33,6	33,6	33,7	33,8	33,7	33,8	33,6	33,8	33,8	33,7
Ganancia media por hora	2,9	2,7	2,1	1,8	2,2	2,2	1,8	2,0	1,6	1,8
	4T01	1T02	2T02	3T02	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04
Coste del empleo total	4,1	3,9	4,0	3,7	3,6	3,9	3,8	4,0	3,9	3,8
Precios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T03	3T03	4T03	1T04	oct-03	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04
Inflación	2,1	2,2	1,9	1,8	2,0	1,8	1,9	1,9	1,7	1,7
Inflación subyacente	1,5	1,3	1,2	1,3	1,3	1,1	1,2	1,2	1,3	1,6
Precios producción	2,6	3,4	3,6	2,3	3,4	3,4	4,0	3,3	2,1	1,4
P. producc sin energía y alim.	-0,2	0,3	0,7	0,9	0,5	0,5	1,0	0,9	1,0	0,7
Precios importación	1,7	1,7	1,9	1,4	0,8	2,3	2,4	2,2	0,9	1,2
Precios exportación	1,6	1,0	1,8	2,9	1,3	1,7	2,2	2,6	2,7	3,4
Sector exterior	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T03	3T03	4T03	1T04	oct-03	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04
Saldo B. bienes y servicios (4)	-457,0	-475,0	-490,0	-493,0	-490	-490	-490	-493	-497	-
Saldo B. bienes y servicios (4) % PIB	-4,2	-4,3	-4,4	-4,3						
Saldo Balanza comercial (4)	-546,4	-564,5	-580,1	-585,5	-580	-580	-581	-586	-590	-
Saldo Balanza comercial (4) % PIB	-5,0	-5,1	-5,2	-5,1						
Tipo cambio efectivo nominal	-12,2	-8,3	-13,8	-12,3	-14,0	-13,0	-14,4	-13,8	-12,7	-10,4
Política económica	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T03	3T03	4T03	1T04	oct-03	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04
Oferta monetaria (M2)	7,9	7,8	5,3	4,3	6,1	5,2	4,6	4,1	4,2	4,5
Tipo fondos federales (1)	1,26	1,02	1,02	1,00	1,02	1,00	0,99	1,00	1,01	1,00
Ingresos federales (3)	528	429	441	410	136	118	187	184	85	140
Gastos federales (3)	544	534	569	580	205	161	203	186	182	213
Déficit público federal (3)	-17	-105	-129	-171	-70	-43	-16	-1	-97	-73

(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: 34-91-701-9009
Fax: 34-91-701-9114

Lisboa

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

Londres

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

Nueva York

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

Bogotá

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

Buenos Aires

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

Caracas

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

Lima

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

México

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

Santiago

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

São Paulo

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

Tokio

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

Clave de Recomendaciones (Final del Año)

Comprar

Potencial alcista superior al 20%.

Mantener

Potencial alcista del 15%-20%.

Infraponderar

Potencial alcista inferior al 15%.

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

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

Entidades pertenecientes al Grupo Santander Central Hispano han participado como coordinador, colocador o asegurador en una oferta pública de venta de Abengoa S.A., Aceralia, S.A., ACS Actividades de Construcción y Servicios, S.A., Adolfo Domínguez, S.A., Aldeasa, S.A., Amadeus Global Travel Distribution, S.A. Aragonesas, S.A., Argenteria Corporación Bancaria de España, S.A., Azkar, S.A., Barón de Ley, S.A., Befesa Medio Ambiente, S.A., Dinamia, S.A., Endesa, S.A., FAES Fabrica Española de Productos Químicos y Farmacéuticos, S.A., Federico Paternina, S.A., Funespaña, S.A., Gas Natural, S.A., Ginés Navarro, S.A., Grupo Ferrovial, S.A., Indra, S.A., Inmobiliaria Colonial, S.A., Mapfre Vida, S.A., Mecalux, S.A., Meliá Inversiones Americanas, N.V., Obrascón Huarte Lain, S.A., Parques Reunidos, S.A. Red Eléctrica de España, S.A., Repsol, S.A., Sogecable, S.A., Sol Meliá, S.A., Superdiplo S.A., Tabacalera, S.A., Telefónica de España, S.A., Telefónica de Publicidad e Información, S.A. TelePizza, S.A., Terra Networks, S.A., Vidriera Leonesa, S.A., y Zeltia S.A. en los últimos tres años.

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

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

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



THE IBERIAN QUANT OBSERVER

Jesús Gómez
(34) 91-701-9316
jegomez.madrid@sinvest.es

Antonio Espasa
(34) 91-701-9319
aespasa.madrid@sinvest.es

Cristina Bergón
(34) 91-701-9309
cbergon.madrid@sinvest.es

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
VII. FUSIONES Y ADQUISICIONES Y ACTIVIDAD CORPORATIVA	9

I. ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

Europa, EEUU y Japón – Estimaciones y previsiones, 2001-04P

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

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

Indicad. financieros*	2001	2002	2003	Consenso	2004E	Consenso	2005P	Consenso
Tipos intervención								
Zona euro	3,25 (4,23)	2,75 (3,21)	2,00 (2,25)	-	2,00 (2,00)	2,445	3,00 (2,81)	3,04
EEUU	1,75 (3,73)	1,25 (1,67)	1,00 (1,10)	-	1,00 (1,00)	1,75	2,75 (2,06)	3,25
Bonos a 10 años								
Zona euro	5,00 (4,83)	4,20 (4,77)	4,29(4,09)	-	4,50 (4,46)	4,69	4,50 (4,57)	4,89
EEUU	5,05 (4,96)	3,81 (4,53)	4,24(3,99)	-	4,25 (4,53)	4,90	4,50 (4,13)	5,10
Tipo de cambio								
Euro-dólar	0,89 (0,89)	1,05 (0,95)	1,26 (1,14)	-	1,13 (1,15)	1,246	1,10 (1,11)	1,249

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

Fuentes: previsiones del consenso (abril de 2004), Barómetro de la zona euro (abril de 2004) y previsiones y estimaciones de Santander Investment y previsiones y estimaciones de Santander Central Hispano 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)	
		03E	04P	05P	BpA	03E	04P	05P	EBITDA	03E	04P	05P	FCpA	04P	05P	04P	05P
Francia (CAC 40)	800.674	20,4	15,6	13,5	16,0	8,3	7,7	7,0	4,3	9,6	9,5	8,4	6,6	2,4	2,7	2,5	2,3
Alemania (DAX 30)	563.032	28,1	15,4	13,0	32,2	7,3	6,5	5,7	4,5	8,5	7,7	7,2	4,4	2,4	2,7	2,2	1,9
Italia (MIB 30)	429.169	20,4	16,4	15,1	22,1	10,8	7,3	6,8	5,7	7,6	7,4	7,0	5,0	4,4	3,8	2,7	2,6
Portugal (PSI 20)	46.751	19,6	16,5	13,8	21,1	8,7	8,2	7,5	7,7	7,0	6,5	5,9	11,4	2,8	3,2	2,2	2,0
España (IBEX 35)	347.899	16,7	27,9	13,3	18,7	35,9	8,0	7,1	7,1	8,1	8,1	7,1	8,6	3,1	3,4	3,2	2,8
DJ Stoxx 600	5.900.573	19,4	16,1	13,8	15,1	10,2	6,6	6,4	6,9	9,5	10,0	7,4	7,7	3,0	3,2	2,9	2,8
DJ Stoxx 50	2.607.849	17,4	14,8	13,5	15,5	8,8	8,2	7,5	4,5	11,1	10,2	9,5	5,6	3,2	3,4	2,8	2,5
DJ Eurostoxx 50	1.709.677	20,2	14,5	12,9	22,0	7,2	6,6	6,1	4,2	8,2	8,1	7,5	5,3	3,2	3,4	2,5	2,3
P. Ibérica Bienes de capital	21.891	14,9	11,8	9,8	51,1	7,1	5,9	5,3	12,6	7,0	5,9	5,4	14,3	3,2	3,4	1,6	1,4
P. Ibérica Construcción	17.320	16,5	14,9	13,2	5,6	10,4	8,6	7,8	13,8	10,9	9,3	8,4	3,6	2,1	2,4	2,0	1,8
P. Ibérica B. de consumo	24.826	20,3	17,0	14,2	25,3	9,1	7,7	6,8	12,0	11,8	10,1	8,8	19,7	1,9	2,2	3,5	3,1
P. Ibérica Serv. consumidor	32.745	20,3	18,9	16,1	11,1	13,0	11,4	10,8	7,8	9,8	9,5	8,4	0,7	1,4	1,5	2,7	2,4
P. Ibérica Financieras	126.518	16,7	14,5	12,5	16,1	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	3,0	3,4	2,1	1,9
P. Ibérica Petróleo y gas	40.231	12,0	12,3	11,8	-3,2	6,0	6,0	5,7	5,1	5,6	6,0	5,7	2,3	3,2	3,6	1,7	1,6
P. Ibérica TMTs	130.202	32,0	24,5	20,1	-183,9	8,6	7,6	6,9	8,5	8,8	8,3	7,4	52,8	2,5	2,5	4,0	3,7
P. Ibérica Utilities	45.384	14,0	12,7	11,3	10,2	8,4	8,0	7,4	5,7	5,0	5,7	5,3	5,0	4,4	4,8	1,6	1,5
Total P. Ibérica	439.117	18,6	16,2	14,0	69,6	10,8	9,8	9,0	8,1	10,6	10,5	9,5	16,8	2,8	3,1	2,3	2,2

Nota: la TACC se calcula sobre el período 2002-05P.

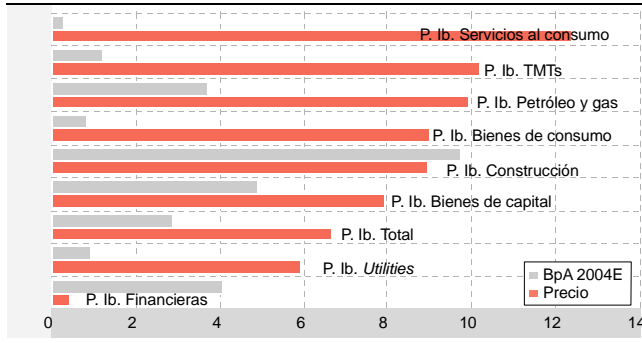
Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.

Comportamiento de los mercados (%)

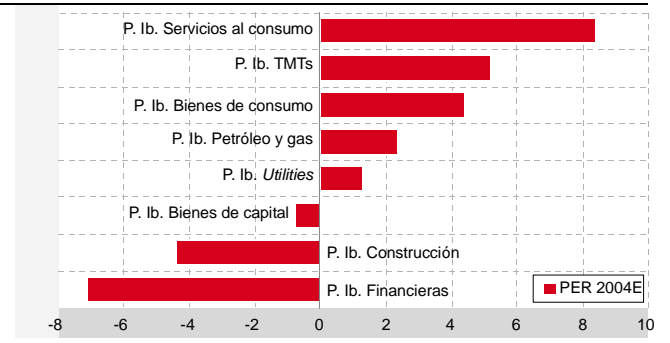
	Cierre	Últimos 12M		-1S	-1M	-3M	-6M	-12M	En el trim.	En el año	Desde 12M	
	29-abr.	Máx.	Mín.								Máx.	Mín.
Francia (CAC 40)	3.689	3.832	2.814	-2,5	1,5	0,7	9,6	25,5	1,8	3,7	-3,7	31,1
Alemania (DAX 30)	4.009	4.175	2.769	-1,2	3,3	-2,1	10,9	37,8	3,9	1,1	-4,0	44,8
Italia (MIB 30)	28.224	28.803	23.799	-1,1	3,1	1,0	9,5	16,2	3,3	5,6	-2,0	18,6
Portugal (PSI 20)	7.514	7.970	5.418	-0,8	0,3	7,6	20,0	37,8	-0,4	11,4	-5,7	38,7
España (IBEX 35)	8.159	8.478	6.178	-1,6	1,7	1,8	16,1	24,4	1,8	5,5	-3,8	32,1
DJ Stoxx 600	241	248	188	-1,6	1,7	1,8	9,8	23,7	2,0	5,2	-2,8	28,4
DJ Stoxx 50	2.734	2.806	2.207	-1,2	2,1	0,4	8,7	17,5	2,6	2,8	-2,6	23,9
DJ Eurostoxx 50	2.806	2.965	2.197	-2,5	0,3	-1,9	9,8	20,8	0,7	1,7	-5,4	27,7
P. Ibérica Bienes de capital	ND	ND	ND	-1,7	-0,1	5,8	17,3	41,8	-0,1	7,9	-7,2	50,9
P. Ibérica Construcción	ND	ND	ND	-2,0	2,1	5,8	17,7	28,6	2,1	8,9	-4,4	32,6
P. Ibérica B. de consumo	ND	ND	ND	-1,4	-1,7	7,7	8,5	6,7	-1,7	9,0	-18,7	23,1
P. Ibérica Serv. consumidor	ND	ND	ND	-1,0	1,6	5,0	15,2	35,0	1,6	12,4	-9,7	40,7
P. Ibérica Financieras	ND	ND	ND	-1,3	1,5	0,5	10,1	25,0	1,5	0,5	-6,2	36,8
P. Ibérica Petróleo y gas	ND	ND	ND	-0,7	2,6	6,8	14,8	32,6	2,6	9,9	-4,1	36,1
P. Ibérica TMTs	ND	ND	ND	-1,1	2,8	1,5	21,7	36,5	2,8	10,2	-7,3	47,5
P. Ibérica Utilities	ND	ND	ND	-1,5	1,4	6,3	16,2	24,1	1,4	5,9	-5,1	26,4
Total P. Ibérica	ND	ND	ND	-1,2	1,7	3,1	15,4	29,2	1,7	6,7	-7,3	38,4

Fuente: Bloomberg.

P. Ibérica – Variaciones en el año de los precios y estimaciones del BpA 2004E por sectores (%)

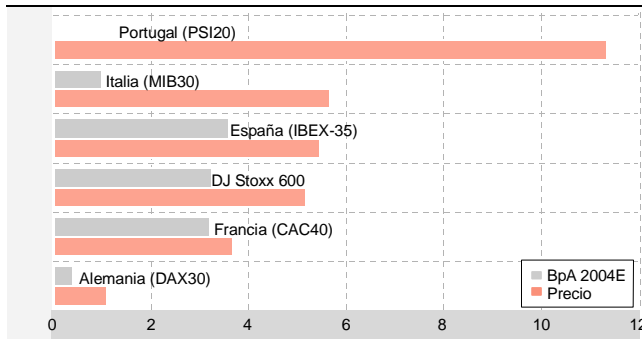


P. Ibérica – Variación relativa en el PER 2004E por sectores (%)

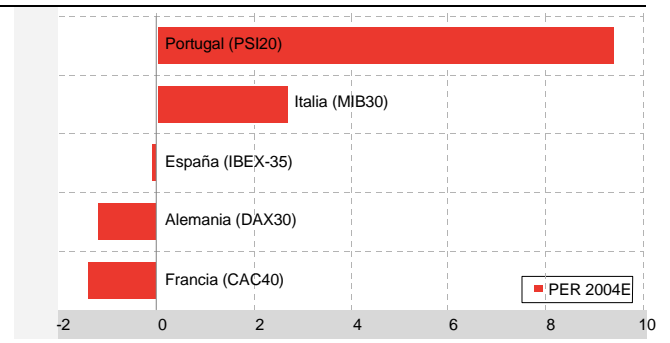


Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones Santander Central Hispano Bolsa.

Europa – Variaciones en el año de los precios y estimaciones del BpA 2004P por países (%)



Europa – Variación relativa en el PER 2004P por países (%)



Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones Santander Central Hispano Bolsa.

IV. MONITOR DE LA TENDENCIA

Comportamiento bursátil 1M (%)			
10 mejores		10 peores	
Abengoa	11,0	Arcelor	-6,3
Aldeasa	8,8	Jazztel	-5,9
TelePizza	8,4	Inm. Colonial	-4,9
OHL	8,1	BCP	-4,0
Prisa	7,8	Altadis	-3,6
Cortefiel	7,8	Inditex	-3,3
PT Multimédia	6,8	B. Popular	-3,0
Gamesa	6,7	Sacyr Vallehermo	-3,0
Acerinox	6,7	Inm. Urbis	-2,9
B. Sabadell	6,4	Logista	-2,3

Comportamiento bursátil 3M (%)			
10 mejores		10 peores	
TelePizza	30,2	Corp. Mapfre	-12,7
TPI	26,0	NH Hoteles	-10,1
Gamesa	24,0	Amadeus	-9,3
Prisa	20,2	Jazztel	-8,6
Abengoa	19,0	Jerónimo Martins	-7,9
Acerinox	18,6	B. Popular	-5,2
Ence	17,2	Faes	-4,4
Inditex	16,1	Prosegur	-3,9
Ferrovial	15,8	Bankinter	-3,4
Abertis	14,8	Brisa	-2,8

Comportamiento desde máximo 12M (%)			
10 mejores		10 peores	
OHL	-0,9	Zeltia	-40,2
Abengoa	-1,4	Jazztel	-28,9
Aguas de Barcelona	-1,7	Amadeus	-26,8
Sos Cuétara Koipe	-1,8	Inditex	-24,3
Gas Natural	-2,0	Jerónimo Martins	-19,2
PT Multimédia	-2,1	Corp. Mapfre	-16,4
BES	-2,2	NH Hoteles	-16,3
B. Sabadell	-2,3	Sonae SGPS	-14,0
Ebro Puleva	-3,3	BCP	-11,9
BBVA	-3,3	Altadis	-11,4

Comportamiento desde mínimo 12M (%)			
10 mejores		10 peores	
Sogecable	276,1	Zeltia	10,1
Sonae SGPS	148,6	B. Popular	13,0
Prisa	141,3	Terra Lycos	14,1
Gamesa	108,0	BES	14,2
Sol Meliá	106,7	Amadeus	15,0
Cortefiel	95,1	Bankinter	16,6
Iberia	89,0	Iberdrola	17,8
TelePizza	76,8	Altadis	18,4
Abengoa	64,2	Inditex	19,6
Uralita	63,3	ACS	21,3

Recomendaciones consenso 3M*			
10 mejores		10 peores	
Jazztel	2,8	Arcelor	1,4
BES	2,6	ACS	1,4
Terra Lycos	2,5	PT Multimédia	1,5
B. Valencia	2,5	Ferrovial	1,5
B. Guipuzcoano	2,5	Telefónica	1,5
Zardoya Otis	2,5	Iberdrola	1,6
TelePizza	2,5	B. Popular	1,6
Zeltia	2,5	Ebro Puleva	1,6
BCP	2,5	Aldeasa	1,6
Sacyr Vallehermoso	2,4	Iberia	1,6

Recomendaciones positivas-negativas 3M (x)			
10 mejores		10 peores	
Sonae SGPS	Tod. posit.	Terra Lycos	0,0
ACS	Tod. posit.	Jazztel	0,0
Telefónica	13,0	B. Guipuzcoano	0,0
Arcelor	12,5	B. Valencia	0,0
Iberia	10,0	BCP	0,0
Aguas Barcelo	10,0	Zardoya Otis	0,1
B. Popular	10,0	Sacyr Vallehermos	0,1
Iberdrola	9,0	TelePizza	0,1
Abertis	8,0	BES	0,2
Acciona	8,0	OHL	0,2

BpA Consenso/BpA SCH 2004E (%)			
10 mejores		10 peores	
Jerónimo Martins	127,8	Sonae SGPS	NS
Jazztel	80,4	Zeltia	-103,8
CF Alba	67,8	Terra Lycos	-68,1
Sogecable	62,7	TPI	-19,3
Acerinox	46,6	Viscofán	-15,7
PT Multimédia	46,2	Gamesa	-15,7
Telefónica	43,8	Sol Meliá	-15,7
Cimpor	42,5	Ence	-14,7
Portugal Telecom	28,2	B. Pastor	-11,5
Altadis	21,1	Arcelor	-11,5

Acciones más recomendadas (% de compra)			
10 mejores		10 peores	
Arcelor	89,3	Terra Lycos	0,0
Telefónica	70,3	Jazztel	0,0
B. Popular	69,0	B. Guipuzcoano	0,0
PT Multimédia	66,7	B. Valencia	0,0
Ferrovial	66,7	BCP	0,0
Ebro Puleva	64,7	Zardoya Otis	7,7
ACS	64,7	Sacyr Vallehermos	7,7
Aldeasa	64,3	TelePizza	8,3
Aguas Barcelona	62,5	OHL	11,1
Iberdrola	62,1	BES	12,5

(*) 1= Comprar, 2=Mantener; 3=Infraponderar.

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa,



V. MONITOR DEL VALOR

PER 2004E (x)			
10 mejores		10 peores	
PT Multimédia	55,9	Zeltia	-157,9
Prisa	40,3	Sogecable	-155,5
Zardoya Otis	28,6	Sonae SGPS	-37,4
Faes	26,4	Terra Lycos	-23,9
Jerónimo Martins	24,4	Jazztel	-3,9
Telefónica	24,2	Ence	7,5
Acerinox	23,1	Arcelor	8,1
CF Alba	22,6	Metrovacesa	8,3
Sol Meliá	22,5	Sacyr Valleherm	10,2
NH Hoteles	21,4	ACS	10,3

RpD 2004E (%)			
10 mejores		10 peores	
Inm. Colonial	4,9	PT Multimédia	0,0
Endesa	4,8	Terra Lycos	0,0
REE	4,8	Sonae SGPS	0,0
Iberdrola	4,7	Sogecable	0,0
Brisa	4,5	Barón de Ley	0,0
TPI	4,5	Jerónimo Martins	0,0
Aldeasa	4,4	Zeltia	0,0
EDP	4,3	Sos Cuétara Koipe	0,0
Cimpor	4,2	Jazztel	0,0
Portugal Telecom	4,1	TelePizza	0,0

P/FC 2004E (x)			
10 mejores		10 peores	
Zeltia	226,9	Arcelor	3,8
CF Alba	113,0	Sonae SGPS	3,9
Terra Lycos	33,5	Jerónimo Martins	4,4
Zardoya Otis	25,3	Uralita	4,6
Sogecable	19,0	Ence	4,7
PT Multimédia	18,9	OHL	4,8
Faes	17,0	Abengoa	4,8
Indra	16,5	Repsol YPF	4,8
Prisa	14,1	Endesa	5,0
Agua Barcelona	12,8	EDP	5,3

P/V 2004E (x)			
10 mejores		10 peores	
Zardoya Otis	23,5	Jazztel	0,6
Sogecable	13,9	Arcelor	0,9
TPI	10,2	Terra Lycos	1,0
Jerónimo Martins	8,7	Acciona	1,1
PT Multimédia	7,0	OHL	1,2
TelePizza	5,1	EDP	1,2
Faes	4,9	Tubacex	1,2
Prisa	4,7	Sol Meliá	1,4
Indra	4,5	Ence	1,4
Altadis	4,3	Cementos Portlan	1,4

Revisiones del BpA 2004E en el año (%)			
10 mejores		10 peores	
PT Multimédia	30,4	Zeltia	NS
Jazztel	26,1	Sonae SGPS	-75,9
Iberia	18,4	Terra Lycos	-56,3
Prisa	15,2	Sogecable	-19,8
Metrovacesa	14,2	Acerinox	-16,5
OHL	12,0	Viscofán	-12,8
Gamesa	11,8	Faes	-12,6
Ence	11,7	Tubacex	-12,4
Inm. Urbis	10,8	NH Hoteles	-11,0
Cortefiel	10,8	Prosegur	-10,4

FCpA/DpA 2004E (%)			
10 mejores		10 peores	
Sol Meliá	21,6	Zardoya Otis	1,2
Prisa	12,4	CF Alba	1,9
Gamesa	11,8	TPI	2,0
Abengoa	11,4	Brisa	2,1
Uralita	11,0	Inm. Colonial	2,3
OHL	9,8	Faes	2,4
Amadeus	9,7	Aldeasa	2,7
Iberia	9,0	Logista	2,8
Prosegur	7,8	Iberdrola	3,0
Ence	7,5	Altadis	3,1

Deuda/recursos propios 2004E (%)			
10 mejores		10 peores	
Sacyr Vallehermo	401,4	Zardoya Otis	NS
Sogecable	366,8	Logista	-56,6
Metrovacesa	292,8	Terra Lycos	-51,1
Telefónica Móvil	262,7	Iberia	-50,7
Sonae SGPS	257,3	Indra	-35,5
REE	245,5	Inditex	-24,6
Jerónimo Martins	199,8	CF Alba	-20,5
Ferrovial	197,6	Aldeasa	-15,5
Brisa	181,3	Zeltia	-8,1
Unión Fenosa	173,8	Amadeus	0,3

ROE 2004E (%)			
10 mejores		10 peores	
Zardoya Otis	86,7	Jazztel	-13,4
TPI	58,9	Sonae SGPS	-9,0
Telefónica Móviles	44,2	Sogecable	-7,9
Gamesa	43,7	Terra Lycos	-4,0
Jerónimo Martins	43,5	Zeltia	-2,2
Metrovacesa	42,3	Tubacex	6,0
Altadis	31,5	Sol Meliá	6,3
TelePizza	27,5	Acerinox	7,2
Inditex	26,1	NH Hoteles	7,8
Prosegur	25,6	CF Alba	7,8

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.

VI. MONITOR DEL CRECIMIENTO

TACC BpA 2002-05P (%)			
10 mejores		10 peores	
Sol Meliá	173,6	Arcelor	-303,8
TelePizza	53,9	Zeltia	-243,6
Ence	53,1	Sogetel	-200,0
Cortefiel	43,3	Telefónica Móvil	-186,0
Sos Cuétara Koipe	34,4	PT Multimédia	-184,6
Iberia	32,8	Telefónica	-180,9
Gamesa	30,4	Jerónimo Martins	-162,3
Uralita	27,4	Terra Lycos	-75,7
Portugal Telecom	25,8	Jazztel	-55,4
Aldeasa	25,5	Sonae SGPS	-25,6

TACC DpA 2002-05P (%)			
10 mejores		10 peores	
Sol Meliá	71,0	BCP	-6,6
TPI	40,3	Ferrovial	-1,0
Portugal Telecom	34,1	Iberia	0,0
B. Pastor	29,7	CF Alba	0,0
BPI	29,3	Sacyr Vallehermos	0,1
Inditex	29,0	B. Valencia	1,8
Banesto	27,9	Cementos Portland	1,8
Amadeus	25,2	Prisa	2,3
Viscofán	24,4	Endesa	4,5
Gas Natural	24,3	EDP	4,5

TACC EBITDA 2002-05P (%)			
10 mejores		10 peores	
Sogetel	50,9	Jazztel	-199,7
PT Multimédia	44,2	Terra Lycos	-179,0
Ence	22,9	CF Alba	-37,5
REE	22,7	Zeltia	-17,1
Sacyr Vallehermos	21,6	NH Hoteles	-5,8
Acciona	21,2	Iberia	-0,1
OHL	20,2	TelePizza	0,2
Sos Cuétara Koipe	19,8	Aguas Barcelona	1,0
Ferrovial	18,9	Endesa	1,1
Cortefiel	18,5	Repsol YPF	2,2

TACC ingresos 2002-05P (%)			
10 mejores		10 peores	
Gamesa	24,9	CF Alba	-21,4
Sacyr Vallehermos	23,3	Enagás	-5,2
Sos Cuétara Koipe	22,3	Repsol YPF	-1,2
Sogetel	18,4	BBVA	-1,1
Inditex	18,3	Ebro Puleva	-0,5
Ferrovial	17,1	Jerónimo Martins	1,2
Faes	14,7	Cementos Portland	1,4
Acerinox	14,3	Viscofán	1,6
B. Pastor	14,1	Unión Fenosa	1,9
Indra	13,9	Aguas Barcelona	2,1

Margen neto 2004E (%)			
10 mejores		10 peores	
Brisa	37,2	Terra Lycos	-18,5
B. Popular	29,5	Jazztel	-18,3
B. Valencia	28,7	Sogetel	-2,0
Banesto	27,9	Sonae SGPS	-0,7
Metrovacesa	27,3	Jerónimo Martins	0,9
Barón de Ley	26,5	Corp. Mapfre	2,3
Bankinter	25,6	Uralita	2,5
BBVA	24,7	Sos Cuétara Koipe	2,7
Inm. Colonial	23,4	OHL	2,8
B. Sabadell	23,0	Abengoa	3,0

TACC FCpA 2002-05P (%)			
10 mejores		10 peores	
PT Multimédia	128,4	Jerónimo Martins	-352,5
Telefónica	122,6	Terra Lycos	-165,8
Zardoya Otis	36,6	Zeltia	-46,2
Ence	36,2	CF Alba	-40,8
Sogetel	36,1	Jazztel	-35,1
Acciona	33,5	Aguas Barcelona	-17,8
Portugal Telecom	32,0	NH Hoteles	-13,6
Gamesa	28,2	Ferrovial	-11,1
Unión Fenosa	21,8	Sacyr Vallehermos	-10,6
Cortefiel	21,6	Inm. Urbis	-7,5

Margen EBITDA 2004E (%)			
10 mejores		10 peores	
Brisa	84,2	Terra Lycos	-1,2
REE	51,0	Zeltia	3,7
Telefónica Móviles	46,3	Jerónimo Martins	8,1
Inm. Colonial	44,3	Iberia	8,9
Barón de Ley	44,0	ACS	9,1
Telefónica	43,2	OHL	9,5
Portugal Telecom	41,3	Sos Cuétara Koipe	9,5
Cimpor	38,7	Acerinox	9,8
TPI	37,2	Acciona	9,9
Metrovacesa	36,0	Jazztel	10,1

Potencial hasta el precio objetivo de SCH (%)			
10 mejores		10 peores	
Gamesa	23,7	B. Sabadell	-100,0
Ence	21,7	Sos Cuétara Koipe	-40,2
Arcelor	21,3	BES	-28,5
Amadeus	19,4	B. Valencia	-28,4
B. Pastor	19,0	TelePizza	-25,6
Aguas Barcelona	18,5	Sol Meliá	-25,5
Telefónica Móviles	17,7	B. Guipuzcoano	-23,3
Telefónica	16,1	PT Multimédia	-21,5
Ferrovial	16,0	Jerónimo Martins	-19,4
Barón de Ley	15,9	Zeltia	-16,4

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.



VII. ACTIVIDAD CORPORATIVA

Actividad corporativa – Acuerdos en curso con compañías dentro de nuestro universo de cobertura

Fecha de anuncio	vencimiento	Objetivo				Comprador	Tipo de acuerdo	Precio ofrecido			Observaciones
		Nombre	Ticker	País	Negocio			Por acción (€)	Prima (desc.) (%)		
29-Dic-03	Mar-04	Parques Reunidos	PQR.MC	ESP	Ocio	Advent	Recompra de minoritarios	6,25	0,0		Recompra de minoritarios en efectivo por el 9,4% restante.
06-Feb-04	ND	B. Atlantico	ATL.MC	ESP	Bancos	Banco Sabadell	ND	ND	ND		Oferta
09-Mar-04	ND	Aguas Barcelona	AGS.MC	ESP	Utilities	Mercado	ND	ND	ND		Participación que venderá Endesa

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

Actividad corporativa – Acuerdos más recientes con compañías de nuestro universo de cobertura

Fecha anuncio	Nombre	Objetivo				Comprador	Partic. (%)	Total (mn €)	Precio ofrecido			Observaciones
		Ticker	País	Negocio					Por acción (€)	Prima (desc.) (%)		
05-Dic-03	ACS	ACS.MC	ESP	Construcción	Florentino Pérez	0,1	ND	ND	ND		Adquirida en el mercado Añadida a la participación del 9,0% del Sr. Pérez.	
05-Dic-03	Cortefiel	CTF.MC	ESP	Distribución	Hidafa (familia Gómez Sáinz)	5,2	ND	ND	ND		Adquirida en el mercado	
09-Dic-03	Repsol YPF	REP.MC	ESP	Petróleo y gas	Inversores institucionales	4,8	ND	ND	ND		Emisión de un bono canjeable por Pemex para ser ejercitado en 2010, con un cupón del 4-4,5% y una prima del 30-35%.	
11-Dic-03	Grupo Prisa	PRS.MC	ESP	Medios de comunicación	Inversores institucionales	5,0	ND	ND	ND		Emisión de un bono canjeable por Prisa para ser ejercitado en 2008, con un precio de cambio de 14,85 €/acción.	
17-Dic-03	Sacyr-Vallehermoso	SYV.MC	ESP	Inmobiliaria	Inversores institucionales	1,1	ND	ND	ND		Comprada a Amancio Ortega.	
17-Dic-03	Sacyr-Vallehermoso	SYV.MC	ESP	Inmobiliaria	Inversores institucionales	0,5	ND	ND	ND		Comprada a Alicia Koplowitz.	
17-Dic-03	Terra Lycos	TRR.MC	ESP	Internet	Terra Lycos	4,4	ND	ND	ND		Comprada a Citibank. Esto le permite a Telefónica aumentar su participación en Terra Lycos del 72% al 75,3%.	
19-Dic-03	Sogecable	SGC.MC	ESP	Medios de comunicación	Telefónica	2,6	ND	ND	ND		Adquirida en el mercado. Añadida a la participación del 22,2% de Telefónica.	
23-Dic-03	Ence	ENC.MC	ESP	Papel y celulosa	Alberto Alcocer y Alberto Cortina	3,1	13	16,71	-3,4		Comprada a Barclays (anteriormente en manos del Banco Zaragozano).	
12-Ene-04	Banco Popular	POP.MC	ESP	Bancos	Mutua Madrileña	2,5	ND	ND	ND		Adquirida en el mercado Añadida a la participación del 3,0% de Mutua Madrileña.	
20-Ene-04	Unión Fenosa	UNF.MC	ESP	Electricidad	Inversores institucionales	2,0	ND	ND	ND		Adquirida en el mercado.	
21-Ene-04	Iberdrola	IBE.MC	ESP	Electricidad	Grupo de seis cajas de ahorros	5,0	ND	ND	ND		Bono convertible emitido por Prisa con vencimiento en 2008, cuyo precio de canje es de 14,85 €/acción.	
30-Ene-04	Gas Natural	GAS.MC	ESP	Petróleo y gas	La Caixa	1,2	ND	ND	ND		Adquirida en el mercado. Añadida a la participación del 31,1% de La Caixa.	
02-Feb-04	Telefónica	TEF.MC	ESP	Telecoms	Inversores institucionales	ND	ND	ND	1,5		ND	
02-Feb-04	Repsol YPF	REP.MC	ESP	Petróleo y gas	Inversores institucionales	ND	ND	ND	2,8		ND	
02-Feb-04	Iberdrola	IBE.MC	ESP	Electricidad	Inversores institucionales	ND	ND	ND	0,4		ND	
02-Feb-04	Gas Natural	GAS.MC	ESP	Petróleo y gas	Inversores institucionales	ND	ND	ND	2,3		ND	
02-Feb-04	Endesa	ELE.MC	ESP	Electricidad	Inversores institucionales	ND	ND	ND	0,5		ND	
05-Feb-04	Campofrío	CPF.MC	ESP	Alimentación	Smithfield	ND	ND	ND	15,0		70	
12-Feb-04	BCP	BCP.IN	ESP	Bancos	BPI	ND	ND	ND	5,0		ND	
12-Feb-04	Amadeus	AMS.MC	ESP	Software y serv. inform.	Mercado	13,2	394	5,05	-3,2		Lufthansa coloca una participación del 13,2%	
26-Feb-04	Ebro Puleva	EVA.MC	ESP	Alimentación	Mercado	14,2	196,5	9,00	-6,2		ND	

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

Actividad corporativa – Principales compañías objetivo de nuestro universo de cobertura

Compañía objetivo	Ticker	País	Negocio	Cap. bursátil ²		Free float		Socio potencial
				(mn €)	(mn €)	%	%	
Banco Guipuzcoano	GUI.MC	ESP	Bancos	711	448	63	BBK (participación del 15%), Kutxa (participación del 10%)	
BPI	BPIN.IN	POR	Bancos	2.424	1.309	54	BBVA, Banco Popular, Banco Sabadell	
Barón de Ley	BDL.MC	ESP	Bebidas	281	199	71	Diageo, Allied Domecq	
Cementos Portland	CPL.MC	ESP	Materiales de const.	1.392	459	33	FCC (participación del 58%)	
Uralita	URA.MC	ESP	Materiales de const.	591	260	44	Lafarge, Saint-Gobain	
Vidrala	VID.MC	ESP	Materiales de const.	259	119	46	Owens Illinois, BSN Group	
FCC	FCC.MC	ESP	Construcción	3.920	1.489	38	Acciona (participación del 8,7%)	
Unión Fenosa ¹	UNF.MC	ESP	Electricidad	5.308	3.662	69	EDP, Enel	
Zardoya Otis	ZOT.MC	ESP	Ingeniería y maquinaria	3.168	1.204	38	UTH	
SOS Cuétara	SOS.MC	ESP	Alimentación	578	260	45	Grandes multinacionales de la alimentación (p. ej. Nestlé)	
TelePizza	TPZ.MC	ESP	Alimentación	376	304	81	Domino's Pizza, Tricon	
Viscofán	VIS.MC	ESP	Alimentación	391	391	100	Fondo de capital riesgo	
Ence	ENC.MC	ESP	Papel y celulosa	586	363	62	Portucel (participación del 8%)	
Amper	AMP.MC	ESP	Tecnología - T	119	90	76	Tecocom, Indra	
NH Hoteles	NHH.MC	ESP	Alojamiento	1.042	625	60	Hilton, InterContinental	
PT Multimedia	PTMN.IN	POR	Medios de comun.	3.017	1.086	36	Portugal Telecom (participación del 66,7%)	
Recoletos ¹	REC.MC	ESP	Medios de comun.	867	165	19	Pearson (participación del 79%), Vocento	
Brisa	BRIS.IN	POR	Autopistas	3.329	1.531	46	Abertis (participación del 10%)	
Cepsa ¹	CEP.MC	ESP	Petróleo y gas	7.080	566	8	Total (participación del 45%)	
Repsol YPF	REP.MC	ESP	Petróleo y gas	21.658	17.326	80	Total, cualquier <i>supermajor</i> de EEUU	
Zeltia	ZEL.MC	ESP	Farmacéuticas	1.116	792	71	Johnson & Johnson	
Inmob. Urbis ¹	URB.MC	ESP	Inmobiliarias	1.171	328	28	Caltagirone, Fadesa, Inmob. Colonial	
Indra	IDR.MC	ESP	Software y serv. inf.	1.641	1.395	85	Large IT companies (p. ej. Tietoanator)	
ServicePoint	SPS.MC	ESP	Software y serv. inf.	105	100	96	Xerox, OCE	
Terra Lycos	TRR.MC	ESP	Software y serv. inf.	3.013	753	25	Telefónica (participación del 75%)	
TPI	TPI.MC	ESP	Software y serv. inf.	2.246	898	40	Telefónica (participación del 60%)	
Tubacex	TUB.MC	ESP	Acero y otros materiales	225	205	91	Tubos Reunidos	
Prosegur	PSG.MC	ESP	Servicios auxiliares	857	326	38	Group 4 Falck, UTC	
Transportes Azkar	TAZ.MC	ESP	Servicios auxiliares	280	92	33	TNT Post, Deutsche Post, La Poste	
Jazztel	JAZ.MC	ESP	Servicios de telecom.	181	157	87	Auna, ONO, Uni2	
Sonae.com	SNCP.IN	POR	Servicios de telecom.	699	119	17	France Telecom, Vodafone	
Telef. Móviles	TEM.MC	ESP	Servicios de telecom.	38.802	2.716	7	Telefónica (participación del 93%)	
Cortefiel	CTF.MC	ESP	Textil	717	316	44	El Corte Inglés	
Altadis	ALT.MC	ESP	Tabaco	6.905	6.766	98	BAT, Imperial	
Iberia	IBLA.MC	ESP	Transporte	2.553	1.404	55	British Airways	

Nota: agrupados por sectores.

(1) Grupo Santander Central Hispano tiene una participación del 3% o mayor en esta compañía.

(2) Precios de mercado del 29 de abril de 2004.

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

Delegaciones Internacionales

Madrid

Tel: 34-91-701-9009
Fax: 34-91-701-9114

Lisboa

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

Londres

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

Nueva York

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

Bogotá

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

Buenos Aires

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

Caracas

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

Lima

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

México

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

Santiago

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

São Paulo

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

Tokio

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

Clave de Recomendaciones (Final del Año)

Comprar

Potencial alcista superior al 20%.

Mantener

Potencial alcista del 15%-20%.

Infraponderar

Potencial alcista inferior al 15%.

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

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

Entidades pertenecientes al Grupo Santander Central Hispano han participado como coordinador, colocador o asegurador en una oferta pública de venta de Abengoa S.A., Aceralia, S.A., ACS Actividades de Construcción y Servicios, S.A., Adolfo Domínguez, S.A., Aldeasa, S.A., Amadeus Global Travel Distribution, S.A. Aragonesas, S.A., Argenteria Corporación Bancaria de España, S.A., Azkar, S.A., Barón de Ley, S.A., Befesa Medio Ambiente, S.A., Dinamia, S.A., Endesa, S.A., FAES Fabrica Española de Productos Químicos y Farmacéuticos, S.A., Federico Paternina, S.A., Funespaña, S.A., Gas Natural, S.A., Ginés Navarro, S.A., Grupo Ferrovial, S.A., Indra, S.A., Inmobiliaria Colonial, S.A., Mapfre Vida, S.A., Mecalux, S.A., Meliá Inversiones Americanas, N.V., Obrascón Huarte Lain, S.A., Parques Reunidos, S.A. Red Eléctrica de España, S.A., Repsol, S.A., Sogecable, S.A., Sol Meliá, S.A., Superdiplo S.A., Tabacalera, S.A., Telefónica de España, S.A., Telefónica de Publicidad e Información, S.A. TelePizza, S.A., Terra Networks, S.A., Vidriera Leonesa, S.A., y Zeltia S.A. en los últimos tres años.

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

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

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

