

THE IBERIAN STRATEGY OBSERVER

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

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

Índices mundiales – Comportamiento bursátil



Fuente: JCF.

Comportamiento de los activos

	Cierre 1-July	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	278.1	1.7	3.0	0.9	10.9
S&P 500	1.194.4	0.2	-0.1	0.3	-1.4
Bono a 10 a. zona euro	3.16	2.2	-1.4	2.0	-13.4
Bono a 10 años EEUU	4.05	3.5	1.6	3.2	-4.3
Tipo inter. 3M zona euro	2.11	0.1	-0.8	0.0	-2.2
Tipo interés 3M EEUU	3.16	2.0	5.5	1.3	42.7
Euro-dólar	1.20	-1.9	-2.7	-1.5	-12.0
Barril de Brent (US\$)	57.1	-3.0	7.5	3.4	41.0
CRB (US\$)	344.2	1.5	6.8	2.1	-1.2

Fuentes: Bloomberg.

Universo de cobertura Santander Investment – Valoración

	PER		EV/EBITDA		TACC 3 a		RpD P/Vc	
	04E	05P	04E	05P	BpA	EBITDA	04E	05P
CAC40	14,0	12,6	7,2	6,6	14,0	9,2	2,9	2,3
DAX30	14,1	12,6	6,3	5,5	24,5	6,8	2,8	2,1
MIB30	16,0	14,4	6,4	6,2	19,9	4,2	4,4	2,7
PSI20	13,4	11,6	8,1	7,6	21,4	8,2	4,0	2,1
IBEX35	15,3	13,2	7,9	7,6	14,3	5,0	3,3	3,3
DJ Stoxx 600	15,8	13,7	6,6	6,3	14,3	9,3	3,1	3,3
DJ Stoxx 50	13,9	12,9	7,8	7,3	13,8	7,5	3,4	3,0
DJ Euro Stoxx 50	13,4	12,2	6,4	6,0	15,9	6,7	3,5	2,4
P. lb. B. capital	9,0	12,6	4,7	6,0	29,9	11,8	3,1	1,7
P. lb. Construcc.	16,9	15,2	9,4	8,6	-15,2	13,2	3,0	2,7
P. lb. B. cons.	20,2	18,5	9,3	8,9	19,8	10,9	2,4	4,4
P. lb. Serv. cons.	15,2	17,9	10,7	12,2	6,8	3,1	2,1	2,8
P. lb. Finan.	9,3	8,6	ND	ND	35,3	ND	3,3	1,1
P. lb. Petr. y gas	15,6	13,4	7,3	7,0	11,5	6,6	2,3	2,3
P. lb. TMTs	37,2	27,8	14,9	13,1	49,1	14,6	1,4	9,3
P. lb. Utilities	14,6	14,7	7,1	7,6	6,7	2,6	3,9	2,9

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

Puntos destacados

- Pese a su mal comportamiento relativo del 12% frente al DJ Stoxx 50 en lo que va de año, creemos que es muy pronto para entrar en el mercado bursátil portugués.
- Ante el decepcionante crecimiento económico y de beneficios, no hay que descartar una nueva caída bursátil del mercado de renta variable en Portugal.
- Tres puntos para guiar a inversores en Portugal: (1) objetivos de adquisiciones, (2) multinacionales emergentes, y (3) situaciones especiales.
- Nuestros favoritos: **BCP**, **Sonae** **SGPS**, **Sonaecom** y **Novabase**.

Puntos de interés

- Seguimos apostando por las compañías constructoras españolas tras las visitas de la última semana. Nuestras preferidas siguen siendo **Ferrovial** y **ACS**.
- Nuestra XI Conferencia de Telecomunicaciones confirmó nuestro optimismo hacia el sector. **Telefónica** es nuestro valor favorito.
- Hemos reducido los precios objetivos de **PT** y **PT Multimedia**.

Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 1-July	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	4.269,6	1,7	2,6	1,0	11,7
DAX30	4.617,1	1,1	2,4	0,7	8,5
MIB30	32.541	1,6	1,7	0,6	4,2
PSI20	7.555,8	0,7	0,6	0,6	-0,6
IBEX35	9.829,1	1,6	3,5	0,5	8,2
DJ Stoxx 600	278,1	0,6	2,9	0,8	10,8
DJ Stoxx 50	3.062,5	0,4	3,1	0,9	10,4
DJ Euro Stoxx 50	3.208,6	1,5	3,0	0,9	8,7
P. lb. B. capital	ND	3,0	4,0	0,2	7,4
P. lb. Construcción	ND	3,7	7,9	0,6	35,2
P. lb. B. consumo	ND	-0,3	-3,8	0,3	7,9
P. lb. Serv. consumo	ND	2,8	7,1	0,4	23,9
P. lb. Financieras	ND	1,9	1,9	0,7	5,4
P. lb. Petróleo y gas	ND	1,6	8,3	1,6	14,0
P. lb. TMTs	ND	2,0	-0,6	0,2	-2,9
P. lb. Utilities	ND	0,9	3,2	-1,6	12,1

Fuente: Bloomberg.

RESUMEN DE ESTRATEGIA SECTORIAL

Península Ibérica – Resumen de estrategia sectorial

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

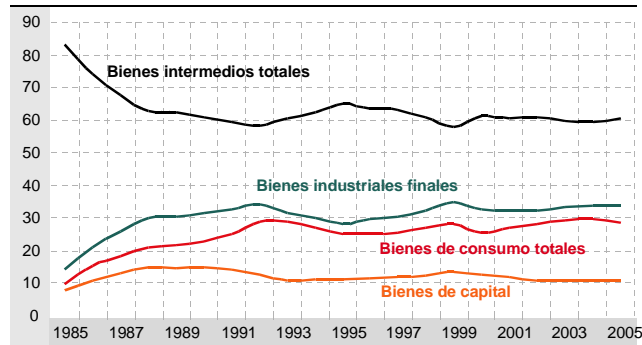
Fuentes: estimaciones Santander Investment Bolsa.

THE IBERIAN MACRO OBSERVER

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

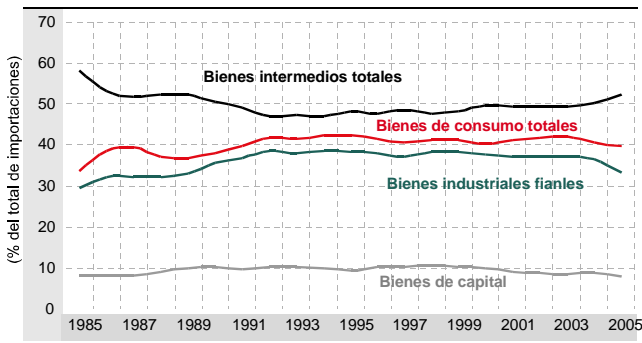
Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespasa@gruposantander.com

España – Distribución de las importaciones, 1985-2005



Fuentes: Ministerio de Economía y Santander Investment Bolsa.

España – Distribución de las exportaciones, 1985-2005



Fuentes: Ministerio de Economía y Santander Investment Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) Previsión de +2,8% en los pedidos de fábrica de mayo
- (2) Posible caída del ISM servicios de junio
- (3) Esperamos un aumento de inventarios al por mayor de mayo
- (4) La creación de empleo de junio habría de ser fuerte y rondar los 200.000 puestos
- (5) La tasa de desempleo de junio podría mantenerse estable

En la zona euro:

- (1) En Alemania las ventas al por menor se mantendrían planas en mayo
- (2) Posible caída del índice de precios industriales de la zona euro de mayo
- (3) Se espera que el BCE deje los tipos de interés sin cambios
- (4) Las ventas al por menor de la zona euro de mayo deberían tener un registro positivo
- (5) Balanza comercial y la producción industrial en Alemania

■ **Las últimas dos semanas en Portugal:** Siguen llegando noticias negativas sobre la economía. Los indicadores adelantados apuntan a una contracción de la economía en mayo. La Comisión Europea considera las previsiones económicas del Gobierno portugués excesivamente optimistas. Los indicadores de confianza se desploman y la confianza del consumidor se derrumba. En resumen, no hay síntomas de mejora económica en Portugal.

■ **Las últimas dos semanas en España:** Pese a la previsión de tasas de crecimiento económico fuertes, las noticias económicas en nuestro país son mixtas. Los precios de producción caen, arrastrados por la energía. El Gobierno anuncia un incremento en el superávit de enero-mayo (0,85% del PIB). Las ventas al por menor registran un dato saludable. El sector exterior volvió a mostrar un comportamiento muy negativo.

■ **La semana en EEUU:** Datos mixtos: (1) datos de confianza positivos, con avances de los índices ISM facturero y de confianza del consumidor; (2) el PIB del 1T05 se sitúa en el 3,8%; (3) el dato de las solicitudes de subsidio de desempleo semanales es positivo; y (4) el del gasto en construcción es flojo.

■ **La semana en la zona euro:** Datos positivos en general, con clara mejora de los indicadores de confianza. Los indicadores de confianza empresarial suben prácticamente en todos los países. También avanzan los índices de la Comisión Europea, y el PMI de la zona euro para el sector manufacturero supera de nuevo los 50 puntos en junio. En nuestra opinión, estos datos adelantan un mejor 2S05E.

■ En el *Rincón macro* analizamos la composición de la balanza comercial española por productos: nos detenemos en los productos que comercializa España y su posible evolución en el futuro. La conclusión a la que llegamos es que va a resultar muy difícil mejorar el déficit de la balanza comercial española.

CALENDARIO ECONÓMICO

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
27-Junio	8:00	Alemania	Índice de precios de importación (m/a)	May	0,0 / 3,3	-0,3 / 2,3	-0,4 / 2,2
Lunes	9:00	España	Precios de producción (m/a)	May	0,6 / 5,0	-0,4 / 2,2	-0,1 / 4,2
	10:00	Zona euro	Balanza por cuenta corriente (miles mn €)	Abr	2,7 R	2,0	-0,8
	10:00	Alemania	IFO – Clima empresarial	Jun	92,9	93,3	93,3
	10:00	Alemania	IFO – Situación actual	Jun	93,4	93,2	93,7
	10:00	Alemania	IFO – Expectativas	Jun	92,3	93,0	92,9
28-Junio	8:50	Francia	Índice de confianza empresarial	Jun	96,0	97,0	99,0
Martes	8:50	Francia	Índice de perspectivas de producción	Jun	-25,0	-22,0	-26,0
	9:30	Italia	Confianza empresarial	Jun	84,3 R	84,4	84,2
	10:00	Zona euro	M3 (a / media 3 meses)	May	6,8 / 6,6 R	6,9 / 6,7	7,3 / 6,9
	16:00	EEUU	Confianza del consumidor	Jun	103,1	104,0	105,8
	13:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	26-Jun	-10	-	-11
29-Junio	8:45	Francia	Precios de producción (m/a)	May	0,3 / 3,2 R	0,1 / 2,7	-0,3 / 2,4
Miércoles	13:00	EEUU	MBA Refinanciaciones hipotecarias	24-Jun	-11,3	-	-1,1
	14:30	EEUU	PIB anualizado	1T F	3,5	3,7	3,8
	14:30	US	Personal Consumption	1T F	3,6	3,6	3,6
	14:30	US	GDP Price Index	1T F	3,2	3,2	2,9
30-Junio	8:00	Alemania	Tasa de desempleo	May	9,6	9,6	9,3
Jueves	8:40	Francia	Índice de confianza del consumidor	Jun	-29	-28	-30
	8:40	Francia	Desempleo (tasa / variación, miles)	May	10,2 / 0,000	10,2 / 2,000	10,2 / 1,000
	8:40	Francia	PIB (t/a)	1T F	0,7 / 2,1	0,2 / 1,7	0,3 / 1,8
	9:00	España	Ventas minoristas (m/a)	May	4,5 / 7,2	n.d. / 7,5	-
	11:00	Euro Zone	Clima empresarial	Jun	-0,37	-0,35	-0,29
	11:00	Euro Zone	Confianza del consumidor	Jun	-15	-15	-15
	11:00	Euro Zone	Confianza económica	Jun	96,1	96,1	96,3
	11:00	Euro Zone	Confianza industrial	Jun	-11	-11	-10
	11:00	Italia	IPC (m/a)	Jun	0,3 / 1,9	0,1 / 1,9	0,0 / 1,8
	14:30	US	Ingresos personales	May	0,7	0,3	0,2
	14:30	US	Gasto personal	May	0,6	0,1	0,0
	14:30	US	Deflactor del gasto personal (a)	May	2,6 r	2,3	2,2
	14:30	US	Deflactor del gasto personal subyacente (m/a)	May	0,1 / 1,5 R	0,1 / 1,7	0,2 / 1,6
	14:30	US	Solicitudes de subsidio de desempleo	25-Jun	316.000 R	325.000	310.000
	14:30	EEUU	Peticiones continuadas	18-Jun	2.596.000	2.588.000	2.600.000
	16:00	EEUU	PMI de Chicago	Jun	54,1	54,5	53,6
	16:00	EEUU	Índice de ofertas de empleo	May	39	40	37
	20:15	EEUU	Fed, Comité de Mercado Abierto	30-Jun	3,00	3,25	3,25
1-Julio	10:00	Zona euro	PMI Manufacturas	Jun	48,7	49,0	50,7
Viernes	11:00	Zona euro	Tasa de desempleo	May	8,9	8,9	8,8
	15:45	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	Jun	94,8	94,8	-
	16:00	EEUU	Gasto en construcción (m)	May	0,5	0,5	-
	16:00	EEUU	ISM manufacturas	Jun	51,4	51,4	-
	16:00	EEUU	ISM precios pagados	Jun	58,0	55,3	-
		EEUU	Venta total de vehículos (mn unidades)	Jun	16,7	17,0	-

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión
La semana		Alemania	Ventas al por menor (a)	May	-3,0	0,0
4-Julio	11:00	Zona euro	IPRI (m/a)	May	0,4 / 4,2	-
Lunes	9:00	España	Desempleo neto (m)	Jun	-88.600	-
5-Julio	9:00	España	Producción industrial (a) (ajust.)	May	0,0	-
Martes	10:00	Zona euro	PMI Servicios	Jun	53,5	-
	11:00	Zona euro	Comercio al por menor (m/a)	May	-1,2 / -0,9	-
	16:00	EEUU	Pedidos de fábrica	May	0,9	2,8
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	3-Julio	-11	-
6-Julio	8:45	France	Déficit presupuestario (miles mn €)	May	-42,3	-
Miércoles	12:00	Zona euro	Pedidos de fábrica (m/a)	MayP	2,6 / -2,6 R	-
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	1-Julio	-	-
	16:00	EEUU	ISM-No manufacturas	Jun	58,5	58,0
	16:00	EEUU	Ventas de viviendas pendientes (m)	May	3,6	-
7-Julio	13:45	Zona euro	El BCE anuncia tipos	7-Julio	2,00	2,00
Jueves	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	2-Julio	310.000	-
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	25-June	2.600.000	-
8-Julio	8:00	Alemania	Balanza por cuenta corriente (miles mn €)	May	7,0	-
Viernes	8:00	Alemania	Balanza comercial (miles mn €)	May	12,7 R	-
	8:00	Alemania	Importaciones (m)	May	3,5 R	-
	8:00	Alemania	Exportaciones (m)	May	-0,5	-
	12:00	Alemania	Producción industrial (m/a)	May P	2,1 / 1,3 R	-
	12:00	Zona euro	Indicadores adelantados OCDE	May	105,2	-
	14:30	EEUU	Tasa de desempleo	Jun	5,1	5,1
	14:30	EEUU	Ingresos medios por hora (m)	Jun	0,2 / 2,6	0,2 / n.d.
	14:30	EEUU	Var. del número de empleos no agrícolas	Jun	78.000	183.000
	14:30	EEUU	Var. del número de empleos manufacturas	Jun	-7.000	-5.000
	14:30	EEUU	Horas semanales medias	Jun	33,8	33,8
	16:00	EEUU	Inventarios al por mayor	May	0,8	0,5
	21:00	EEUU	Crédito al consumo (miles mn €)	May	1,3	4,2

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

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



RINCÓN DEL ESTRATEGA

PORTUGAL: SEGUIMOS A TIENTAS

A estas alturas, los inversores son muy conscientes de la situación en Portugal: los socialistas están de nuevo en el poder, tratando de impulsar la competencia en todos los frentes, y el déficit presupuestario para este año se acerca al 7% del PIB, lo que supone que habrá que subir los impuestos, recortar el gasto público y probablemente el crecimiento económico seguirá flojo.

En consecuencia, tres de los cuatro valores principales de Portugal han tenido un mal comportamiento relativo frente a sus sectores en los últimos seis meses por un amplio margen: PT perdía un 12% frente a las telecomunicaciones y Brisa se dejaba un 5% cuando Abertis ganaba un 23%. La excepción ha sido BCP, que superó al resto de los bancos en un 4%. El índice local perdió un 12% frente al DJ Stoxx 50 en el mismo periodo.

Caída del mercado portugués – Comportamiento bursátil relativo hasta la fecha

PT	-12%	BCP	12%	Brisa	-5%
Telefonica	19%	Popular	3%	Abertis	23%
		Bankinter	8%	Cintra	11%

(*) Desde el 21 de junio de 2005.

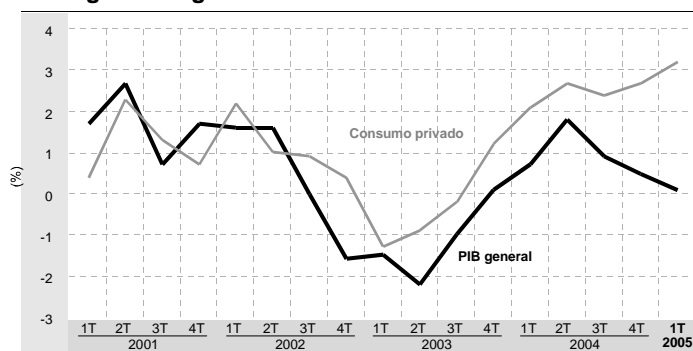
Fuente: Reuters.

Así las cosas, ¿vuelve a ser momento de comprar? No lo creemos. En primer lugar, las correcciones de PT y de algunas otras *small caps* han eliminado la prima con la que cotizaban frente a sus homólogos tras el entusiasmo por el mercado nacional en 2003-04 derivado de la recuperación económica y la visibilidad conseguida por la Eurocopa de las Naciones 2004. En nuestra opinión, en la mayoría de los casos, las compañías portuguesas cotizarán con un descuento que reflejará sus pequeñas dimensiones y el menor crecimiento económico. Por lo tanto, en términos relativos encontramos nuevas caídas.

1T05: EL MEJOR TRIMESTRE DESDE EL AÑO 2000

Curiosamente, el comportamiento económico en los primeros meses de 2005 ha superado nuestras expectativas. Aunque el PIB no creció más que un escaso 0,1% interanual en el primer trimestre, el crecimiento del consumo privado fue el mayor (3,2% interanual) desde 2000, ya que la confianza del consumidor se vio impulsada por la estabilidad política conseguida por el resultado de las elecciones generales de febrero, que dieron la mayoría absoluta a los socialistas. Esta confianza se mantuvo intacta hasta mediados de mayo, cuando el Gobierno tuvo que anunciar que su estimación del déficit presupuestario para 2005 era del 6,83% del PIB, lo que obligaría a implantar subidas de impuestos y recorte de gastos.

Portugal – Desglose del crecimiento económico



Fuente: Banco de Portugal.

¿Por qué ha sido el crecimiento del PIB tan pobre a pesar del excelente consumo privado? Principalmente, por dos situaciones extraordinarias (esperemos): el impacto de la subida del precio del petróleo redujo el crecimiento del PIB en un 0,4%, y la caída del 12% en las exportaciones de textiles, ropa y calzado tuvo un impacto similar. Este impacto debería reducirse, puesto que el precio del petróleo parece haberse estabilizado en torno a 45-55 US\$/barril y el reciente acuerdo entre China y la Unión Europea también aliviaría notablemente el daño causado a las exportaciones portuguesas en el primer trimestre.

Pero aquí se acaban las buenas noticias. Si el consumo privado se mantuvo saludable en mayo, es muy probable que la escasa confianza del consumidor y el impacto de la subida del IVA desde el 19% hasta el 21% a partir del 1 de julio lo debiliten. Como resultado, los precios al por menor podrían subir un 0,8%, lo que podría afectar al consumo privado en la misma proporción.

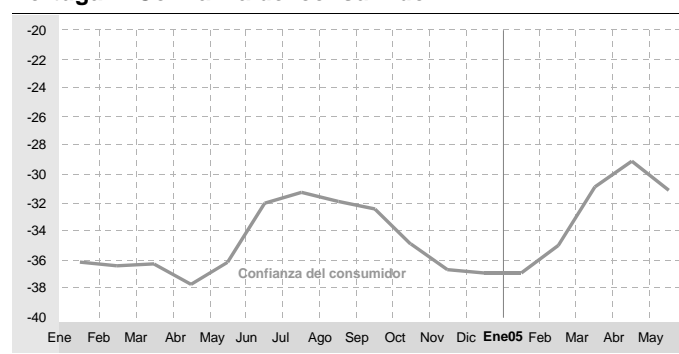
2S05E: LAS COSAS EMPEORAN

En el segundo semestre del año podría darse un poco de todo, con posible debilitamiento del consumo privado al tiempo que mejora el déficit comercial. Dado el perfil de las compañías cotizadas en Portugal, que dependen en gran medida del consumo privado, esto podrían ser noticias negativas. Si nos fijamos en el PSI20, sólo cinco integrantes, que no representan más del 1,05% del total, están expuestas principalmente a las exportaciones o a las inversiones, mientras que los bancos, que representan el 36,85% del índice, son un punto de referencia indiscutible para la economía.

Por lo tanto, es muy probable que los resultados empresariales registren un fuerte deterioro en el 2S05E tras un primer trimestre fuerte. Mientras que el comportamiento en el 2T05E habría de ser muy similar al del 1T05, la base comparativa es más elevada dado que la Eurocopa de las Naciones 2004 se celebró en junio del año pasado. Como resultado, no tardaremos en comprobar esa desaceleración de los resultados.

Puesto que el mercado de renta variable suele anticipar los futuros acontecimientos económicos, ya se ha descontado un segundo semestre más débil. La pregunta ahora es qué se avecina.

Portugal – Confianza del consumidor



Fuente: INE.

A corto plazo, la pregunta del millón es cuánto va a caer el consumo privado. Los datos de la confianza del consumidor de mayo seguían siendo muy optimistas —de hecho, los más optimistas desde 2002—, pero las encuestas se habían hecho antes de conocer las malas noticias económicas. Por lo tanto, no conoceremos el sentimiento post-déficit hasta primeros de julio, cuando se publiquen los datos de confianza del consumidor de junio.



EL CONSUMO PODRÍA SEGUIR SIENDO FUERTE

Si pensamos a largo plazo (más allá de 2005), encontramos razones que apuntan a que el consumo privado seguirá creciendo:

- Los bancos están tratando por todos los medios de reducir las cuotas hipotecarias mensuales (por ejemplo, ya se conceden préstamos a pagar en 50 años).
- El Gobierno está intentando animar la competencia, lo que debería rebajar el precio de importantes artículos al por menor como las telecomunicaciones, alimentación y energía.
- La tasa de ahorro sigue rondando el 10%, lo que deja cierto margen extraordinario para gastos.
- En estos momentos, la situación política es estable, algo relativamente nuevo si recordamos que Portugal tuvo tres presidentes entre 2000 y 2004.

Sin embargo, para ser honestos, también hay algunos temores, en especial:

- El desempleo. Aunque no supera el 7,5%, es muy probable que crezca con la deslocalización de las multinacionales.
- Los tipos de interés, dado el endeudamiento familiar alcanzado por los consumidores portugueses. Los préstamos personales llegaron a ser un 118% de los ingresos anuales a finales de 2004.

En resumidas cuentas, creemos que todavía es pronto para entrar en el mercado bursátil portugués, y no encontramos impactos positivos de momento. Sin embargo, también apostamos por un comportamiento del consumo privado mejor que el apuntado por las previsiones económicas y éste es el factor determinante para la mayoría de las compañías cotizadas en Portugal.

Más en detalle, encontramos tres ideas de inversión en Portugal en estos momentos:

- **Multinacionales emergentes:** BCP, Jerónimo Martins, Sonae SGPS y BPI.
- **Objetivos de adquisiciones:** BPI, Cimpor y Media Capital, y PT y Brisa a largo plazo.
- **Situaciones especiales:** Sonae SGPS (en reestructuración), Sonaecom (regulación) y PT Multimedia (reapalancamiento).

Aunque no recomendamos comprar todos los valores que acabamos de mencionar — particularmente, a corto plazo—, creemos que el panorama de inversión subyacente y los precios de mercado actuales de **BCP** (Comprar; precio objetivo: 2,43 €) y **Sonae SGPS** (Comprar; precio objetivo: 1,50 €) avalan las recomendaciones de compra de estos valores.

Para más información, véase nuestro Portuguese Equity Review del día 30 de junio.

PUNTOS DE INTERÉS

- La semana pasada visitamos las principales compañías constructoras españolas con cerca de 20 inversores institucionales y pudimos corroborar nuestro optimismo en el sector, basado en su visibilidad, la acertada diversificación (tanto internacional como en concesiones/servicios) y las todavía atractivas valoraciones (pese a la increíble subida de los últimos años). En nuestra opinión, las dudas del mercado sobre el sector —ante las negociaciones sobre los fondos estructurales de la UE (equivalentes al 1,5% del PIB español en 2000-06) y la propuesta de reducirlos a cero en 2007-13— son exageradas. La aprobación del Gobierno de un programa de ayudas de 242.000 € hasta 2020 da visibilidad más allá de 2007. Como resultado de los esfuerzos de diversificación, las obras civiles en el país representan el 15,20% de sus valoraciones. Por lo tanto, creemos que cualquier caída de la cotización derivada de estos temores sería una buena oportunidad para comprar **Ferrovial** (Comprar; precio objetivo: 56,70 €) y **ACS** (Comprar, precio objetivo: 22,30 €).
- Los días 23-24 de junio celebramos la XI Conferencia de Telecomunicaciones en Marbella, con la asistencia de 14 compañías europeas de telecomunicaciones y casi 100 inversores institucionales. El clima entre las compañías y los inversores parece más optimista, dada la increíble mejora de los fundamentales (y balances de situación) de las compañías. Éstas están generando cajas elevadas, y el aumento de la remuneración a los accionistas sigue siendo una prioridad, aunque también se destinará dinero a mejorar la inversión y a pequeñas adquisiciones. **Telefónica** (Comprar; precio objetivo: 15,30 €) está centrada en seguir generando valor para los accionistas. **Telefónica Móviles** (Mantener; precio objetivo: 10,20 €) podría incrementar su posición competitiva en los próximos trimestres a través de un esfuerzo en marketing más agresivo. La presión competitiva en el mercado brasileño portugués debería reducirse, permitiendo a Vivo contener la presión sobre sus márgenes (buenas noticias para **Portugal Telecom**: Mantener; precio objetivo: 8,40 €).
- El 24 de junio, el Consejo de Ministros aprobaba la normativa para la nueva Ley Audiovisual, y el día 29 el Ministerio de Industria daba a conocer nuevos detalles sobre la futura regulación de la emisión en abierto en España. Apostaríamos por estos cambios legislativos a través de **Sogecable** (Comprar; precio objetivo: 42,00 €) o, indirectamente, a través de **Prisa** (Comprar; precio objetivo: 17,50 €). Ambas compañías deberían beneficiarse de: (1) la conversión de Canal+ en un canal de emisión en abierto (casi 12 meses antes de la entrada del nuevo operador); y (2) el impacto positivo en Digital+ de la supresión de la Ley de Interés General, que también podría afectar a la emisión en abierto de partidos de fútbol.

Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recom.		Pr. objetivo			BpA 2005P			Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior	Var.	Nuevo	Anterior	Var.	
1-Julio	Portugal Telecom	Mantener	Mantener	8,40	10,20	-17,6	0,39	0,49	-20,4	Aumento de la competencia y debilitamiento del entorno económico
1-Julio	PT Multimedia	Mantener	Mantener	9,55	11,00	-13,2	0,45	0,32	41,7	Plusvalías por la venta de Lusomundo
1-Julio	Jeronimo Martins	Infrapond.	Infrapond.	12,40	11,60	6,9	0,87	0,81	7,4	Ajuste de estimaciones
1-Julio	Sonaecom	Comprar	Comprar	4,80	4,95	-3,0	0,04	0,10	-60,0	Empeoramiento del entorno macroeconómico
1-Julio	Sonae Industria	Infrapond.	Mantener	5,55	5,10	8,8	0,26	0,22	18,2	Una reestructuración acertada que se refleja en el precio
1-Julio	Modelo Continente	Infrapond.	Infrapond.	1,53	1,30	17,7	0,10	0,08	18,7	Empeoramiento del entorno macroeconómico
1-Julio	Ibersol	Infrapond.	Mantener	5,10	5,10	0,0	0,44	0,44	0,0	Buen comportamiento reciente de la acción
13-Junio	B.Popular	Infrapond.	Comprar	55,00	60,00	-8,3	3,62	3,90	-7,1	Presiones en los márgenes de préstamos a PYMES
13-Junio	BBVA	Comprar	Comprar	14,50	14,50	-	0,87	0,99	-12,1	Inclusión de resultados 1T05
13-Junio	B. Sabadell	Infrapond.	Infrapond.	21,00	19,00	10,5	1,25	1,15	8,7	Comportamiento mejor del esperado

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.



CARTERA MODELO IBÉRICA

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

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comportamiento bursátil (%)							En el año
		Actual	30-Dic-04	Absoluto	Rel. a large caps ibéricas	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M		
Sogecable	30-Sep-04	29,47	32,66	-9,8	-13,6	-18,0	-2,9	-1,5	-10,7	-8,9	
BBVA	23-May-05	12,88	13,05	-1,3	-5,1	-9,5	0,8	2,5	-1,4	-1,3	
Ferrovial	16-May-03	53,85	39,32	37,0	33,1	28,7	8,4	21,5	33,4	36,6	
Endesa	22-Abr-05	19,03	17,29	10,1	6,2	1,8	6,0	9,7	10,9	9,1	
Repsol	17-Jul-03	21,49	19,16	12,2	8,3	3,9	7,2	5,4	13,7	13,7	
Inditex	04-Mar-05	21,36	21,70	-1,6	-5,4	-9,8	-8,3	-8,1	-1,2	-2,2	
Lista recom. large caps		110,99	100,00	11,0	7,2	2,8	ND	ND	ND	11,0	
Large caps ibéricas	–	103,82	100,00	3,8	0,0	-4,4	ND	ND	ND	3,8	
IBEX35	–	9.829,10	9.080,80	8,2	4,4	0,0	3,2	6,5	7,5	8,0	
PSI20	–	7.555,79	7.571,85	-0,2	-4,0	-8,5	0,3	-3,0	-1,5	-0,8	
DJ Stoxx 50	–	3.062,46	2.774,77	10,4	6,5	2,1	4	7,4	9,8	10,8	

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

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

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comp. bursátil (%)							En el año
		Actual	30-Dic-04	Absoluto	Rel. a small-mid caps ibér.	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M		
Ebro Puleva	30-Dic-04	15,06	10,50	43,4	21,9	35,2	0,6	13,2	40,3	41,5	
Sol Meliá	16-Feb-05	9,96	7,30	36,4	14,9	28,2	15,3	10,4	34,5	36,3	
Prisa	30-Dic-04	16,16	15,62	3,5	-18,0	-4,8	0,3	4,7	3,3	3,4	
Enagás	23-May-05	14,76	12,20	21,0	-0,5	12,7	9,3	22,7	19,9	18,0	
Indra	30-Dic-04	16,75	12,57	33,3	11,8	25,0	12,2	19,9	31,0	32,7	
Prosegur	08-Mar-05	17,53	14,48	21,1	-0,4	12,8	5,2	7,2	23,3	22,1	
Lista recom. SMC		132,33	100,00	32,3	10,8	24,1	ND	ND	ND	32,3	
Small-mid caps ibéricas	–	121,50	100,00	21,5	0,0	13,3	ND	ND	ND	21,5	
IBEX35	–	9.829,10	9.080,80	8,2	-13,3	0,0	3,2	6,5	7,5	8,0	
PSI20	–	7.555,79	7.571,85	-0,2	-21,7	-8,5	0,3	-3,0	-1,5	-0,8	
DJ Small 200 Europe	–	146,26	129,16	13,2	-8,3	5,0	3,3	6,0	11,9	13,3	

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

Delegaciones internacionales

Madrid

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

Lisboa

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

Londres

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

Nueva York

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

Bogotá

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

Buenos Aires

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

Caracas

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

Lima

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

México

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

Santiago

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

São Paulo

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

Tokio

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

Clave de recomendaciones

Comprar

Potencial alcista superior al 15%.

Mantener

Potencial alcista del 10%-15%.

Infraponderar

Potencial alcista inferior al 10%.

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

INFORMACIÓN IMPORTANTE:

Santander Investment Bolsa espera recibir ingresos de las siguientes compañías en los próximos tres meses por servicios de banca de inversión: Brisa, Sonae SGPS, Banesto, BES, Grupo Santander, Corporación Mapfre, Repsol YPF, Sogecable and Antena 3.

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

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

Grupo Santander o sus filiales poseen el 1% o más de cualquier clase de valores de: Ferrovia, Amadeus, Urbis, Banesto, BBVA, Grupo Santander, Cepsa, Repsol YPF, Antena 3, Endesa, Iberdrola and Unión Fenosa.

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

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

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

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

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

