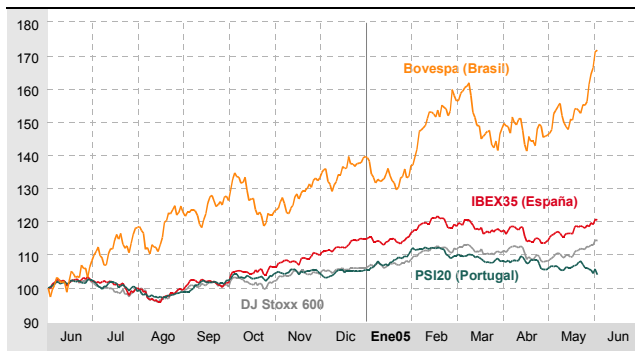


THE IBERIAN STRATEGY OBSERVER

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 3-Junio	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	270,8	2,0	5,2	3,5	8,1
S&P 500	1.204,3	1,2	3,7	2,0	-0,6
Bono a 10 a. zona euro	3,22	-3,3	-4,6	-11,2	-12,7
Bono a 10 años EEUU	3,90	-4,3	-6,5	-13,1	-7,7
Tipo inter. 3M zona euro	2,12	-0,5	-0,5	-1,5	-1,9
Tipo interés 3M EEUU	2,97	0,7	2,1	7,1	33,9
Euro-dólar	1,23	-2,1	-4,5	-5,3	-10,1
Barril de Brent (US\$)	50,8	3,2	4,4	-3,4	27,4
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	12,7	7,3	6,8	13,1	9,1	2,9	2,3
DAX30	13,8	12,3	6,1	5,4	23,1	6,7	2,8	2,1
MIB30	15,8	14,2	6,4	6,2	18,7	4,7	4,4	2,6
PSI20	19,9	10,4	7,8	7,3	22,2	6,9	0,0	1,9
IBEX35	15,3	12,8	7,6	8,1	13,4	5,1	3,3	3,2
DJ Stoxx 600	15,2	13,5	6,5	6,9	13,5	9,0	3,2	3,1
DJ Stoxx 50	13,9	12,9	7,9	7,3	12,5	7,3	3,4	2,9
DJ Euro Stoxx 50	13,4	12,3	6,5	6,1	14,8	6,6	3,6	2,4
P. lb. B. capital	8,6	12,2	4,6	5,8	29,9	11,8	3,2	1,6
P. lb. Construcc.	15,6	14,0	9,0	8,3	-14,9	13,3	3,2	2,4
P. lb. B. cons.	20,8	19,2	9,5	9,2	20,0	11,0	2,4	4,5
P. lb. Serv. cons.	14,0	16,1	10,0	11,4	7,2	2,8	2,3	2,5
P. lb. Finan.	9,6	9,0	n.d.	n.d.	32,4	n.d.	3,2	1,1
P. lb. Petr. y gas	14,5	12,4	6,9	6,6	11,5	6,6	2,5	2,1
P. lb. TMTs	38,2	28,5	15,1	13,3	48,9	14,6	1,3	9,4
P. lb. Utilities	14,2	14,3	7,0	7,5	6,7	2,6	4,0	2,8

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

Puntos destacados

- La fortaleza del dólar estadounidense debería de ser un factor netamente positivo para los mercados ibéricos de renta variable.
- No obstante, en tiempos de fortaleza del dólar, los mercados ibéricos han tenido un comportamiento relativo débil frente a sus homólogos europeos.
- Un dólar fuerte también beneficia a valores con exposición a Latinoamérica, cíclicos, Abengoa, Viscofán, Indra, Ebro Puleva y Cintra.
- Atención a Sogecable e Iberia.

Puntos de interés

- Sector portugués de bancos: comprar **BCP**, mantener **BPI** y reducir **BES**.
- Recomendamos tomar beneficios a corto plazo en **Sonae SGPS**, aunque a largo plazo nos mantenemos optimistas.
- **Ebro Puleva**: atención a la normativa de la UE el 22 de junio, pero seguimos recomendando comprar a largo plazo.
- Insistimos en nuestra recomendación positiva para **Sogecable**.

Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 3-Junio	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	4.184,9	1,3	5,8	2,9	9,5
DAX30	4.542,7	2,2	7,0	4,5	6,7
MIB30	32.168	1,2	2,7	-1,1	3,0
PSI20	7.515,8	-1,2	-2,2	-3,5	-1,1
IBEX35	9.546,1	1,8	4,1	3,1	5,1
DJ Stoxx 600	271,1	1,9	5,1	3,4	8,0
DJ Stoxx 50	2.982,2	1,9	5,0	4,1	7,5
DJ Euro Stoxx 50	3.133,3	1,6	5,8	2,5	6,2
P. lb. B. capital	n.d.	2,5	4,8	0,0	3,4
P. lb. Construcción	n.d.	2,1	9,2	12,6	25,9
P. lb. B. consumo	n.d.	2,1	3,8	6,8	12,5
P. lb. Serv. consumo	n.d.	2,6	7,6	6,7	14,6
P. lb. Financieras	n.d.	1,8	3,3	1,2	4,0
P. lb. Petróleo y gas	n.d.	0,7	3,8	2,4	6,0
P. lb. TMTs	n.d.	0,3	0,7	-0,6	-1,5
P. lb. Utilities	n.d.	2,1	3,7	3,9	9,1

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, B. Popular, 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).	Gamesa, 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 Melia, 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

El Gobierno portugués publica nuevas previsiones

Jesús Gómez

(34) 91-289-3315

jegomez@gruposantander.com

Paulo Guerreiro

(351) 21 381 6540

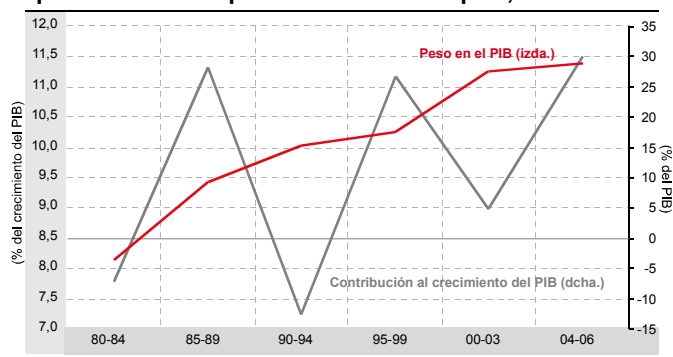
paulo.guerreiro@bsnp.pt

Antonio Espasa

(34) 91-289-3313

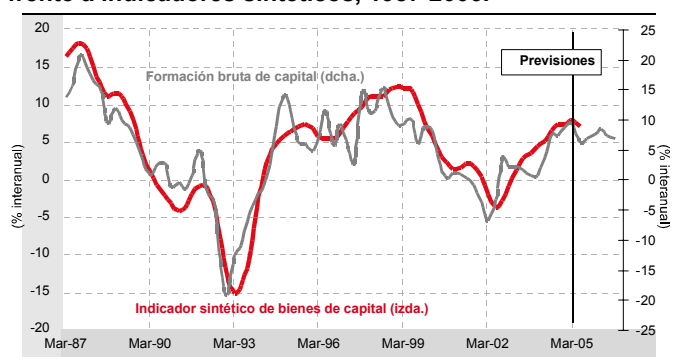
aespasa@gruposantander.com

España – Invers. empres. en bienes de capital, 1980-2006P



Fuentes: Datastream y estimaciones y previsiones SIB.

España – Inversión empresarial en bienes de capital frente a indicadores sintéticos, 1987-2006P



Fuentes: Datastream y estimaciones y previsiones SIB.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) Se espera que los inventarios al por mayor suban 0,4% en abril
- (2) El déficit de la balanza comercial podría volver a crecer en abril
- (3) Los precios de importación podrían caer ligeramente en mayo
- (4) El crédito al consumo podría subir en abril
- (5) Discurso de Greenspan ante el Joint Economic Committee

En la zona euro:

- (1) La producción industrial de marzo en Alemania podría superar las expectativas
- (2) El superávit de la balanza comercial en Alemania podría retroceder ligeramente en abril
- (3) En Francia la producción industrial podría volver a ser negativa en abril
- (4) En Italia el PIB caería un 0,5% intertrimestral en el 1T05
- (5) En Alemania los pedidos de fábrica podrían ser ligeramente negativos en abril

- En Portugal, el Gobierno recorta las previsiones del PIB para 2005 hasta el 0,8%, desde el 2,4%, y prevé que el desempleo seguirá creciendo.
- En España se publican datos positivos, con un notable descenso del desempleo, la caída de la inflación hasta el 3,1% interanual en mayo y la tendencia positiva de las ventas al por menor.
- **La semana en la zona euro:** en términos generales, los indicadores de confianza han sido débiles, con evolución positiva únicamente del sector servicios. La inflación de mayo caía ligeramente hasta el 2,0% interanual. Los datos de desempleo en Francia y Alemania fueron planos y el BCE no cambió los tipos de interés.
- **La semana en EEUU:** los datos en general fueron débiles. El informe sobre empleo de mayo sorprendía a la baja: la creación de empleo fue débil; el número de horas trabajadas en abril se revisó a la baja y fue plano en mayo; los ingresos experimentaron una ligera subida; y los costes laborales unitarios se revisaron fuertemente al alza. Los indicadores de confianza fueron relativamente dispares ya que la evolución positiva de la confianza del consumidor contrastó con los retrocesos de los índices ISM en los sectores manufacturero y servicios.
- La inversión empresarial en bienes de capital ha crecido de forma significativa en España en los últimos trimestres, tras la debilidad registrada durante el periodo 2001-03. Hace dos trimestres, todos los indicadores apuntaban a una notable mejora de la inversión empresarial en bienes de capital. Sin embargo, creemos que la evolución de los indicadores empresariales adelantados y el comportamiento de la producción industrial en los últimos meses han cambiado esta opinión. Seguimos creyendo que la inversión empresarial en bienes de capital en España seguirá creciendo pero es previsible que la tasa de crecimiento se desacelere en los próximos años.

CALENDARIO ECONÓMICO

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
30-Mayo	9:30	España	IPC armonizado (preliminar) (a)	Mayo	3,5	3,3	3,1
Lunes	10:00	Italia	Índice de precios de producción (m/a)	Abr	0,9 / 4,8 R	0,5 / 4,6	0,1 / 4,4
31-Mayo	8:45	Francia	Desempleo (tasa/variación)	Abr	10,2 / 7.000	10,2 / 5.000	10,2 / 0,0
Martes	9:55	Alemania	Desempleo (tasa/variación)	Mayo	11,8 / 4.000	11,7 / 10.000	11,8 / 0,0
	9:55	Francia	Confianza del consumidor	Mayo	-24	-25	-29
	10:00	Zona euro	Zona euro M3 (a./3 meses)	Mayo	6,5 / 6,7	6,5 / 6,6	6,7 / 6,6
	11:00	Zona euro	Indicador de clima empresarial	Mayo	-0,28	-0,32	-0,37
	11:00	Zona euro	Confianza industrial	Mayo	-9	-10	-11
	11:00	Zona euro	Confianza del consumidor	Mayo	-13	-13	-15
	11:00	Zona euro	Confianza económica	Mayo	96,5	96,1	96,1
	11:00	Zona euro	Confianza de servicios	Mayo	8	9	10
	11:00	Italia	IPC (m/a)	Mayo	0,2 / 1,9	0,2 / 1,8	0,3 / 1,9
	11:00	Zona euro	IPC estimado (a)	Mayo	2,1	2,0	2,0
	16:00	EEUU	Gestores de compras de Chicago	Mayo	65,6	62,0	54,1
	16:00	EEUU	Confianza del consumidor	Mayo	97,7	96,0	102,2
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	29-Mayo	-15	-	-13
1-Junio	10:00	Zona euro	PMI manufacturas (informe)	Mayo	49,2	49,0	48,7
Miércoles	11:00	Zona euro	PIB (t/a)	1T	0,2 / 1,6	0,5 / 1,4	0,5 / 1,3
	11:00	Zona euro	Tasa de desempleo	Abr	8,9	8,9	8,9
	13:00	EEUU	MBA solicitudes hipotecarias	27-Mayo	4,3	-	-2,8
	16:00	EEUU	Gasto en construcción (m)	Abr	0,6 R	0,6	0,5
	16:00	EEUU	Casas pendientes de venta (m)	Abr	0,4 R	0,6	3,6
	16:00	EEUU	ISM manufacturas	Mayo	53,3	52,2	51,4
	16:00	EEUU	ISM precios pagados	Mayo	71,0	68,9	58,0
	18:00	EEUU	Ventas totales de vehículos (mn unidades)	Mayo	17,5	16,7	16,7
		Italia	Déficit presupuestario (neto/acum.) (miles mn €)	Mayo	12,0 / 39,4	-	14,8 / 50,2
2-Junio	9:00	España	Desempleo (miles) (neto)	Mayo	-30,6	-	-88,6
Jueves	11:00	Zona euro	Índice de precios de producción (m/a)	Abr	0,7 / 4,2 R	0,5 / 4,2	0,4 / 4,2
	13:45	Zona euro	El BCE anuncia tipos de interés	Jun	2,0	2,0	2,0
	14:30	EEUU	Productividad no agrícola	1T	2,6	3,0	2,9
	14:30	EEUU	Costes unitarios laborales	1T	2,2 R	1,8	3,3 (2)
	14:30	EEUU	Pet. semanales subsidio desempleo	28-Mayo	325.000 R	325.000	350.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	21-Mayo	2.570.000 R	2.581.000	2.602
	16:00	EEUU	Pedidos a fábrica	Abr	0,7 R	1,1	0,9
3-Junio	9:00	España	Producción industrial (a)	Abr	1,1	1,3	0,0
Viernes	10:00	Zona euro	PMI Servicios	Mayo	51,3	51,1	53,5
	11:00	Zona euro	Ventas minoristas (m/a)	Abr	0,1 / 1,4	0,1 / 0,6	-1,2 / -0,9
	14:30	EEUU	Tasa de desempleo	Mayo	5,2	5,2	5,1
	14:30	EEUU	Beneficios medios por hora (m/a)	Mayo	0,3 / 2,7	0,2 / n.d.	0,2 / 2,3
	14:30	EEUU	Variación en empleos no agrícolas	Mayo	274.000	180.000	78.000
	14:30	EEUU	Variación en empleos en manufacturas	Mayo	-6.000	-1.000	-7.000
	14:30	EEUU	Horas medias semanales	Mayo	33,8 R	33,8	33,8
	16:00	EEUU	ISM No manufacturas	Mayo	61,7	60,4	58,5

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión
6-Junio	12:00	Alemania	Pedidos de fábrica (m/a)	Abr	2,1 / -3,1 r	-0,6 / 1,7
7-Junio	8:45	Francia	Déficit presupuestario (miles mn €)	Abr	-24,8	-
Martes	12:00	Alemania	Producción industrial (m/a)	Abr	-0,3 / 2,1	0,5 / 1,6
	21:00	EEUU	Crédito al consumo (miles mn US\$)	Abr	5,5	7,0
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	5-Jun	-13	-
8-Junio	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	3-Jun	-2,8	-
Miércoles	16:00	EEUU	Inventarios al por mayor	Abr	0,4	0,4
9-Junio	8:00	Alemania	Saldo balanza por cuenta corriente (miles mn €)	Abr	12,0	9,0
Jueves	8:00	Alemania	Balanza comercial (miles mn €)	Abr	16,3	15,1
	8:00	Alemania	Importaciones (m)	Abr	-1,3 r	2,5
	8:00	Alemania	Exportaciones (m)	Abr	2,0 r	0,7
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	4-Jun	350.000	348.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	28-May	2.620.000k	-
	16:00	EEUU	Greenspan ante el Joint Ec. Committee	-	-	-
10-Junio	8:45	Francia	Balanza comercial (mn €)	Abr	-2,379	-
Viernes	8:45	Francia	Producción industrial (m/a)	Abr	-0,5 / -0,5	-0,3 / -0,2
	8:45	Francia	Producción manufacturas (m/a)	Abr	-0,9 / -0,4	-0,1 / -0,6
	10:00	Italia	PIB (t/a)	1T	-0,4 / 0,8	-0,5 / -0,2
	11:00	Zona euro	Saldo balanza por cuenta corriente (t) (miles mn €)	1T	14,3	-
	12:00	Zona euro	Indicadores adelantados de OCDE	Abr	105,3	-
	14:30	EEUU	Balanza comercial (miles mn US\$)	Abr	-55,0	-57,5
	14:30	EEUU	IPI (m/a)	May	0,8 / 8,1	-02 / n.d.
	20:30	EEUU	Avance del presupuesto mensual (miles mn US\$)	May	-62,5	-46,0

(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.

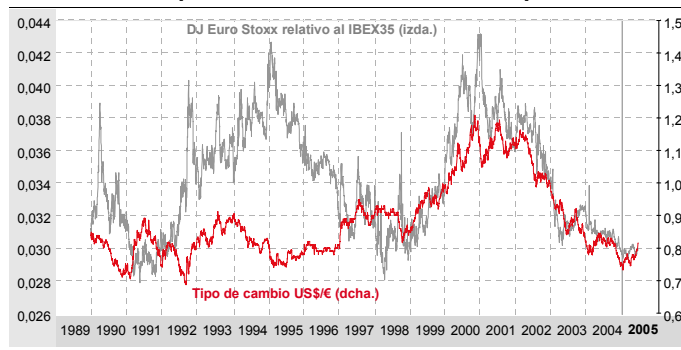


RINCÓN DEL ESTRATEGA

EXPOSICIÓN AL DÓLAR ESTADOUNIDENSE

El dólar estadounidense se ha apreciado un 10% desde principios de año (5% en el último mes) tras el “no” a la Constitución Europea de Francia y Holanda. Tradicionalmente, tales fluctuaciones en el tipo de cambio han tenido un impacto positivo en los mercados europeos de renta variable. Como muestra el siguiente gráfico, el IBEX 35 ha tendido a registrar un comportamiento mejor que Europa en momentos de fortaleza del euro frente al dólar estadounidense y, por el contrario, cuando el dólar ha ganado terreno frente al euro, el comportamiento relativo de Europa ha sido superior al de España.

IBEX 35 – Comportamiento relativo frente a tipo de cambio US\$/€



Fuentes: JCF y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

CONEXIÓN CON EL DÓLAR

La sensibilidad de la renta variable española al dólar estadounidense se deriva principalmente de la fuerte inversión llevada a cabo en Latinoamérica en los últimos 20 años. De hecho, cerca del 25% de los ingresos y el EBITDA de los miembros del IBEX 35 se genera en Latinoamérica. Conviene señalar que el 90% de la exposición a Latinoamérica de las compañías españolas se concentra en las seis compañías más grandes por capitalización bursátil. Las *small* y *mid caps* tienen una exposición más limitada a Latinoamérica (cerca de un 5%).

Otras compañías con exposición al dólar estadounidense son valores vinculados a materias primas: Repsol YPF (al final, el petróleo se denomina en dólares estadounidense a escala mundial), materias primas (Arcelor, Acerinox y Ence, aunque esta última tiene un programa de cobertura de tipo de cambio hasta 2007) y otras compañías cuyas exportaciones se denominan en dólares estadounidenses (Tubacex y Miquel y Costas, principalmente).

Por último, queremos destacar el impacto positivo en las compañías con exposición directa al dólar estadounidense: Indra (gracias a sus contratos con la marina estadounidense y los sistemas de recuento de votos), Abengoa (tras su adquisición de High Plains), Cintra (exposición a través de Chicago Skyway, TransTexas Corridor y Canadá/Ontario), Viscofán y Ebro Puleva (tras la adquisición de Riviana).

Por otro lado, algunas compañías deberían de sufrir un impacto negativo por la revalorización del “billete verde”, ya que una parte importante de su base de costes se denomina en dólares estadounidenses: Sogecable, Altadis e Iberia serían los valores más afectados.

IBEX 35 – Comportamiento relativo frente a tipo de cambio US\$/€

	Ingresos					EBITDA					% valor Lat.
	Argentina	Brasil	México	Otros	Latinoam.	Argentina	Brasil	México	Otros	Latinoam.	
Telefónica	3,9	17,6	2,4	10,8	34,7	3,8	17,2	-1,1	13,2	29,3	25,0
Santander Central Hispano	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
BBVA	0,0	0,0	27,7	12,8	40,5	0,0	0,0	30,4	11,3	41,7	35,0
Repsol YPF	23,7	0,0	0,0	14,2	37,9	45,8	0,0	0,0	16,5	62,3	42,3
Iberdrola	0,0	6,8	6,4	0,0	13,2	0,0	6,0	5,7	0,0	11,7	10,5
Endesa	3,2	5,5	0,0	14,2	22,9	4,6	7,9	0,0	20,4	32,9	15,7
Banco Popular	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abertis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Altadis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inditex	0,4	0,9	2,4	1,3	4,9	0,4	0,9	2,4	1,3	4,9	3,0
Unión Fenosa	0,0	0,0	7,9	22,4	30,3	0,0	0,0	8,3	23,8	32,1	22,9
ACS	2,0	2,0	2,0	2,0	8,0	1,5	1,5	1,5	1,5	6,0	4,0
Arcelor	5,0	22,0	0,0	0,0	27,0	7,0	28,0	0,0	0,0	35,0	25,0
Gas Natural	3,0	6,0	5,0	8,0	22,0	2,7	5,5	4,8	8,4	21,4	15,7
Banco Sabadell	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ferrovial	0,0	0,0	0,0	2,0	2,0	0,0	0,0	0,0	2,5	2,5	1,5
Amadeus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Telefónica Móviles	3,0	12,6	6,1	8,5	30,2	0,5	11,4	-0,3	1,0	12,6	25,4
Sogecable	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Acciona	0,0	0,0	0,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,5
Acerinox	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCC	0,0	0,0	0,0	5,0	5,0	0,0	0,0	0,0	3,0	3,0	2,0
Bankinter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Metrovacesa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sacyr-Vallehermoso	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Telecinco	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Iberia	0,0	0,0	0,0	10,0	10,0	0,0	0,0	0,0	10,0	10,0	10,0
Corporación Mapfre	3,7	5,9	5,7	14,2	29,5	1,1	1,8	1,7	10,5	15,0	25,0
Enagás	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
TPI	0,0	5,0	0,0	20,0	25,0	0,0	-5,0	0,0	20,0	15,0	20,0
Grupo Prisa	2,0	3,0	10,0	5,0	20,0	2,0	3,0	10,0	5,0	20,0	15,0
Indra	1,0	1,0	1,0	2,0	5,0	0,5	0,5	0,5	1,5	3,0	2,0
Gamesa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Banesto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NH Hoteles	0,0	0,0	2,0	3,0	5,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0	3,0
IBEX 35	2,8	7,1	6,1	8,7	24,7	4,4	7,0	5,7	8,4	24,8	20,2

Fuentes: JCF y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.



PUNTOS DE INTERÉS

- Las operaciones domésticas de los bancos portugueses se verán afectadas por la difícil situación económica en Portugal y las duras medidas económicas que planea el Gobierno. No obstante, aún existen opciones abiertas en el sector como: (1) incrementar las comisiones como porcentaje de los ingresos bancarios, (2) llevar a cabo una nueva reducción de costes, (3) ganar cuota de mercado, (4) liberar provisiones, y (5) expandirse en el extranjero. Nuestra primera apuesta en el sector es **BCP** (Comprar; precio objetivo: 2,43 €), uno de los bancos más baratos en la península ibérica (PER 2006P de 10,3x y P/VC 2006P de 1,9x) con dos atractivos proyectos de crecimiento (Polonia y Grecia), evolución positiva de las provisiones y potencial para mayores recortes de costes. Tenemos una posición neutral en **BPI** (Mantener; precio objetivo: 3,45 €) a pesar de su atractiva valoración, dados los temores sobre el deterioro de su calidad del crédito y un mayor perfil de riesgo derivado de su exposición a Angola. Por último, tenemos una opinión negativa en **BES** (Infraponderar; precio objetivo: 13,28 €) ya que sus elevados múltiplos no reflejan el escaso crecimiento orgánico y debido a la ausencia de perfil internacional para compensar la debilidad en el frente doméstico.
- Aunque mantenemos una opinión favorable de **Sonae SGPS** (Comprar; precio objetivo: 1,50 €) desde el punto de vista fundamental, la reducción del descuento por VNA (16%, muy por debajo de la media histórica del 35%) en circunstancias adversas (sus filiales cotizadas han perdido un 2-6% de su cotización en las últimas tres semanas) y el difícil entorno económico podrían desencadenar un impacto negativo a corto plazo. A pesar de que seguimos creyendo que un descuento bastante menor frente al VNA está justificado por la escisión de Sonae Industria, la ausencia de información más detallada sobre esta escisión no actuará como catalizador a corto plazo.
- Un reciente encuentro con **Ebro Puleva** (Comprar; precio objetivo: 15,90 €) nos confirma el potencial de creación de valor a largo plazo de su actual equipo gestor, centrado en obtener buenos resultados en sus recientes adquisiciones (mediante sinergias mayores de lo previsto), la venta de unidades que registran un comportamiento débil y la consolidación de los segmentos del arroz y la pasta. El 22 de junio la UE publicará su primer borrador sobre la regulación del azúcar, que muy probablemente incluirá un endurecimiento de la normativa del sector (la reducción de las cuotas del 30%, la rebaja de los precios del 30%, etc.), con un impacto directo cercano al 40% en el EBITDA del grupo. Tras el 41% de revalorización del valor hasta la fecha y los próximos anuncios regulatorios, es posible que se den niveles de entrada más bajos.
- Seguimos apostando por **Sogecable** (Comprar; precio objetivo: 42,00 €) tras una reciente visita a la compañía, puesto que ésta habría de beneficiarse de la puesta en marcha de su plataforma análoga (Canal+) tras el permiso del Gobierno español en las próximas semanas. Además, el lanzamiento de nuevos paquetes más baratos (que posteriormente se transformarían en paquetes de mayor valor añadido/precio) debería atraer a nuevos suscriptores, lo que, unido a una tasa de desconexión más baja, gracias a unas condiciones de salida más duras cuando acaben las promociones, debería de seguir contribuyendo al crecimiento *top down*, al tiempo que los costes deberían mantenerse estables, mostrando el apalancamiento operativo de la compañía.

Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recom.		Pr. objetivo		%	BpA 2005P		%	Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior		Nuevo	Anterior		
30-May	BCP	Comprar	-	2,43	-	-	0,17	-	-	Reinicio de cobertura
30-May	BPI	Mantener	-	3,45	-	-	0,28	-	-	Reinicio de cobertura
30-May	BES	Infrapond.	-	13,28	-	-	0,93	-	-	Reinicio de cobertura
19-May	Repsol	Comprar	Comprar	23,00	23,00	-	2,13	1,91	11,9	Revisión al alza de los beneficios de refino
18-May	REE	Infrapond.	-	20,00	n.d.	-	1,15	n.d.	-	Reinicio de cobertura
18-May	BBVA	Comprar	Infrapond.	14,50	12,50	16,0	1,03	0,99	4,0	Mejores volúmenes, costes y provisiones
17-May	Antena 3	Infrapond.	Mantener	16,50	14,75	11,9	0,96	0,86	11,6	Revisión al alza de las estimaciones del mercado de publicidad
4-May	EDP	Comprar	-	2,45	n.d.	-	0,17	n.d.	-	Reinicio de cobertura
18-Abr	Endesa	Mantener	Mantener	19,50	18,50	5,4	1,25	1,30	-3,8	Resultados mejores de lo esperado en Latinoamérica
18-Abr	ACS	Comprar	Comprar	22,30	20,50	8,8	1,53	1,50	2,0	Ajuste tras los resultados de 2004

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.



CARTERA MODELO IBÉRICA

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

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comportamiento bursátil (%)						
		Actual	31-Dic-04	Absoluto	Rel. a large caps ibéricas	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M	En el año
Sogecable	30-sep-04	30,37	32,66	-7,0	-9,0	-11,6	5,7	1,8	-6,1	-6,1
BBVA	23-may-05	12,78	13,05	-2,1	-4,1	-6,7	3,0	-2,7	2,2	-2,1
Ferrovial	16-may-03	49,55	39,32	26,0	24,0	21,4	6,4	9,8	33,9	26,0
Endesa	22-abr-05	17,79	17,29	2,9	0,9	-1,7	3,5	2,7	8,8	2,9
Repsol	17-jul-03	20,31	19,16	6,0	4,0	1,4	0,7	-4,9	11,4	6,0
Inditex	04-mar-05	23,16	21,70	6,7	4,7	2,1	-1,6	-1,5	5,2	6,7
Lista recom. large caps	-	108,49	100,00	8,5	6,5	3,9	n.d.	n.d.	n.d.	8,5
Large caps ibéricas	-	102,00	100,00	2,0	0,0	-2,6	n.d.	n.d.	n.d.	2,0
IBEX35	-	9.497,70	9.080,80	4,6	2,6	0,0	2,5	-0,4	8,1	4,6
PSI20	-	7.510,48	7.571,85	-0,8	-2,8	-5,4	-2,0	-4,9	1,1	-1,2
DJ Stoxx 50	-	2.969,91	2.774,77	7,0	5,0	2,4	3	0,9	7,5	7,0

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa. (*) A 23 de mayo, hemos incluido BBVA y excluido BCP.

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

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comp. bursátil (%)						
		Actual	31-Dic-04	Absoluto	Rel. a small-mid caps ibér.	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M	En el año
Ebro Puleva	30-dic-04	14,77	10,50	40,7	25,6	36,1	9,4	11,4	45,8	40,7
Sol Meliá	16-feb-05	8,63	7,30	18,2	3,1	13,6	3,9	-0,9	20,7	18,2
Prisa	30-dic-04	16,10	15,62	3,1	-12,0	-1,5	5,2	1,3	2,5	3,1
Enagás*	23-may-05	13,16	12,20	7,9	-7,2	3,3	4,9	7,2	26,5	7,9
Indra	30-dic-04	14,86	12,57	18,2	3,1	13,6	9,3	10,3	21,5	18,2
Prosegur	08-mar-05	16,81	14,48	16,1	1,0	11,5	-4,8	8,3	25,6	16,1
Lista recom. SMC	-	122,70	100,00	22,7	7,6	18,1	n.d.	n.d.	n.d.	22,7
Small-mid caps ibéricas	-	115,09	100,00	15,1	0,0	10,5	n.d.	n.d.	n.d.	15,1
IBEX35	-	9.497,70	9.080,80	4,6	-10,5	0,0	2,5	-0,4	8,1	4,6
PSI20	-	7.510,48	7.571,85	-0,8	-15,9	-5,4	-2,0	-4,9	1,1	-1,2
DJ Small 200 Europe	-	141,66	129,16	9,7	-5,4	5,1	5,5	1,2	12,2	9,7

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa. (*) A 23 de mayo, hemos incluido Enagás y excluido Cortefiel.

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, Ferrovial, OHL, 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, Ferrovial, Cintra and Telecinco.

Grupo Santander o sus filiales poseen el 1% o más de cualquier clase de valores de: Ferrovial, 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.



THE IBERIAN MACRO OBSERVER

El Gobierno portugués publica nuevas previsiones

Jesús Gómez

(34) 91-289-3315

jegomez@gruposantander.com

Paulo Guerreiro

(351) 21 381 6540

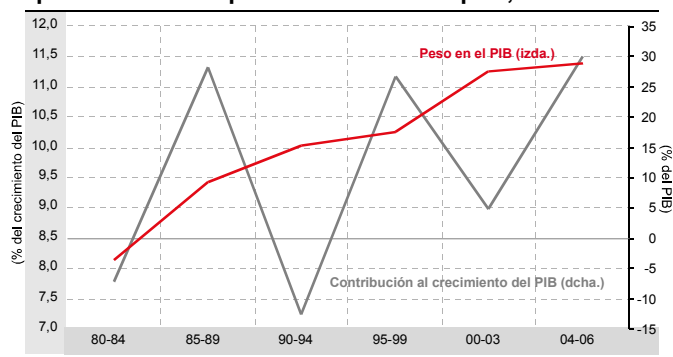
paulo.guerreiro@bsnp.pt

Antonio Espasa

(34) 91-289-3313

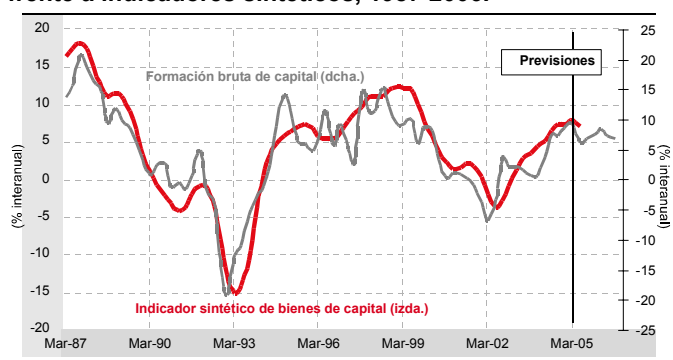
aespasa@gruposantander.com

España – Invers. empres. en bienes de capital, 1980-2006P



Fuentes: Datastream y estimaciones y previsiones SIB.

España – Inversión empresarial en bienes de capital frente a indicadores sintéticos, 1987-2006P



Fuentes: Datastream y estimaciones y previsiones SIB.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) Se espera que los inventarios al por mayor suban 0,4% en abril
- (2) El déficit de la balanza comercial podría volver a crecer en abril
- (3) Los precios de importación podrían caer ligeramente en mayo
- (4) El crédito al consumo podría subir en abril
- (5) Discurso de Greenspan ante el Joint Economic Committee

En la zona euro:

- (1) La producción industrial de marzo en Alemania podría superar las expectativas
- (2) El superávit de la balanza comercial en Alemania podría retroceder ligeramente en abril
- (3) En Francia la producción industrial podría volver a ser negativa en abril
- (4) En Italia el PIB caería un 0,5% intertrimestral en el 1T05
- (5) En Alemania los pedidos de fábrica podrían ser ligeramente negativos en abril

- En Portugal, el Gobierno recorta las previsiones del PIB para 2005 hasta el 0,8%, desde el 2,4%, y prevé que el desempleo seguirá creciendo.
- En España se publican datos positivos, con un notable descenso del desempleo, la caída de la inflación hasta el 3,1% interanual en mayo y la tendencia positiva de las ventas al por menor.
- **La semana en la zona euro:** en términos generales, los indicadores de confianza han sido débiles, con evolución positiva únicamente del sector servicios. La inflación de mayo caía ligeramente hasta el 2,0% interanual. Los datos de desempleo en Francia y Alemania fueron planos y el BCE no cambió los tipos de interés.
- **La semana en EEUU:** los datos en general fueron débiles. El informe sobre empleo de mayo sorprendía a la baja: la creación de empleo fue débil; el número de horas trabajadas en abril se revisó a la baja y fue plano en mayo; los ingresos experimentaron una ligera subida; y los costes laborales unitarios se revisaron fuertemente al alza. Los indicadores de confianza fueron relativamente dispares ya que la evolución positiva de la confianza del consumidor contrastó con los retrocesos de los índices ISM en los sectores manufacturero y servicios.
- La inversión empresarial en bienes de capital ha crecido de forma significativa en España en los últimos trimestres, tras la debilidad registrada durante el periodo 2001-03. Hace dos trimestres, todos los indicadores apuntaban a una notable mejora de la inversión empresarial en bienes de capital. Sin embargo, creemos que la evolución de los indicadores empresariales adelantados y el comportamiento de la producción industrial en los últimos meses han cambiado esta opinión. Seguimos creyendo que la inversión empresarial en bienes de capital en España seguirá creciendo pero es previsible que la tasa de crecimiento se desacelere en los próximos años.

LA SEMANA PASADA

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
30-Mayo Lunes	9:30	España	IPC armonizado (preliminar) (a)	Mayo	3,5	3,3	3,1
	10:00	Italia	Índice de precios de producción (m/a)	Abr	0,9 / 4,8 R	0,5 / 4,6	0,1 / 4,4
31-Mayo Martes	8:45	Francia	Desempleo (tasa/variación)	Abr	10,2 / 7.000	10,2 / 5.000	10,2 / 0,0
	9:55	Alemania	Desempleo (tasa/variación)	Mayo	11,8 / 4.000	11,7 / 10.000	11,8 / 0,0
	9:55	Francia	Confianza del consumidor	Mayo	-24	-25	-29
	10:00	Zona euro	Zona euro M3 (a./3 meses)	Mayo	6,5 / 6,7	6,5 / 6,6	6,7 / 6,6
	11:00	Zona euro	Indicador de clima empresarial	Mayo	-0,28	-0,32	-0,37
	11:00	Zona euro	Confianza industrial	Mayo	-9	-10	-11
	11:00	Zona euro	Confianza del consumidor	Mayo	-13	-13	-15
	11:00	Zona euro	Confianza económica	Mayo	96,5	96,1	96,1
	11:00	Zona euro	Confianza de servicios	Mayo	8	9	10
	11:00	Italia	IPC (m/a)	Mayo	0,2 / 1,9	0,2 / 1,8	0,3 / 1,9
	11:00	Zona euro	IPC estimado (a)	Mayo	2,1	2,0	2,0
	16:00	EEUU	Gestores de compras de Chicago	Mayo	65,6	62,0	54,1
	16:00	EEUU	Confianza del consumidor	Mayo	97,7	96,0	102,2
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	29-Mayo	-15	-	-13
	1-Junio Miércoles	10:00	Zona euro	PMI manufacturas (informe)	Mayo	49,2	49,0
11:00		Zona euro	PIB (t/a)	1T	0,2 / 1,6	0,5 / 1,4	0,5 / 1,3
11:00		Zona euro	Tasa de desempleo	Abr	8,9	8,9	8,9
13:00		EEUU	MBA solicitudes hipotecarias	27-Mayo	4,3	-	-2,8
16:00		EEUU	Gasto en construcción (m)	Abr	0,6 R	0,6	0,5
16:00		EEUU	Casas pendientes de venta (m)	Abr	0,4 R	0,6	3,6
16:00		EEUU	ISM manufacturas	Mayo	53,3	52,2	51,4
16:00		EEUU	ISM precios pagados	Mayo	71,0	68,9	58,0
18:00		EEUU	Ventas totales de vehículos (mn unidades)	Mayo	17,5	16,7	16,7
			Italia	Déficit presupuestario (neto/acum.) (miles mn €)	Mayo	12,0 / 39,4	-
2-Junio Jueves	9:00	España	Desempleo (miles) (neto)	Mayo	-30,6	-	-88,6
	11:00	Zona euro	Índice de precios de producción (m/a)	Abr	0,7 / 4,2 R	0,5 / 4,2	0,4 / 4,2
	13:45	Zona euro	El BCE anuncia tipos de interés	Jun	2,0	2,0	2,0
	14:30	EEUU	Productividad no agrícola	1T	2,6	3,0	2,9
	14:30	EEUU	Costes unitarios laborales	1T	2,2 R	1,8	3,3 (2)
	14:30	EEUU	Pet. semanales subsidio desempleo	28-Mayo	325.000 R	325.000	350.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	21-Mayo	2.570.000 R	2.581.000	2.602
	16:00	EEUU	Pedidos a fábrica	Abr	0,7 R	1,1	0,9
3-Junio Viernes	9:00	España	Producción industrial (a)	Abr	1,1	1,3	0,0
	10:00	Zona euro	PMI Servicios	Mayo	51,3	51,1	53,5
	11:00	Zona euro	Ventas minoristas (m/a)	Abr	0,1 / 1,4	0,1 / 0,6	-1,2 / -0,9
	14:30	EEUU	Tasa de desempleo	Mayo	5,2	5,2	5,1
	14:30	EEUU	Beneficios medios por hora (m/a)	Mayo	0,3 / 2,7	0,2 / n.d.	0,2 / 2,3
	14:30	EEUU	Variación en empleos no agrícolas	Mayo	274.000	180.000	78.000
	14:30	EEUU	Variación en empleos en manufacturas	Mayo	-6.000	-1.000	-7.000
	14:30	EEUU	Horas medias semanales	Mayo	33,8 R	33,8	33,8
16:00	EEUU	ISM No manufacturas	Mayo	61,7	60,4	58,5	

(m) % intermensual; (a) % interanual; (t) % intertrimestral; (mn) millones; (R) revisado; (F) final; (P) preliminar; desest. (desestacionalizada). (1) primera publicación; (2) segunda publicación.

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

NUEVAS MEDIDAS DEL GOBIERNO PORTUGUÉS

En Portugal, el Gobierno recorta las previsiones de crecimiento del PIB para 2005 hasta el 0,8%, desde el 2,4%, y prevé un aumento del desempleo.

Finalmente, el Gobierno ha publicado el programa de cuatro años dirigido a mejorar las cuentas públicas. Las opciones presupuestarias clave (subida de impuestos, recorte de las prestaciones a los funcionarios) ya se conocían, de ahí que el interés se centrara sobre todo en las previsiones económicas. Destacaríamos tres puntos:



- Las previsiones para el crecimiento económico este año (0,8%) no son muy diferentes de la estimación publicada recientemente por el banco central (1,0%), que no incluía el impacto de las nuevas opciones de política presupuestaria. Sin embargo, creemos que este impacto superará el 0,2%, dado que la inflación debería de incrementarse al menos un 0,8% en julio (cuando el IVA pase del 19% al 21%), lo que afectaría al consumo privado (65% del PIB). Además, esperamos un nuevo retroceso en la confianza del consumidor y empresarial, que se habían recuperado después de la victoria de los socialistas en las elecciones de febrero tras su mensaje optimista sobre la economía.
- Las previsiones del Gobierno apuntan a un crecimiento del desempleo en 2005 y 2006. Nosotros estamos totalmente de acuerdo con esta opinión, ya que la economía crecerá claramente por debajo del ritmo al que suele iniciarse la creación de empleo. Además, el sector textil, que emplea al 15% de la población activa, podría verse muy afectado por la reciente liberalización comercial.
- Las previsiones apuntan a una inflación del 2,5% incluso tras disiparse el impacto de la subida del IVA, lo que significa que han desaparecido las únicas buenas noticias sobre la economía del país (la inflación había conseguido llegar a la media europea, terminando con la presión sobre los márgenes de exportación). En cualquier caso, para ser justos, las subidas de impuestos previstas en la gasolina y el tabaco añaden un 0,5% anual a la inflación.

Portugal – Previsiones económicas clave del Gobierno

(%)	2004	2005E	2006P	2007P	2008P	2009P
Presupuesto ¹	3	6,2	4,8	3,9	2,8	1,6
Crecimiento del PIB	1	0,8	1,4	2,2	2,6	3
Desempleo	6,7	7,4	7,7	7,6	7,3	6,9
Inflación	2,9	2,7	2,9	2,5	2,5	2,4
Petróleo (Barril de Brent, US\$/bbl)	–	50	50	49	47	46
Ingresos privatizaciones ¹	0,8	0,3	1,1	0,5	0,4	0,4

(1) como % del PIB. Fuente: Gobierno de Portugal.

En resumen: se confirma un crecimiento muy lento. El mayor desempleo no augura nada bueno para el consumo privado, que hasta el momento había crecido un 2,0% y había sido la única fuente del crecimiento. Las compañías más afectadas serían: Portugal Telecom (cae el uso del móvil un 11% en 2002/03), Brisa (la subida de los impuestos de la gasolina y el débil crecimiento económico afectan el crecimiento del tráfico) y los bancos (puntos de referencia en la economía).

El desempleo en España cae en 88.552 personas en mayo

En España, el desempleo caía en 88.552 personas en mayo, y el número de nuevos afiliados a la Seguridad Social ascendía a 218.498. La regularización de inmigrantes ha añadido 88.979 personas a este dato de mayo. De momento, el proceso de regularización ha supuesto 135.153 nuevas afiliaciones a la Seguridad Social. El desempleo se reducía en los sectores de la construcción, industria y servicios, y subía en agricultura. Son datos muy buenos, aunque no es fácil contrastarlos con datos anteriores, dada la introducción de cambios metodológicos en el cálculo de los datos.

Baja el IPC español en mayo, con tendencia positiva de las ventas al por menor

El **IPC** caía hasta el 3,1% interanual en mayo (3,5% interanual en abril). Es probable que el retroceso en la tasa anual se deba al efecto base de los precios de la energía, que tuvieron un impacto positivo en los datos generales de inflación. La inflación podría rondar el 3,0% en 2005E. Las **ventas al por menor reales** subían un 3,6% interanual en abril, con alimentación como componente más débil. El resto de componentes arrojaron datos relativamente fuertes: (1) las ventas al por menor del resto de componentes subían un 5,4% interanual; y (2) las ventas en grandes almacenes se incrementaron un 5,8% interanual. Los datos apuntan a una ligera desaceleración del consumo a partir del 2T05E. En las condiciones actuales, el consumo podría mantener un comportamiento positivo, aunque esperamos una desaceleración en el futuro más próximo.

La semana en la zona euro: en términos generales, los indicadores de confianza del mes de mayo han sido débiles, con evolución positiva únicamente del sector servicios. La inflación de mayo caía ligeramente hasta el 2,0% interanual, desde el 2,1% en el mes anterior. Los datos de desempleo en Francia y Alemania fueron planos en el mes, con la tasa de desempleo sin cambios. El BCE no cambió los tipos de interés.

Retroceso de los indicadores de confianza del sector manufacturero

Los índices de la Comisión Europea y el PMI para el sector manufacturero volvían a caer en mayo. Tan sólo sube ligeramente la confianza para el sector servicios. Esto apunta claramente a un comportamiento más débil de la economía en el 2T05E. Creemos que la depreciación del euro, la mejora vista en los mercados bursátiles y la posibilidad de una bajada de los precios del petróleo deberían impulsar los indicadores de confianza en los próximos meses.

El BCE mantiene su postura ante los tipos de interés

En su reunión del pasado jueves, el BCE mantuvo sin cambios los tipos de interés en el 2,0%. En su comparecencia ante la prensa, el BCE confirmó que los niveles actuales de los tipos de interés son apropiados para estimular el crecimiento del PIB y se mostró bastante optimista en el crecimiento del PIB de la zona euro en 2005 y 2006, aunque revisó ligeramente a la baja sus previsiones. Insistió en que la inflación no es un problema en estos momentos y que se mantendrá bajo control. Seguimos apostando por que el BCE subirá probablemente los tipos de interés en el 4T05E si el euro continúa su depreciación frente a las grandes divisas.

La semana en EEUU: los datos en general fueron débiles. El informe sobre empleo de mayo sorprendía a la baja: la creación de empleo fue débil; el número de horas trabajadas en abril se revisó a la baja y fue plano en mayo; los ingresos experimentaron una ligera subida; y los costes laborales unitarios se revisaron fuertemente al alza, debido a incremento de los salarios en el 1T05. Los indicadores de confianza fueron relativamente dispares ya que la evolución positiva de la confianza del consumidor contrastó con los retrocesos de los índices ISM en los sectores manufacturero y servicios.

Datos de empleo débiles en mayo; los ratios de participación siguen subiendo

Los datos de empleo en EEUU fueron peores de lo previsto, con una creación de empleo muy débil en mayo. Ese mes, se crearon 78.000 nuevos puestos de trabajo no agrícolas (previstos 178.000) y se revisaron los datos de marzo (de 146.000 a 122.000). La tasa de desempleo caía hasta el 5,1% desde el 5,2% en abril, (previsto 5,2%). El ratio de participación volvía a subir en mayo, desde el 66,0% en el mes anterior hasta el 66,1% y parece que la tendencia bajista de los últimos años está rozando su fin. De ser así, esto supondría una creación de empleo muy fuerte a corto plazo para tratar de evitar un crecimiento de la tasa de desempleo.

La Fed podría introducir una pausa en su política monetaria en el 2S05E

Tras un informe muy positivo sobre empleo publicado hace un mes, los últimos datos son claramente débiles y contrarrestan, en parte, la fortaleza del mes anterior. En cualquier caso, las futuras implicaciones en la política de la Reserva Federal podrían ser notables en tanto en cuanto crece la probabilidad de una pausa en la subida de los tipos de interés en el 2S05E. Para finales de junio, apostamos por una subida de 25 puntos básicos. Mantenemos nuestra previsión de que los tipos de interés terminarán el año en el 3,5%.

El número total de horas trabajadas en el sector privado se mantuvo sin cambios y los datos de abril se revisaron a la baja. El total de horas trabajadas a la semana en el sector privado aumentó ligeramente (0,1% intermensual) y los datos del mes anterior se revisaron a la baja hasta el +0,6% intermensual desde el +0,9% intermensual anterior. Estas revisiones y los datos de actividad publicados para mayo apuntan a una desaceleración de la actividad a corto plazo, puesto que las compañías tienen que ajustar inventarios.



La subida de salarios no supone un problema para la inflación

La media de ingresos por hora subió un escaso 0,2% intermensual, una subida del 2,6% interanual. Los componentes de sueldos y salarios de ingresos personales se han acelerado ligeramente en el 2T05E, aunque tenemos nuestras dudas sobre la sostenibilidad de este aumento de los ingresos en los próximos meses. En cualquier caso, estas tasas de crecimiento de los salarios no habrían de representar un riesgo para la inflación en el futuro.

Revisión al alza de la productividad y los costes laborales unitarios

La productividad creció en línea con las expectativas en el 1T05 gracias a la revisión al alza del PIB del 3,1% al 3,5%. Por el contrario, los costes laborales unitarios subieron más de lo previsto hasta el 3,3%, debido a la revisión al alza de los sueldos y salarios en el 1T05 de hace unas semanas. Este incremento de los costes laborales unitarios añadirá presión a la inflación a corto plazo, aunque a medio plazo no creemos que los precios representen un problema. Por otro lado, el incremento de los costes laborales unitarios es una noticia negativa para los márgenes de las compañías y, por lo tanto, para los beneficios.

El ISM manufacturero caía más de lo previsto en mayo, con el índice general en 51,4 puntos básicos y el índice de empleo por debajo del límite de 50 puntos básicos. Por lo tanto, el empleo ya se encuentra en terreno de contracción. Según los economistas del ISM, el índice general caerá probablemente por debajo del nivel de 50 puntos básicos en los próximos meses. La desaceleración de la actividad y de la economía ya es un hecho. También el ISM para el sector servicios retrocedía respecto a los niveles del mes anterior, aunque se mantiene en niveles relativamente altos.

Los indicadores de confianza muestran comportamientos dispares

Por último, la confianza del consumidor avanzaba de manera significativa en mayo, recuperando parte de las pérdidas del mes anterior y volviendo a los niveles de marzo. Esta recuperación ha estado condicionada por los índices de situación actual y de expectativas. Los datos de empleo han sido mixtos, con avance del índice de abundancia de empleo y retroceso del índice de escasez de empleo. Creemos que la confianza del consumidor podría seguir bajo presión en los próximos meses.

ESTA SEMANA

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	
6-Junio	Lunes	Alemania	Pedidos de fábrica (m/a)	Abr	2,1 / -3,1 r	-0,6 / 1,7	
7-Junio	8:45	Francia	Déficit presupuestario (miles mn €)	Abr	-24,8	-	
Martes	12:00	Alemania	Producción industrial (m/a)	Abr	-0,3 / 2,1	0,5 / 1,6	
	21:00	EEUU	Crédito al consumo (miles mn US\$)	Abr	5,5	7,0	
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	5-Jun	-13	-	
8-Junio	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	3-Jun	-2,8	-	
Miércoles	16:00	EEUU	Inventarios al por mayor	Abr	0,4	0,4	
	9-Junio	8:00	Alemania	Saldo balanza por cuenta corriente (miles mn €)	Abr	12,0	9,0
Jueves	8:00	Alemania	Balanza comercial (miles mn €)	Abr	16,3	15,1	
	8:00	Alemania	Importaciones (m)	Abr	-1,3 r	2,5	
	8:00	Alemania	Exportaciones (m)	Abr	2,0 r	0,7	
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	4-Jun	350.000	348.000	
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	28-May	2.620.000k	-	
	16:00	EEUU	Discurso de entrada en Comité Econ. de Greenspan	-	-	-	
	10-Junio	8:45	Francia	Balanza comercial (mn €)	Abr	-2,379	-
	Viernes	8:45	Francia	Producción industrial (m/a)	Abr	-0,5 / -0,5	-0,3 / -0,2
8:45		Francia	Producción manufacturas (m/a)	Abr	-0,9 / -0,4	-0,1 / -0,6	
10:00		Italia	PIB (t/a)	1T	-0,4 / 0,8	-0,5 / -0,2	
11:00		Zona euro	Saldo balanza por cuenta corriente (t) (miles mn €)	1T	14,3	-	
12:00		Zona euro	Indicadores adelantados de OCDE	Abr	105,3	-	
14:30		EEUU	Balanza comercial (miles mn US\$)	Abr	-55,0	-57,5	
14:30		EEUU	IPI (m/a)	May	0,8 / 8,1	-02 / n.d.	
20:30		EEUU	Avance del presupuesto mensual (miles mn US\$)	May	-62,5	-46,0	

(m) % intermensual; (a) % interanual; (t) % intertrimestral; (mn) millones; (R) revisado; (F) final; (P) preliminar; desest. (desestacionalizada); (1) primera publicación; (2) segunda publicación.

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

ASUNTOS A TENER EN CUENTA

En EEUU: (1) los inventarios al por mayor podrían subir un 0,4% en abril; (2) el déficit de la balanza comercial podría volver a incrementarse en abril; (3) los precios de importación podrían bajar ligeramente en mayo; (4) el crédito al consumo podría subir en abril; y (5) discurso de Greenspan ante el Joint Economic Committee.

En la zona euro: (1) La producción industrial de marzo en Alemania podría superar las expectativas, en línea con los datos de pedidos del mes anterior; (2) el superávit de la balanza comercial en Alemania podría retroceder ligeramente en abril; (3) la producción industrial en Francia podría volver a ser negativa en abril; (4) se espera que el PIB en Italia caiga un 0,5% intertrimestral en el 1T05E; y (5) los pedidos de fábrica en Alemania podrían ser ligeramente negativos en abril tras la fortaleza de los datos del mes anterior.



TIPOS Y DIVISAS

- El euro sigue perdiendo terreno frente al dólar. En nuestra opinión, el proceso de fortalecimiento iniciado por el dólar frente al euro, lejos de acabar, seguirá en los próximos meses. No obstante, nuestras previsiones apuntan a un cambio de 1,23 US\$/€ a finales de año.
- Para 2006P, esperamos que el “billete verde” se siga recuperando frente al euro y se acerque a 1,15 US\$/€ a finales de año. Por tanto, insistimos en nuestra recomendación de adoptar posiciones largas en el dólar frente a la moneda de la zona euro.

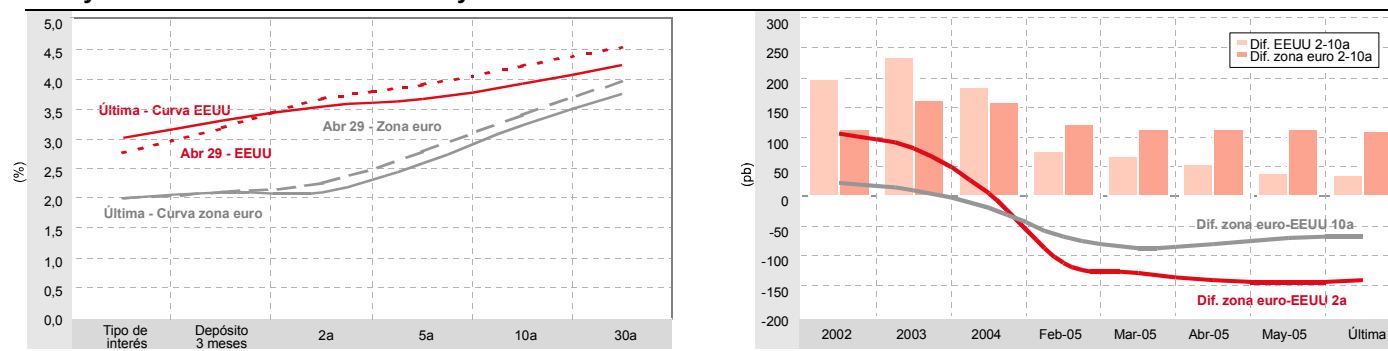
EEUU y zona euro – Tipos de interés y divisas

		Anual ¹		Trimestral ¹				Mensual				Semanal				
		2001	2002	2003	Jun-04	Sep-04	Dic-04	Mar-05	Feb-05	Mar-05	Abr-05	May-05	20-May	27-May	03-Jun	Última ²
Tipos interés corto plazo																
	Tipo intervención BCE	3,2	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,00	2,00	2,00	2,00
	Fondos de la Fed	1,7	1,1	1,4	1,1	1,5	2,0	2,5	2,5	2,8	3,0	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
	Euribor 3 meses	3,3	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,11	2,11	2,10	2,10	2,10
	Dep. 3 meses EEUU	1,7	1,1	1,6	1,3	1,8	2,3	2,9	2,9	3,1	3,2	3,3	3,25	3,28	3,31	3,31
Tipos inter. largo plazo																
Zona euro	2 años	3,6	2,5	2,5	2,6	2,5	2,4	2,5	2,5	2,5	2,2	2,1	2,27	2,17	2,10	2,10
	5 años	4,2	3,3	3,3	3,5	3,4	3,1	3,0	3,1	3,1	2,8	2,6	2,78	2,68	2,58	2,58
	10 años	4,8	4,1	4,1	4,3	4,1	3,8	3,6	3,7	3,6	3,4	3,3	3,38	3,33	3,22	3,22
	30 años	5,2	4,8	4,7	4,9	4,7	4,4	4,1	4,2	4,1	3,9	3,8	3,83	3,86	3,75	3,75
EEUU	2 años	2,5	1,6	2,4	2,5	2,6	2,9	3,5	3,6	3,8	3,6	3,6	3,66	3,64	3,52	3,52
	5 años	3,7	2,9	3,4	3,7	3,5	3,5	4,0	4,0	4,2	3,9	3,7	3,87	3,81	3,66	3,65
	10 años	4,5	4,0	4,2	4,6	4,2	4,2	4,3	4,4	4,5	4,2	4,0	4,12	4,07	3,90	3,90
	30 años	5,3	4,9	5,0	5,3	5,0	4,9	4,7	4,7	4,8	4,5	4,3	4,44	4,43	4,23	4,23
Diferencial																
Dif. zona euro	3 m-30 a	195	257	265	287	262	228	199	205	198	183	170	173	176	165	165
	2 a-10 a	115	164	160	171	154	136	117	122	113	114	114	111	116	112	112
Dif. EEUU	3 m-30 a	354	376	338	399	321	254	180	184	168	135	102	119	115	93	93
	2 a-10 a	198	235	184	207	168	133	78	78	71	55	41	46	43	38	37
Dif. zona euro-EEUU	Int.	154	115	60	92	50	0	-50	-50	-75	-75	-100	-100	-100	-100	-100
	2 a	107	82	5	6	-2	-45	-109	-112	-129	-140	-144	-139	-147	-142	-142
	10 a	24	11	-20	-30	-16	-42	-71	-67	-86	-81	-71	-74	-74	-68	-68
Divisas																
	€/US\$	0,95	1,14	1,25	1,21	1,22	1,32	1,31	1,325	1,297	1,290	1,234	1,255	1,259	1,228	1,228
	€/¥	118	132	134	133	135	137	137	138	139	135	134	136	136	132	132
	US\$/¥	125	116	107	110	110	104	105	105	107	105	109	108	108	108	108

(1) Las cifras representan la media del periodo. (2) Última: 3 de junio de 2005.

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

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



Fuente: Bloomberg.

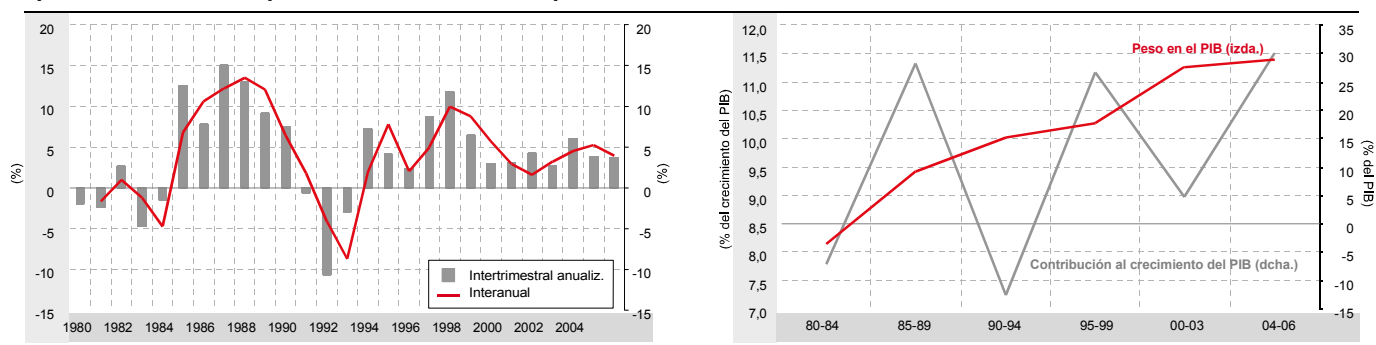
RINCÓN MACRO: BIENES DE CAPITAL EN ESPAÑA

La inversión en bienes de capital ha sido uno de los componentes del PIB de menor fuerza en los últimos años. Pese a que la economía española ha registrado tasas de crecimiento relativamente fuertes, la inversión empresarial en bienes de capital ha caído en los últimos años. Sin embargo, la tendencia negativa registrada en 2001 y 2003 parece haber cambiado, y los años 2004 y 2005 han mostrado un comportamiento más positivo. En este “Rincón macro” nos detenemos en la evolución de la inversión empresarial en bienes de capital en el pasado más reciente y tratamos de valorar cuál podría ser la evolución en el futuro más inmediato.

Una inversión empresarial en bienes de capital deprimida hasta el momento

La inversión empresarial en bienes de capital ha sido muy pobre en los últimos años. Entre 2000 y 2003, su contribución al crecimiento del PIB fue bastante modesta, con un escaso 4,8% en ese periodo, cuando su peso en el PIB era del 11,2%. Como muestran los gráficos, nuestras estimaciones apuntan a un fuerte incremento de la contribución de la inversión empresarial en bienes de capital al crecimiento del PIB tanto en 2005E como en 2006P. No obstante, la reciente publicación de ciertos datos económicos podría poner en peligro estas previsiones.

España – Inversión empresarial en bienes de capital, 1980-2006P

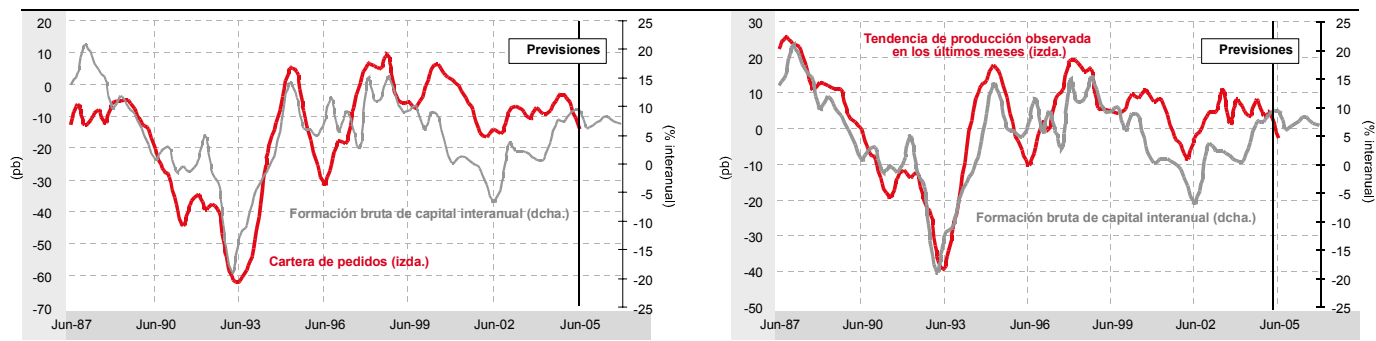


Fuentes: Datastream y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

¿Qué dicen los indicadores adelantados?

Los indicadores de confianza empresarial han mostrado una evolución negativa en los últimos meses, interrumpiendo la tendencia al alza registrada hasta el momento. En este sentido, los índices de la Comisión Europea para la confianza industrial en España han sufrido cierta caída: (1) la confianza industrial baja; (2) las expectativas de producción se mantienen relativamente bien, aunque los pedidos se reducen tanto para bienes en general como para exportaciones; (3) los inventarios crecen, limitando los niveles de producción futuros, y la tendencia de producción observada en los últimos meses se reduce.

España – Inversión empresarial en bienes de capital frente a índices de la Comisión Europea, 1987-2006P

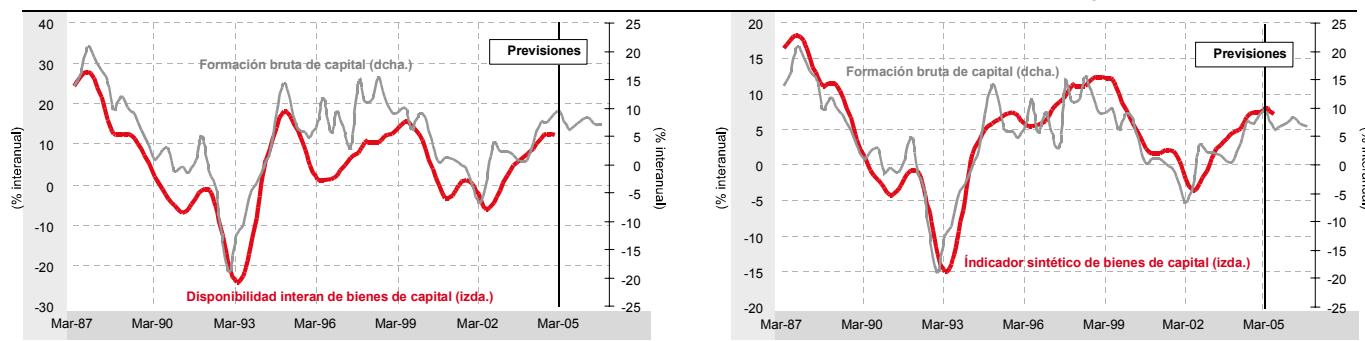


Fuentes: Datastream y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.



Los indicadores elaborados por el Ministerio de Economía hablan igualmente de desaceleración o, al menos, de una pausa en la recuperación de la inversión. Los indicadores sintéticos sobre la disponibilidad de los bienes de capital en el país, la demanda de bienes de capital y la actividad general parecen haber alcanzado sus niveles máximos, y se espera que el siguiente movimiento sea a la baja.

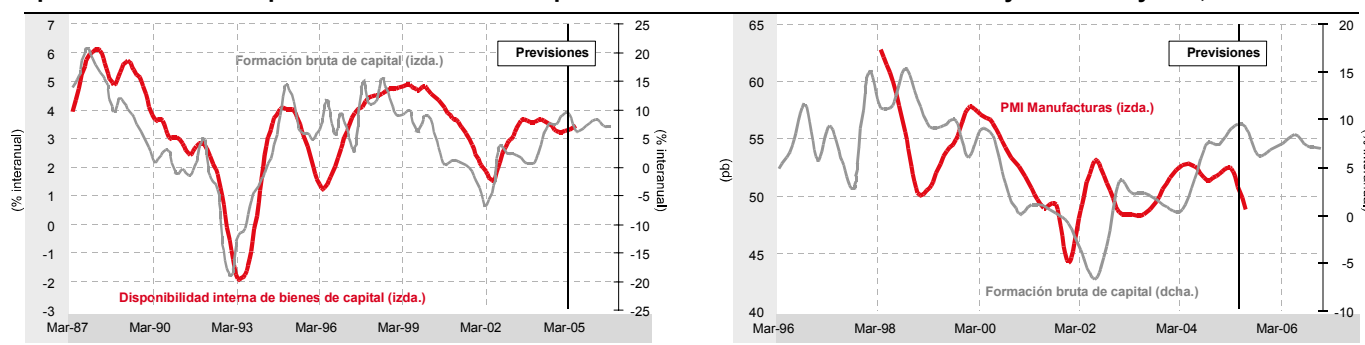
España – Inversión empresarial en bienes de capital frente a datos del Ministerio de Economía y Hacienda, 1987-2006P



Fuentes: Datastream y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

El índice manufacturero PMI español también registraba una fuerte caída, tras bajar hasta 48,5 en mayo, su nivel más bajo desde julio de 2003 (48,4). Por lo tanto, el sector manufacturero ya se encuentra en terreno de contracción.

España – Inversión empresarial en bienes de capital frente a datos del M. de Economía y Hacienda y PMI, 1987-2006P



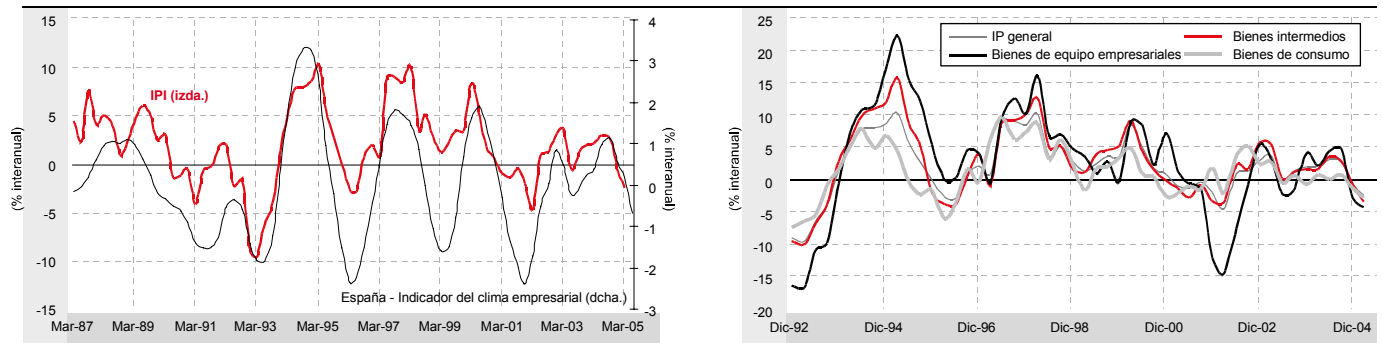
Fuentes: Datastream y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

Prácticamente todos los indicadores adelantados para la inversión empresarial en bienes de capital apuntan a la baja o, en el mejor de los casos, han alcanzado su máximo en los últimos meses y ahora están estables, lo que se ha dejado sentir en los datos de actividad de los últimos meses.

Desaceleración de la producción industrial

En línea con la evolución de los indicadores empresariales adelantados mencionados en el punto anterior, la producción industrial muestra una clara desaceleración. En términos anuales, la producción industrial ha perdido un 2,4% interanual en el 1T05. El sector de la energía sigue mostrando fuertes tasas de crecimiento, pero el resto de los sectores son mucho más débiles. La producción de bienes intermedios caía un 4,2% interanual en el 1T05, mientras que la producción de sector de equipamiento empresarial perdía un 4,2% interanual. La producción de bienes de consumo se dejaba un 2,8% interanual en el 1T05. En cualquier caso, conviene destacar que el peso del sector energético en la industria es muy reducido (12,9% del total).

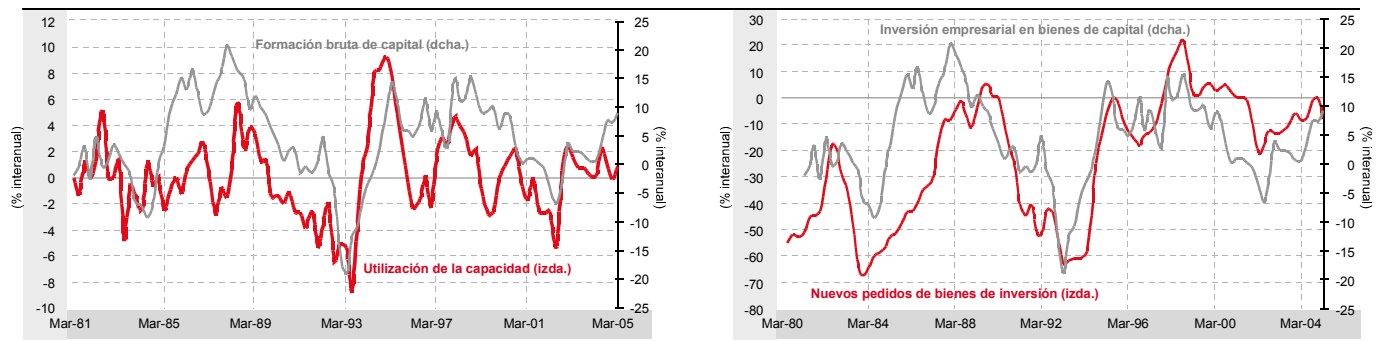
España – Producción industrial, 1987-2006P



Fuentes: Datastream y Santander Investment Bolsa.

Además, disminuyen los pedidos para la industria en conjunto y para los bienes de inversión, por lo que la utilización de la capacidad productiva podría desacelerarse a corto plazo, en línea con el descenso de los pedidos y la consiguiente desaceleración o caída de la producción industrial.

España – Pedidos y utilización de la capacidad productiva, 1980-2006P



Fuentes: Datastream y Santander Investment Bolsa.

Las condiciones financieras siguen siendo bastante expansivas y los beneficios crecen

En el lado positivo, España sigue ofreciendo unas condiciones financieras muy expansivas: (1) los tipos de interés a corto plazo son negativos (-1,1% si tenemos en cuenta la tasa de inflación de mayo, que fue del 3,1%); (2) los tipos de interés a largo plazo también están en niveles muy bajos (3,2%), cercanos al 0% en términos reales; (3) las condiciones para la concesión de créditos son muy favorables, y los bancos tratan de diversificar sus negocios incrementando el volumen de préstamos a las PYMEs; (4) la tasa de deuda empresarial se encuentra en niveles mínimos, lo que permite a las empresas obtener dinero barato en el mercado; (5) los beneficios empresariales son altos, con los *gaps* de financiación reducidos. Es decir, las compañías pueden financiar sus inversiones con la generación de flujo de caja, sin necesidad de salir al mercado para buscar dinero.

En resumen

La inversión empresarial en bienes de capital ha crecido de forma significativa en España en los últimos trimestres, tras la debilidad registrada en el periodo 2001-03. Hace algunos trimestres, todos los indicadores apuntaban claramente a una notable mejora de la inversión empresarial en bienes de capital. Sin embargo, en nuestra opinión, la evolución de los indicadores empresariales adelantados y el comportamiento de la producción industrial en los últimos meses han cambiado ligeramente. Mantenemos nuestras expectativas de crecimiento de la inversión empresarial en bienes de capital en España durante 2005E y 2006P. Sin embargo, los riesgos en estos momentos son a la baja.



ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

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

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

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

Datos financieros*	2002	2003	2004	2005E	Cons.	2006P	Cons.
Tipos intervención							
Zona euro	2,75 (3,21)	2,00 (2,25)	2,00 (2,00)	2,25 (2,06)	2,75	3,25 (2,88)	3,50
EEUU	1,25 (1,67)	1,00 (1,10)	2,25 (1,40)	3,50 (2,63)	3,50	4,25 (4,13)	–
Tipos 3 meses							
Zona euro	2,86 (3,26)	2,11 (2,26)	2,13 (2,08)	2,50 (2,23)	2,40	3,65 (3,18)	3,02
EEUU	1,29 (1,72)	1,09 (1,14)	2,52 (1,56)	3,74 (2,93)	3,50	4,05 (4,15)	–
Bono 2 años							
Zona euro	2,72 (3,62)	2,61 (2,46)	2,48 (2,48)	3,25 (2,83)	–	4,35 (3,93)	–
EEUU	1,60 (2,55)	1,82 (1,64)	3,06 (2,36)	4,50 (3,59)	–	3,75 (3,99)	–
Bono 10 años							
Zona euro	4,20 (4,77)	4,29 (4,09)	3,68 (4,06)	4,20 (4,05)	4,09	4,90 (4,60)	4,50
EEUU	3,82 (4,53)	4,25 (3,99)	4,22 (4,25)	5,15 (4,60)	5,10	5,00 (4,18)	5,50
Tipo de cambio							
Euro-dólar	1,05 (0,95)	1,26 (1,14)	1,36 (1,24)	1,23 (1,22)	1,339	1,15 (1,18)	1,336

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

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

APÉNDICE 1

Resumen de indicadores de la zona euro, 2001-1T05

PIB y sus componentes	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas					
	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	4T03	1T04	2T04	3T04	4T04	1T05
Consumo privado	0,9	1,1	1,2	1,1	1,0	1,6	1,3	0,4	2,1	0,4	1,3	2,5	1,1
Gasto público	2,6	1,3	2,6	2,7	2,9	2,1	1,6	4,4	1,1	2,8	3,5	1,0	-0,7
F. B. capital fijo	-2,3	0,4	1,4	1,6	1,8	1,2	1,0	5,7	-1,9	1,7	1,9	3,1	-2,8
Var. existencias (contrib.)	0,0	-0,4	-0,1	-0,2	0,7	0,1	0,2	1,4	-0,3	0,2	1,3	-0,7	0
Demanda interna	0,3	1,4	1,7	1,4	2,3	1,7	1,5	3,8	0,7	1,3	3,3	1,6	-0,2
Exportaciones	2,1	0,6	5,7	7,8	6,2	5,5	4,2	3,6	6,1	11,3	3,9	1,0	0,9
Importaciones	0,5	2,5	5,8	6,3	7,8	6,4	4,8	9,0	1,3	11,2	9,8	3,6	-4,4
Aportac. sector Exterior	0,6	-0,7	0,1	0,7	-0,5	-0,2	-0,2	-1,9	1,9	0,3	-2,1	-1,0	2,2
PIB	1,0	0,7	1,7	2,1	1,8	1,5	1,3	1,9	2,6	1,7	1,1	0,6	2,0
PIB nom. (EUR mds)	7139,2	7334,0	7598,1										
Indicadores de actividad	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Producción industrial (IPI)	-0,3	0,2	2,2	3,2	2,9	1,2	-0,2	2,8	2,1	-1,0	-1,4	-	-
-sin construcción	-0,5	0,3	2,0	3,0	2,8	1,1	0,7	1,2	2,0	0,4	-0,2	-	-
Producción manufacturera	-0,8	0,0	1,9	3,2	2,8	0,7	0,6	0,8	2,4	0,1	-0,7	-	-
Ventas al por menor	0,1	0,3	0,1	-0,1	0,0	0,2	0,6	0,5	-0,5	0,9	1,4	-0,9	-
Nuevas matriculaciones	-2,4	-1,3	1,6	3,5	-1,2	2,3	-1,6	2,9	3,2	-3,5	-4,3	-	-
Utilización capacidad prod.	81,2	81,1	81,6	81,1	82,0	82,1	81,9						
Indicadores de confianza	Media anual			Media trimestral				Índice					
	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Clima económico	94,4	93,4	100,0	99,9	100,6	100,9	99,0	100,2	100,8	98,8	97,5	96,5	96,1
Clima empresarial	-0,53	-0,43	0,33	0,34	0,52	0,46	0,17	0,44	0,40	0,21	-0,09	-0,28	-0,37
Confianza industria	-11	-11	-5	-5	-4	-3	-6	-4	-5	-6	-8	-9	-11
Confianza construcción	-19	-20	-16	-16	-15	-14	-13	-13	-13	-14	-13	-14	-13
Confianza comercio minorista	-17	-11	-8	-8	-8	-8	-8	-7	-6	-8	-10	-8	-8
Confianza servicios	1	2	12	12	12	11	11	10	13	10	9	8	10
Confianza consumidores	-11	-18	-14	-14	-14	-13	-13	-13	-13	-13	-14	-13	-15
PMI	48	50	49	52,8	54,4	53,9	51,4	51,4	51,9	51,9	50,4	49,2	48,7
- Producción	49	52	51	53,9	56,0	55,9	52,3	52,4	53,3	53,4	51,6	50,3	50,0
- Nuevos pedidos	47	51	50	55,0	56,1	55,2	51,3	51,6	52,9	52,8	50,4	48,2	48,5
- Empleo	49	47	47	48,4	48,9	49,5	48,4	48,3	48,1	49,3	48,8	47,6	47,5
- Existencias	47	46	46	46,9	48,4	49,2	49,5	50,1	49,4	49,6	48,5	48,1	46,7
- Tiempos de entrega proveedores	53	50	50	45,0	40,4	43,1	44,6	45,4	46,1	47,5	48,3	49,2	50,0
- Precios	48	52	52	59,8	70,7	69,4	72,8	69,9	69,1	64,8	59,8	57,2	50,7
Precios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
IPC	2,3	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3	2,0	0,3	-0,6	0,3	0,8	0,4	-
Infl. subyacente	2,4	1,8	1,8	1,9	1,8	1,8	1,5	0,5	-1,0	0,2	0,7	0,3	-
PPI (excl. construcción)	-0,1	1,4	2,3	2,0	3,1	3,8	4,1	-0,2	0,7	0,4	0,7	0,4	-
Deflactor PIB	2,5	2,1	1,9	2,2	1,8	1,8	-						
Deflactor de la demanda interna	2,2	1,9	2,1	2,4	2,1	2,3	-						
Costes y salarios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Coste laboral unitario	2,2	2,1	0,9	0,8	0,5	1,1	-						
Remuneración asalariado	2,6	2,4	2,2	2,5	1,8	2,0	-						
Productividad	0,4	0,4	1,3	1,8	1,3	0,9	-						
Mercado de trabajo	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Tasa de desempleo	8,3	8,7	8,9	8,9	8,8	8,8	8,9	8,8	8,8	8,9	8,9	8,9	-
Sec. monetario y financiero	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
M3	6,6	6,4	6,3	5,2	6,0	6,3	6,5	0,7	0,6	0,5	0,3	0,8	-
M3 Media móvil 3m	7,1	7,0	6,5	5,2	5,8	6,5	6,6	6,5	6,7	6,6	6,6	-	-
Préstamos al sector privado	4,0	4,7	6,4	5,5	5,8	6,4	7,0	0,6	0,5	0,3	0,7	0,6	-
Datos financ. (tasas inter.)	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Tipo efectivo €	3,0	11,4	4,0	1,2	2,7	3,7	0,8	3,3	0,3	-0,3	2,4	3,3	-
Tipo efectivo real € (CPI)	4,1	12,6	4,1	1,6	2,8	3,3	1,0	2,9	0,5	-0,2	2,7	3,6	-
Tipo efectivo real € (PPI)	3,9	11,2	3,1	0,5	2,2	2,6	0,7	2,3	0,1	-0,3	2,3	3,5	-
Tipo efectivo real € (ULC)	2,8	12,8	3,8	1,0	1,6	2,5	-						
Sector exterior	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Saldo cta. corriente (% PIB)	0,9	0,3	0,6	0,2	0,6	0,7	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
EUR Mds	65	20	45	47	45	45	34	45	36	39	34	-	-
EUR Mds	65	20	45	47	45	45	34	45	36	39	34	-	-
EUR Mds	65	20	45	47	45	45	34	45	36	39	34	-	-
Total recursos	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Total recursos	47,1	47,7	46,9	46,5	47,3	47,6	47,1	47,6	47,3	46,6	46,0	46,2	45,7
Total empleos	52	53,1	52,1	51,6	51,6	50,2	49,4	48,9	48,3	48,4	48,5	49,0	48,5
Déficit/Superávit	-5,0	-5,9	-5,2	-5,1	-4,3	-2,6	-2,3	-1,3	-1,0	-1,8	-2,5	-2,9	-2,7

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



APÉNDICE 2

ESTADOS UNIDOS: Indicadores, 2001-1T05

PIB y sus componentes	2003	2004	Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas			
			2T04	3T04	4T04	1T05	2T04	3T04	4T04	1T05
Consumo privado	3,3	3,8	3,6	3,6	3,8	3,6	1,6	5,1	4,2	3,6
Gasto e inv. públicos	2,8	2,0	1,6	1,8	1,6	0,9	2,2	0,7	0,8	-0,2
Inversión privada	4,4	13,2	16,8	11,7	11,6	11,0	19,0	2,4	13,3	10,0
- Equipo	6,4	13,6	13,9	12,9	14,5	13,8	14,2	17,5	18,4	5,6
- Construcción	3,7	7,0	9,3	5,9	4,5	5,5	13,5	0,8	3,0	5,1
Demanda interna	3,4	4,8	5,1	4,5	4,6	4,3	4,2	3,9	5,0	4,0
Exportaciones	1,9	8,6	10,8	9,4	5,9	5,9	7,3	6,0	3,2	7,2
Importaciones	4,4	9,9	10,7	11,1	9,8	9,4	12,6	4,6	11,4	9,1
PIB	3,0	4,4	4,8	4,0	3,9	3,7	3,3	4,0	3,8	3,5
PIB nominal (M.M. \$)	11004	11735								
Actividad general	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Indicador adelantado	4,2	2,4	1,3	0,1	1,3	0,7	0,5	-0,9	-1,1	-
Indicador coincidente	2,7	2,6	2,9	2,6	3,5	2,9	2,7	2,4	2,3	-
Ratio existencias/Ventas	1,23	1,24	1,23	1,25	1,23	1,23	1,26	1,25	1,24	-
Producción industrial	4,9	4,6	4,3	3,8	4,4	4,0	3,4	3,9	3,1	-
Utilización capacidad (1)	77,8	78,0	79,3	79,4	79,3	79,1	79,4	79,4	79,2	-
Índice ISM	27,2	10,5	-4,8	-10,8	-7,7	-10,2	-11,0	-11,4	-14,5	-17,9
Índice ISM (1)	61,2	59,1	57,3	55,2	57,3	56,4	55,3	55,2	53,3	51,4
Consumo privado	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Ganancia real por hora	-0,6	-0,4	-0,8	-0,4	-0,7	-0,4	-0,4	-0,5	-1,0	-
Ventas al por menor	7,5	6,3	8,3	7,3	8,9	8,0	8,0	6,0	8,6	-
-sin autos	9,1	7,6	8,9	7,9	8,9	8,2	8,7	6,8	8,1	-
Gastos de consumo	3,6	3,6	3,8	3,6	3,9	3,5	3,5	3,9	4,1	-
Confianza consumidores (1)	102,8	96,7	102,7	103,0	102,7	105,1	104,4	103,0	97,5	102,2
Expectativas consumidor (1)	100,8	97,7	100,7	93,7	100,7	100,4	96,1	93,7	86,7	92,5
Tasa de ahorro familiar (1)	1,5	0,5	4,5	0,5	4,5	1,2	0,9	0,5	0,4	-
Crédito al consumo	4,1	4,1	4,5	4,2	4,5	4,2	4,4	4,2	-	-
Inversión en equipo	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Nuevos pedidos	13,1	11,7	10,3	8,3	10,2	11,1	9,3	4,7	6,8	-
-ex autos	14,2	12,4	12,0	10,6	11,7	11,9	11,9	8,2	8,3	-
Pedidos b. capital sin def. y aviones	12,3	12,1	11,4	11,9	10,6	14,0	12,9	8,9	8,4	-
ISM: Producción	25,5	6,5	-12,3	-14,4	-17,7	-16,2	-12,8	-14,1	-14,7	-15,7
ISM: Nuevos pedidos	24,8	2,7	-10,6	-15,9	-8,4	-18,4	-16,7	-12,6	-18,4	-19,1
	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04	3T04	4T04	1T05
Benef. después de impuestos	31,8	14,3	6,7	9,8	14,7	17,2	19,5	5,8	6,8	36,7
Construcción	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Viviendas iniciadas	9,7	4,5	-3,1	8,1	-0,3	13,5	20,3	-8,5	3,6	-
Ventas nuevas viviendas	10,0	-0,4	10,8	5,5	10,5	3,4	8,5	4,8	13,3	-
Gastos de construcción	10,2	9,6	8,6	9,9	9,3	10,1	10,8	9,0	8,2	-
Permisos de construcción	12,7	6,9	5,9	4,0	4,7	8,8	5,5	-2,1	3,8	-
Empleo y salarios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Población activa	0,3	0,8	0,8	1,0	1,0	0,8	1,1	1,0	1,3	1,4
Empleo total	0,9	1,5	1,3	1,4	1,3	1,3	1,3	1,5	1,8	1,9
Tasa de paro (% pob. activa) (1)	5,6	5,4	5,4	5,2	5,4	5,2	5,4	5,2	5,2	5,1
Duración media paro (sem.) (1)	19,8	19,6	19,3	19,5	19,3	19,3	19,1	19,5	19,6	18,8
Jornada media laboral (horas) (1)	33,6	33,8	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7	33,8	33,8
Ganancia media por hora	2,1	2,2	2,5	2,6	2,6	2,7	2,6	2,6	2,7	2,6
	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04	3T04	4T04	1T05
Coste del empleo total	3,5	3,9	3,8	4,0	4,0	3,9	4,0	3,9	3,9	3,4
Precios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Inflación	2,9	2,7	3,3	3,0	3,3	3,0	3,0	3,2	3,5	-
Inflación subyacente	1,8	1,8	2,1	2,3	2,2	2,3	2,4	2,4	2,2	-
Precios producción	4,2	3,5	4,6	4,6	4,2	4,2	4,8	4,9	4,8	-
P. producc sin energía y alim.	1,5	1,6	2,0	2,7	2,3	2,7	2,8	2,6	2,6	-
Precios importación	5,7	7,0	8,5	6,4	6,7	5,7	6,1	7,4	8,1	-
Precios exportación	4,2	4,2	4,2	3,6	4,0	4,0	3,4	3,2	3,1	-
Sector exterior	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Saldo B. bienes y servicios (4)	-538,0	-572,0	-617,0	-652,0	-617	-630	-644	-652	-	-
Saldo B. bienes y servicios (4) % PIB	-4,6	-4,8	-5,1	-5,4						
Saldo Balanza comercial (4)	-623,9	-659,2	-706,6	-745,3	-707	-721	-737	-745	-	-
Saldo Balanza comercial (4) % PIB	-5,4	-5,6	-5,9	-6,1						
Tipo cambio efectivo nominal	-5,9	-7,1	-6,3	-4,4	-6,7	-3,8	-3,4	-6,1	-5,3	-
Política económica	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Oferta monetaria (M2)	4,7	3,6	5,2	5,3	5,7	5,7	5,2	4,9	4,1	-
Tipo fondos federales (1)	1,03	1,62	2,16	2,63	2,16	2,29	2,50	2,63	2,78	3,00
Ingresos federales (3)	550	479	487	452	216	202	101	149	278	-
Gastos federales (3)	576	565	605	628	219	194	215	220	220	-
Déficit público federal (3)	-26	-86	-118	-177	-3	9	-114	-71	58	-

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

Delegaciones internacionales

Madrid

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

Lisboa

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

Londres

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

Nueva York

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

Bogotá

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

Buenos Aires

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

Caracas

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

Lima

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

México

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

Santiago

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

São Paulo

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

Tokio

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

Clave de recomendaciones**Comprar**

Potencial alcista superior al 15%.

Mantener

Potencial alcista del 10%-15%.

Infraponderar

Potencial alcista inferior al 10%.

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

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

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

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

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

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



THE IBERIAN QUANT OBSERVER

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

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

CONTENIDO:

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

I. ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

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

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

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

Datos financieros*	2002	2003	2004	2005E	Cons,	2006P	Cons,
Tipos intervención							
Zona euro	2,75 (3,21)	2,00 (2,25)	2,00 (2,00)	2,25 (2,06)	2,75	3,25 (2,88)	3,50
EEUU	1,25 (1,67)	1,00 (1,10)	2,25 (1,40)	3,50 (2,63)	3,50	4,25 (4,13)	–
Tipos 3 meses							
Zona euro	2,86 (3,26)	2,11 (2,26)	2,13 (2,08)	2,50 (2,23)	2,40	3,65 (3,18)	3,02
EEUU	1,29 (1,72)	1,09 (1,14)	2,52 (1,56)	3,74 (2,93)	3,50	4,05 (4,15)	–
Bono 2 años							
Zona euro	2,72 (3,62)	2,61 (2,46)	2,48 (2,48)	3,25 (2,83)	–	4,35 (3,93)	–
EEUU	1,60 (2,55)	1,82 (1,64)	3,06 (2,36)	4,50 (3,59)	–	3,75 (3,99)	–
Bono 10 años							
Zona euro	4,20 (4,77)	4,29 (4,09)	3,68 (4,06)	4,20 (4,05)	4,09	4,90 (4,60)	4,50
EEUU	3,82 (4,53)	4,25 (3,99)	4,22 (4,25)	5,15 (4,60)	5,10	5,00 (4,18)	5,50
Tipo de cambio							
Euro-dólar	1,05 (0,95)	1,26 (1,14)	1,36 (1,24)	1,23 (1,22)	1,339	1,15 (1,18)	1,336

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

Fuentes: Consensus Forecasts (mayo de 2005), Eurozone Barometer (abril de 2005) y previsiones y estimaciones de Santander Investment Securities y previsiones y estimaciones de Santander Investment Bolsa.



II. MONITOR POR PAÍS Y SECTOR

Múltiplos de valoración

	Cap. bur. (mn €)	PER (x)			TACC (%)	EV/EBITDA (x)			TACC (%)	P/FC (x)			TACC (%)	RpD (%)		P/VC (x)	
		04E	05P	06P	BpA	04E	05P	06P	EBITDA	04E	05P	06P	FCpA	05P	06P	05P	06P
Francia (CAC 40)	885.805	15,2	14,0	12,7	13,1	7,5	7,3	6,8	9,1	10,2	9,1	8,3	9,5	2,9	3,3	2,3	2,1
Alemania (DAX 30)	603.277	15,6	13,8	12,3	23,1	6,3	6,1	5,4	6,7	7,9	7,8	7,0	7,1	2,8	3,2	2,1	1,8
Italia (MIB 30)	473.109	16,8	15,8	14,2	18,7	6,6	6,4	6,2	4,7	7,3	7,1	6,9	4,9	4,4	4,3	2,6	2,4
Portugal (PSI 20)	154	10,1	19,9	10,4	22,2	8,8	7,8	7,3	6,9	5,0	8,9	6,9	-6,7	0,0	0,0	1,9	1,6
España (IBEX35)	412.741	16,0	15,3	12,8	13,4	9,4	7,6	8,1	5,1	8,8	7,8	7,2	5,9	3,3	3,7	3,2	2,8
DJ Stoxx 600	6.628.520	16,7	15,2	13,5	13,5	6,7	6,5	6,9	9,0	9,2	8,3	7,5	5,6	3,2	3,5	3,1	2,9
DJ Stoxx 50	2.824.585	15,5	13,9	12,9	12,5	7,9	7,9	7,3	7,3	11,0	10,1	9,6	8,0	3,4	3,7	2,9	2,6
DJ Euro Stoxx 50	1.903.470	15,0	13,4	12,3	14,8	6,6	6,5	6,1	6,6	8,8	8,1	7,6	8,1	3,6	3,8	2,4	2,2
P. Ibérica Bienes de capital	27.579	9,1	8,6	12,2	29,9	5,5	4,6	5,8	11,8	5,6	5,6	6,8	4,3	3,2	2,8	1,6	1,6
P. Ibérica Construcción	26.160	17,5	15,6	14,0	-14,9	9,8	9,0	8,3	13,3	10,7	9,3	8,3	-11,7	3,2	2,0	2,4	2,2
P. Ibérica B. de consumo	34.640	23,2	20,8	19,2	20,0	10,6	9,5	9,2	11,0	13,5	12,1	11,9	13,8	2,4	2,9	4,5	4,4
P. Ibérica Serv. consumidor	44.861	15,9	14,0	16,1	7,2	10,8	10,0	11,4	2,8	8,7	8,6	9,0	-1,3	2,3	2,1	2,5	2,6
P. Ibérica Financieras	156.188	12,2	9,6	9,0	32,4	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	3,2	3,9	1,1	1,1
P. Ibérica Petróleo y gas	47.121	16,9	14,5	12,4	11,5	6,9	6,9	6,6	6,6	7,2	7,3	6,5	5,2	2,5	2,7	2,1	1,9
P. Ibérica TMTs	135.679	49,4	38,2	28,5	48,9	17,8	15,1	13,3	14,6	23,6	16,4	15,8	18,9	1,3	1,4	9,4	7,9
P. Ibérica Utilities	56.116	15,7	14,2	14,3	6,7	8,4	7,0	7,5	2,6	6,4	7,1	7,9	11,1	4,0	3,9	2,8	3,8
Total P. Ibérica	528.342	17,2	14,4	13,7	20,1	13,2	11,8	12,0	8,1	14,6	13,7	13,9	6,1	2,6	2,8	2,1	2,0

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

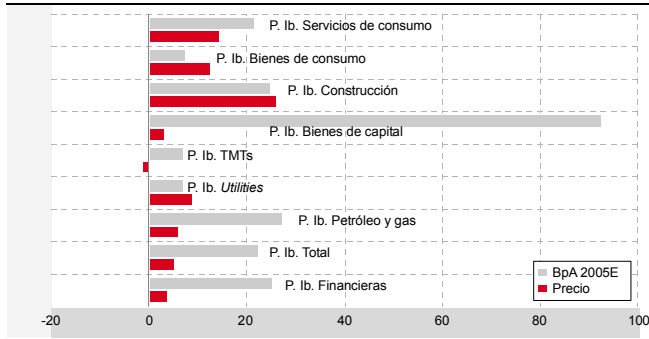
Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

Comportamiento de los mercados (%)

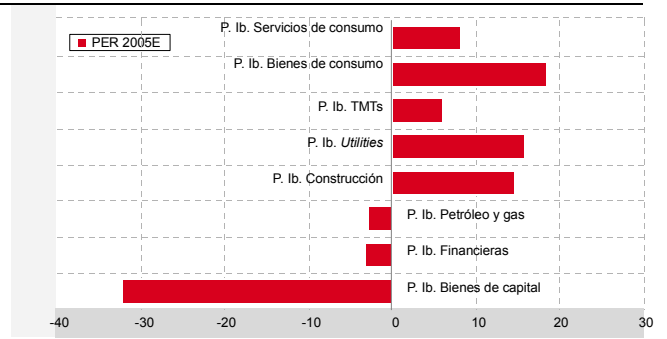
Index	Cierre	Últimos 12M			En el					En el	Desde 12M	
	2-junio	Máx.	Mín.	-1S	-1M	-3M	-6M	-12M	Trim.	Año	Máx.	Mín.
Francia (CAC 40)	4.185	4.198	3.452	1,3	5,8	3,0	10,6	14,5	2,9	9,5	-0,3	21,2
Alemania (DAX 30)	4.543	4.552	3.619	2,2	7,0	3,9	7,9	16,0	4,5	6,7	-0,2	25,5
Italia (MIB 30)	32.168	33.179	26.185	1,2	2,7	0,2	6,7	17,1	-1,1	3,0	-3,0	22,8
Portugal (PSI 20)	7.516	8.107	6.952	-1,2	-2,2	-4,8	1,0	4,1	-3,5	-1,1	-7,3	8,1
España (IBEX35)	9.546	9.648	7.539	1,8	4,1	1,4	8,6	20,8	3,1	5,1	-1,1	26,6
DJ Stoxx 600	271	271	225	1,9	5,1	1,9	8,6	14,2	3,4	8,0	-0,1	20,4
DJ Stoxx 50	2.982	2.988	2.523	1,9	5,0	1,9	7,4	11,3	4,1	7,5	-0,2	18,2
DJ Euro Stoxx 50	3.133	3.140	2.560	1,6	5,8	1,8	7,6	14,5	2,5	6,2	-0,2	22,4
P. Ibérica Bienes de capital	ND	ND	ND	2,5	4,8	-4,2	6,6	18,3	0,0	3,4	-11,1	28,6
P. Ibérica Construcción	ND	ND	ND	2,1	9,2	9,9	35,6	52,8	12,6	25,9	-1,4	58,5
P. Ibérica B. de consumo	ND	ND	ND	2,1	3,8	6,6	16,1	35,6	6,8	12,5	-2,8	40,9
P. Ibérica Serv. consumidor	ND	ND	ND	2,6	7,6	7,3	19,0	39,4	6,7	14,6	-5,3	44,6
P. Ibérica Financieras	ND	ND	ND	1,8	3,3	-1,0	6,4	15,0	1,2	4,0	-4,5	24,1
P. Ibérica Petróleo y gas	ND	ND	ND	0,7	3,8	1,2	10,7	20,7	2,4	6,0	-3,6	25,4
P. Ibérica TMTs	ND	ND	ND	0,3	0,7	-3,4	1,7	12,2	-0,6	-1,5	-9,6	20,5
P. Ibérica Utilities	ND	ND	ND	2,1	3,7	5,8	13,5	22,7	3,9	9,1	-2,7	25,8
Total P. Ibérica	ND	ND	ND	1,5	3,4	0,7	9,0	20,2	2,4	5,4	-5,8	27,5

Fuente: Bloomberg.

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

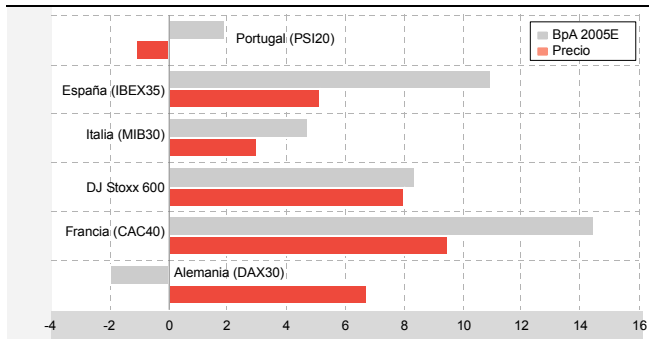


DJ Stoxx 600 – Variación relativa en el PER 2005E por sectores (%)

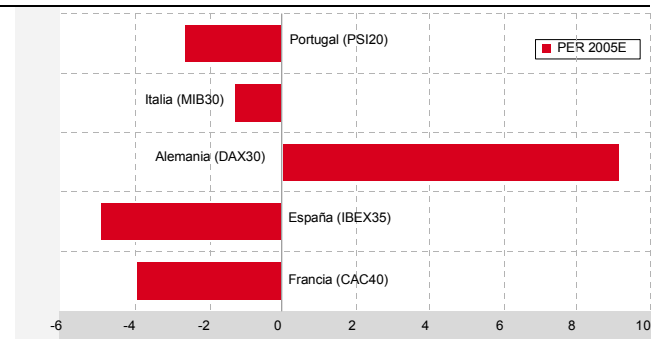


Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

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



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



Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

III. RECOMENDACIONES Y MÚLTIPLOS DE MERCADO

Compañía	País	Moneda	Precio 02/06/05	Cap. burs. (€ mn)	SCH Bolsa Recomen	Precio objet.	Potencial alcista (%)	IBEX 35	PSI 20	Comport. burs. (%)	PER (x)			TACC BpA 03-06P (%)	EV/EBITDA (x)			TACC EBITDA 03-06P (%)			TACC FCpA 03-06P (%)			RpD (%)	P/VC (x)		Compañía			
											Año	04E	05P		06P	04E	05P	06P	04E	05P	06P	04E	05P		06P	05P		06P		
Acerinox	ESP	EUR	11,8	3.100	Infrapond.	12,2	3,6	0,8		2,4	-6,9	-0,3	10,2	8,1	16,1	15,3	6,1	4,8	7,8	16,4	6,1	5,7	8,8	12,3	2,9	2,9	1,5	1,4	Acerinox	
Arcoelor	ESP	EUR	16,3	10.416	Infrapond.	15,2	-6,9	1,7		3,2	7,3	-7,9	4,8	3,1	3,7	66,1	3,8	3,1	3,7	20,5	3,2	3,5	4,0	11,1	3,7	3,7	0,9	0,9	Arcoelor	
Cementos Portland	ESP	EUR	56,0	1.558	Compr.	67,4	20,5			3,2	12,6	16,6	13,4	12,3	11,3	ND	6,5	5,6	5,2	2,4	7,2	3,3	6,9	-0,8	2,9	3,2	1,7	1,5	Cementos Portland	
Cimpor	POR	EUR	4,4	2.943	Mantener	4,9	11,9		3,5	-0,5	1,2	5,5	16,3	14,8	11,0	ND	ND	ND	ND	7,1	6,7	ND	ND	4,4	4,9	2,6	2,6	ND	Cimpor	
Ence	ESP	EUR	22,2	566	Compr.	28,0	26,0			0,7	-4,6	-1,3	13,8	6,3	6,2	29,7	14,5	6,9	5,8	19,7	6,9	4,3	4,2	14,1	3,4	3,1	1,2	1,0	Ence	
Gamesa	ESP	EUR	11,3	2.747	Compr.	12,5	10,7	0,6		3,0	10,1	9,6	12,4	15,8	13,5	0,4	10,0	9,1	8,0	12,4	7,4	7,4	6,6	8,3	2,0	2,4	3,4	2,9	Gamesa	
Tubacex	ESP	EUR	2,9	379	Infrapond.	1,9	-33,3			8,4	15,4	50,8	28,0	18,8	16,4	56,5	11,5	9,8	8,9	26,4	12,8	10,9	9,3	18,0	1,8	2,5	1,9	1,8	Tubacex	
Uralita	ESP	EUR	4,2	822	Compr.	4,7	11,8			3,5	-1,4	11,5	19,0	19,9	17,3	-20,2	6,1	6,0	5,5	1,9	4,9	6,8	6,2	39,4	2,0	2,3	3,6	3,2	Uralita	
Zardoya Otis	ESP	EUR	23,3	5.048	Infrapond.	19,6	-16,0			1,8	13,0	23,6	35,4	35,6	32,3	3,9	23,1	21,0	19,1	1,0	35,1	32,5	29,8	6,1	2,7	3,0	35,3	32,2	Zardoya Otis	
Bienes de capital				27.579						2,5	0,0	3,4	9,1	8,6	12,2	29,9	5,5	4,6	5,8	11,8	5,6	5,6	6,8	4,3	3,2	2,8	1,6	1,6	Bienes de capital	
Acciona	ESP	EUR	73,6	4.674	Compr.	82,0	11,5	1,0		1,5	5,7	13,0	19,1	17,3	14,9	-45,5	8,6	7,6	7,2	25,9	12,3	8,5	7,2	-36,5	2,9	3,4	1,6	1,6	Acciona	
ACS	ESP	EUR	21,9	7.717	Compr.	22,3	ND	2,1		2,9	14,5	30,2	16,8	14,3	12,7	17,3	8,2	7,2	6,4	7,9	13,1	10,2	9,5	-1,4	1,7	2,0	3,0	2,6	ACS	
FCC	ESP	EUR	45,2	5.884	Mantener	ND	ND	1,0		0,1	14,5	27,4	15,2	14,3	13,6	12,0	8,0	7,2	6,5	6,6	8,8	8,7	8,2	18,4	3,6	3,8	2,8	2,4	FCC	
Ferrovial	ESP	EUR	49,9	6.996	Compr.	56,7	13,7	1,5		2,8	2,8	26,9	20,2	18,1	15,9	19,9	13,9	13,3	12,3	16,7	10,9	11,2	9,4	6,4	1,4	1,6	2,8	2,6	Ferrovial	
OHL	ESP	EUR	9,8	877	Infrapond.	9,5	-3,0			6,8	10,9	55,4	15,3	11,6	10,5	19,9	8,4	8,3	7,9	17,6	5,0	4,7	4,1	19,9	2,2	2,4	1,5	1,5	OHL	
Construcción				26.160				5,6	0,0	2,1	12,6	25,9	17,5	15,6	14,0	-14,9	9,8	9,0	8,3	13,3	10,7	9,3	8,3	-11,7	3,2	2,0	2,4	2,2	Construcción	
Aldeasa	ESP	EUR	36,0	756	Infrapond.	34,5	-4,2			-0,1	-1,4	15,8	22,7	20,3	19,3	11,2	10,3	9,6	8,6	8,7	14,1	12,5	11,5	10,7	3,2	3,2	3,7	3,4	Aldeasa	
Altadis	ESP	EUR	35,1	9.933	Infrapond.	30,7	-12,5	2,7		5,0	11,1	4,0	20,0	17,4	15,4	31,1	10,0	8,8	8,2	7,1	12,3	11,3	10,2	21,4	2,9	3,2	6,5	6,3	Altadis	
Barón de Ley	ESP	EUR	39,1	302	Infrapond.	34,4	-12,0			0,0	3,1	2,9	14,0	17,1	16,8	-0,7	9,1	8,5	7,9	9,0	10,9	10,5	10,5	-0,7	0,0	0,0	1,7	1,8	Barón de Ley	
Cortefiel	ESP	EUR	18,7	1.466	En rev.	-	ND			0,4	40,2	61,0	23,2	17,7	15,6	46,3	10,7	8,7	7,8	27,4	12,7	10,4	9,2	25,5	2,3	2,4	3,5	3,1	Cortefiel	
Ebro Puleva	ESP	EUR	14,7	2.257	Compr.	15,9	8,4			0,1	13,2	39,7	18,7	15,9	13,0	19,9	9,1	9,3	7,9	14,4	9,2	7,4	7,3	13,3	2,4	2,6	2,0	1,8	Ebro Puleva	
Faes	ESP	EUR	15,4	858	Infrapond.	11,5	-25,4			-0,1	12,2	27,5	29,6	38,1	35,8	-2,3	23,9	24,8	24,1	-4,1	17,8	21,8	20,9	-3,8	0,0	0,0	5,5	5,2	Faes	
Inditex	ESP	EUR	23,3	14.549	Compr.	27,9	19,3	2,4		1,5	1,2	7,6	23,2	20,1	17,5	23,0	11,3	9,8	8,4	23,4	14,6	12,9	11,2	23,3	2,9	4,2	5,0	4,4	Inditex	
Jerónimo Martins	POR	EUR	11,5	1.444	Infrapond.	11,6	1,1		1,7	-0,5	-2,4	13,2	18,9	19,4	ND	ND	ND	ND	ND	ND	2,1	ND	ND	2,1	ND	4,7	ND	ND	Jerónimo Martins	
Sos Cuétara	ESP	EUR	11,9	1.361	Compr.	17,5	-17,6			0,3	22,1	44,7	10,1	8,7	7,2	26,7	19,7	15,3	13,2	23,7	5,2	4,5	4,0	3,6	0,8	0,8	0,9	0,8	Sos Cuétara	
Viscofán	ESP	EUR	8,3	403	Infrapond.	8,0	-3,0			6,2	8,1	10,7	37,6	53,9	42,9	-14,5	9,5	8,5	7,3	1,4	16,9	15,8	15,4	-6,9	0,8	1,0	1,5	1,5	Viscofán	
Zelitia	ESP	EUR	6,5	1.313	Infrapond.	4,7	-28,9			-0,3	1,2	27,0	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	0,0	4,3	0,0	0,0	Zelitia	
Bienes de consumo				34.640				5,1	1,7	2,1	6,8	12,5	23,2	20,8	19,2	20,0	10,6	9,5	9,2	11,0	13,5	12,1	11,9	13,8	2,4	2,9	4,5	4,4	Bienes de consumo	
NH Hoteles	ESP	EUR	10,5	1.254	Compr.	12,1	15,3	0,3		1,5	5,7	7,5	29,7	30,8	15,2	17,3	10,9	11,7	8,8	12,7	12,1	10,6	8,1	-0,3	1,6	3,3	2,0	1,8	NH Hoteles	
Sol Meliá	ESP	EUR	8,7	1.598	Compr.	10,4	19,7			2,0	-5,6	18,5	26,6	13,8	10,9	56,7	11,1	9,3	7,5	8,5	8,4	6,1	5,4	16,0	1,2	1,4	1,8	1,8	Sol Meliá	
TelePizza	ESP	EUR	1,7	376	Infrapond.	1,4	-19,6			3,1	0,0	12,0	19,5	17,2	16,6	-218,3	9,0	8,3	7,6	4,4	8,7	9,4	9,2	71,2	2,6	2,9	4,3	3,8	TelePizza	
Amadeus	ESP	EUR	7,3	4.330	Infrapond.	7,4	0,5	1,2		0,0	0,4	-3,4	22,3	21,5	18,1	14,6	7,6	7,3	6,1	3,8	10,3	10,1	9,3	0,6	1,4	1,6	4,0	3,4	Amadeus	
Iberia	ESP	EUR	2,5	2.386	Mantener	2,9	12,6	0,6		0,8	-1,9	-0,8	10,8	4,8	28,7	-17,5	11,7	14,2	16,2	-6,3	5,9	4,6	8,6	-9,1	9,9	2,0	1,3	1,2	Iberia	
Logista	ESP	EUR	40,9	1.869	Compr.	47,0	14,9			1,5	2,6	2,5	20,9	19,3	16,6	12,8	13,5	8,7	7,6	17,7	12,1	11,2	10,0	25,4	2,6	3,0	3,9	3,5	Logista	
Alberis	ESP	EUR	16,9	10.395	Infrapond.	16,2	-3,7	2,6		4,9	8,4	16,7	12,3	ND	ND	ND	11,2	10,7	10,2	10,1	10,3	ND	ND	3,1	2,9	ND	ND	2,9	Alberis	
Brisa	POR	EUR	8,4	3.827	Compr.	8,5	17,6		8,2	-0,2	-0,0	-5,0	19,0	19,0	ND	ND	ND	ND	ND	ND	11,3	ND	ND	ND	4,0	ND	ND	ND	2,6	Brisa
Inm. Colonial	ESP	EUR	42,3	2.369	Compr.	41,0	-3,1			-0,1	12,7	42,9	19,9	15,7	15,6	20,7	17,7	14,5	14,5	30,8	6,9	10,3	10,1	27,8	2,5	2,7	2,7	2,5	Inm. Colonial	
Inm. Urbis	ESP	EUR	13,8	1.754	Infrapond.	12,5	-9,1			3,8	18,5	28,7	19,2	14,2	12,5	24,2	14,9	13,4	12,7	21,0	10,5	21,9	11,1	2,9	2,3	2,6	2,3	2,0	Inm. Urbis	
Metrovacesa	ESP	EUR	50,4	3.749	Infrapond.	39,5	-21,6	1,0		8,7	28,3	54,7	15,4	13,3	12,6	13,6	18,2	18,1	16,8	14,0	19,2	11,5	10,9	-1,3	1,9	2,1	3,9	3,2	Metrovacesa	
Sacyr Vallehermoso	ESP	EUR	16,2	4.314	Mantener	14,9	-8,1	0,9		3,4	17,2	33,4	11,5	10,9	12,1	-0,5	16,2	14,9	13,8	15,9	5,6	6,8	7,1	-13,6	2,3	2,1	1,7	1,6	Sacyr Vallehermoso	
Abengoa	ESP	EUR	8,9	805	Compr.	9,9	7,9			0,3	5,2	22,4	15,6	14,5	11,3	14,9	6,3	5,9	4,7	10,5	6,5	4,9	4,4	15,3	1,6	1,7	1,7	1,7	Abengoa	
Agua Barcelona	ESP	EUR	16,5	2.177	Compr.	17,5	1,1			0,9	-1,7	7,3	17,2	13,5	12,3	-0,2	8,7	7,0	6,5	8,7	7,0	6,5	6,7	0,9	2,1	2,2	1,8	1,6	Agua Barcelona	
Prosegur	ESP	EUR	16,8	1.037	Compr.	20,0	19,0			1,																				

IV. MONITOR DE LA TENDENCIA

Comportamiento bursátil 1M (%)			
10 mejores		10 peores	
Cortefiel	29,2	EDP	-1,4
Metrovacesa	24,0	BPI	-1,6
Sacyr Valleherm.	20,7	Telefónica Móv,	-1,8
OHL	16,1	TPI	-2,2
Inm. Urbis	15,8	Prosegur	-2,3
ACS	13,0	Sonae SGPS	-2,5
B. Valencia	11,9	Jerónimo Martins	-2,5
Gamesa	11,7	BES	-3,0
Ebro Puleva	11,0	PT Multimédia	-6,1
Viscofán	10,9	Portugal Telecom	-8,5

Comportamiento bursátil 3M (%)			
10 mejores		10 peores	
Cortefiel	39,2	BES	-4,9
Metrovacesa	36,1	Telefónica Móviles	-6,4
Sos Cuétara	22,5	B. Popular	-6,6
Sacyr Valleherm.	17,5	EDP	-7,1
Unión Fenosa	17,3	TelePizza	-9,2
Tubacex	16,8	Acerinox	-10,1
Jazztel	16,7	Ence	-10,5
Inm. Colonial	16,4	Portugal Telecom	-12,3
B. Guipuzcoano	14,2	PT Multimédia	-12,9
FCC	13,7	Arcelor	-14,6

Comportamiento desde máximo 12M (%)			
10 mejores		10 peores	
Altadis	-0,1	Telefónica Móv,	-13,3
ACS	-0,2	EDP	-13,3
Abertis	-0,3	TelePizza	-13,4
Indra	-0,3	Gamesa	-14,5
Iberdrola	-0,4	Acerinox	-14,9
Unión Fenosa	-0,4	Ence	-15,4
Cortefiel	-0,7	PT Multimédia	-15,4
Abengoa	-0,8	Arcelor	-16,3
Cementos Portl.	-0,9	Portugal Telecom	-18,4
Endesa	-0,9	Jazztel	-24,6

Comportamiento desde mínimo 12M (%)			
10 mejores		10 peores	
Jazztel	425,0	Telefónica Móviles	14,5
Cortefiel	135,4	BPI	14,3
Inm. Colonial	116,5	Cimpor	13,2
Sos Cuétara	103,4	Brisa	13,1
Acelecino	85,7	Acerinox	10,3
Tubacex	83,9	PT Multimédia	5,1
Metrovacesa	81,8	Ence	5,0
B. Guipuzcoano	75,3	EDP	1,5
OHL	66,5	Portugal Telecom	1,4
Antena 3	65,4	BES	0,6

Recomendaciones consenso 3M*			
10 mejores		10 peores	
Jazztel	2,8	Prisa	1,6
OHL	2,8	Enagás	1,5
B. Guipuzcoano	2,8	Inditex	1,5
Metrovacesa	2,7	PT Multimédia	1,5
Faes	2,6	Telefónica	1,4
B. Valencia	2,6	Tubacex	1,4
Sos Cuétara	2,6	Ferrovial	1,3
Abertis	2,5	BPI	1,3
Aldeasa	2,4	Arcelor	1,3
Zeltia	2,4	Sonae SGPS	1,1

Recomendaciones positivas-negativas 3M (x)			
10 mejores		10 peores	
Enagás	13,0	Sos Cuétara	0,2
Prisa	10,0	Bankinter	0,1
Arcelor	9,5	OHL	0,0
Inditex	8,5	Aldeasa	0,0
Endesa	7,0	Abertis	0,0
Iberdrola	6,0	Metrovacesa	0,0
Portugal Telecom	6,0	Faes	0,0
Tubacex	6,0	B. Valencia	0,0
Logista	5,0	B. Guipuzcoano	0,0
Sogecable	4,7	Jazztel	0,0

BpA Consenso/BpA S,I, Bolsa 2005E (%)			
10 mejores		10 peores	
Jerónimo Martins	37,7	Jazztel	-20,9
Logista	29,1	Aguas Barcelona	-21,3
NH Hoteles	27,5	Ence	-24,0
Gamesa	23,6	Sol Meliá	-34,1
Uralita	17,9	Iberia	-45,6
Repsol YPF	17,1	B. Guipuzcoano	-47,6
Portugal Telecom	16,3	BBVA	-57,8
Abengoa	16,2	Sos Cuétara	-77,3
Prosegur	15,8	Sogecable	-78,0
Cimpor	15,4	Terra Lycos	-247,7

Acciones más recomendadas (% de compra)			
10 mejores		10 peores	
Sonae SGPS	100,0	Unión Fenosa	5,3
Arcelor	86,4	Bankinter	4,8
Tubacex	85,7	OHL	0,0
BPI	80,0	Abertis	0,0
Telefónica	78,9	Aldeasa	0,0
Ferrovial	77,8	Metrovacesa	0,0
B. Pastor	75,0	Faes	0,0
Sogecable	73,7	B. Valencia	0,0
PT Multimédia	66,7	B. Guipuzcoano	0,0
Grupo Santander	62,5	Jazztel	0,0

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



V. MONITOR DEL VALOR

PER 2005E (x)			
10 mejores		10 peores	
Viscofán	53,9	OHL	11,6
Faes	38,1	Sacyr Valleherm.	10,9
Zardoya Otis	35,6	Repsol YPF	10,6
NH Hoteles	30,8	Sos Cuétara	8,7
CF Alba	28,0	Acerinox	8,1
PT Multimédia	27,4	Ence	6,3
B. Valencia	26,3	BBVA	5,2
Prisa	23,4	Arcelor	5,2
Indra	23,3	Iberia	4,8
Amadeus	21,5	Jazztel	-8,7

RpD 2005E (%)			
10 mejores		10 peores	
Iberia	9,9	Viscofán	0,8
Portugal Telecom	6,7	Prisa	0,6
BPI	5,5	CF Alba	0,3
TPI	5,0	Faes	0,0
EDP	4,9	Jazztel	0,0
Cimpor	4,4	Zeltia	0,0
Endesa	4,2	Barón de Ley	0,0
BBVA	4,2	Sogecable	0,0
Iberdrola	4,1	Sonae SGPS	0,0
Brisa	4,0	Terra Lycos	0,0

P/FC 2005E (x)			
10 mejores		10 peores	
CF Alba	144,3	Repsol YPF	5,0
Zardoya Otis	32,5	Abengoa	4,9
Inm. Urbis	21,9	Portugal Telecom	4,9
Faes	21,8	Sonae SGPS	4,8
Terra Lycos	20,0	OHL	4,7
Indra	17,9	Iberia	4,6
Antena 3	16,8	Endesa	4,6
Telecinco	16,7	Sos Cuétara	4,5
Iberdrola	16,0	EDP	4,5
Viscofán	15,8	Ence	4,3

P/V 2005E (x)			
10 mejores		10 peores	
Zardoya Otis	35,3	BES	1,5
Jazztel	11,2	Acerinox	1,5
TPI	10,2	OHL	1,5
Sogecable	8,4	Iberia	1,3
Telecinco	8,4	Ence	1,2
Altadis	6,5	Terra Lycos	1,1
Antena 3	6,3	EDP	1,0
Telefónica Móviles	6,1	Arcelor	0,9
Indra	5,5	Sos Cuétara	0,9
Faes	5,5	BBVA	0,6

Revisiones del BpA 2005E en el año (%)			
10 mejores		10 peores	
Arcelor	151,6	Sos Cuétara	-12,3
Antena 3	107,1	Endesa	-12,5
Inm. Colonial	64,3	Altadis	-12,9
Cortefiel	63,1	Portugal Telecom	-12,9
Tubacex	50,7	Ence	-20,7
PT Multimédia	48,2	Cimpor	-23,6
Inm. Urbis	47,6	NH Hoteles	-28,2
Repsol YPF	43,2	Faes	-30,4
Acerinox	34,4	Viscofán	-44,5
CF Alba	32,8	Sogecable	-93,5

FCpA/DpA 2005E (%)			
10 mejores		10 peores	
Sos Cuétara	26,1	Brisa	2,2
Sol Meliá	14,1	Iberia	2,2
Abengoa	12,9	CF Alba	2,0
Prisa	11,8	PT Multimédia	2,0
OHL	9,9	Inm. Urbis	2,0
Prosegur	8,4	Telecinco	1,6
Viscofán	8,3	Indra	1,5
Arcelor	7,7	Iberdrola	1,5
Uralita	7,3	TPI	1,5
Jerónimo Martins	7,3	Zardoya Otis	1,1

Deuda/recursos propios 2005E (%)			
10 mejores		10 peores	
Telefónica			
Móviles	307,5	Antena 3	-18,3
REE	292,6	CF Alba	-21,1
Inm. Colonial	252,2	Inditex	-21,3
Metrovacesa	246,1	Logista	-22,9
Sogecable	242,0	Jazztel	-23,1
Sacyr Valleherm.	238,5	Indra	-25,1
Sonae SGPS	225,1	Amadeus	-25,7
OHL	210,8	Aldeasa	-28,7
Brisa	189,1	Telecinco	-61,4
Ferrovial	150,5	Iberia	-69,0

ROE 2005E (%)			
10 mejores		10 peores	
Zardoya Otis	103,8	Acciona	9,5
TPI	52,6	EDP	8,4
Telecinco	51,9	CF Alba	8,2
Antena 3	38,9	NH Hoteles	6,4
Telefónica Móviles	38,0	Viscofán	6,0
Altadis	37,7	Sogecable	4,1
Metrovacesa	33,3	Sonae SGPS	1,1
Iberdrola	31,9	Terra Lycos	-0,6
Iberia	28,4	Zeltia	-5,7
TelePizza	26,9	Jazztel	-75,2

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

VI. MONITOR DEL CRECIMIENTO

TACC BpA 2003-06P (%)			
10 mejores		10 peores	
Arcelor	66,1	Gamesa	0,4
PT Multimédia	59,5	Aguas Barcelona	-0,2
Portugal Telecom	59,0	Sacyr Valleherm.	-0,5
Sol Meliá	56,7	Faes	-2,3
BBVA	56,6	Cementos Portl.	-2,5
Tubacex	56,5	Barón de Ley	-5,7
Prisa	48,0	Jazztel	-10,3
Cortefiel	46,3	Viscofán	-14,5
Altadis	31,1	Iberia	-17,5
Ence	29,7	Acciona	-45,5

TACC DpA 2003-06P (%)			
10 mejores		10 peores	
PT Multimédia	110,8	Corp. Mapfre	6,0
Telecinco	93,9	B. Valencia	5,8
Sol Meliá	44,2	Aguas Barcelona	5,0
Inditex	41,1	Cementos Portland	3,6
Indra	35,7	Gamesa	0,4
Cortefiel	32,8	Abengoa	0,0
Amadeus	26,0	Sacyr Valleherm.	-0,5
Inm. Urbis	24,2	Metrovacesa	-6,8
Portugal Telecom	21,9	Uralita	-7,2
OHL	21,5	Viscofán	-15,4

TACC EBITDA 2003-06P (%)			
10 mejores		10 peores	
Jazztel	60,3	Endesa	6,2
Antena 3	41,8	Portugal Telecom	6,2
Sogecable	37,5	Repsol YPF	4,5
Inm. Colonial	30,8	TelePizza	4,4
Cortefiel	27,4	Amadeus	3,8
Tubacex	26,4	Barón de Ley	3,7
Acciona	25,9	Cementos Port.	2,4
Telecinco	25,4	Uralita	1,9
Sos Cuétara	23,7	Viscofán	1,4
Inditex	23,4	Faes	-4,1

TACC ingresos 2003-06P (%)			
10 mejores		10 peores	
Inm. Colonial	31,6	Repsol YPF	3,1
Jazztel	20,5	Viscofán	2,9
Logista	20,4	Cementos Portland	2,3
Inditex	19,9	PT Multimédia	2,0
Telefónica Móviles	18,5	TelePizza	1,2
Telefónica	18,5	Zeltia	1,2
Gamesa	18,2	Endesa	1,0
Grupo Santander	17,3	Faes	0,8
Tubacex	16,8	Enagás	-4,0
Abertis	15,7	Uralita	-8,2

Margen neto 2005E (%)			
10 mejores		10 peores	
BBVA	74,4	Sos Cuétara	3,2
Abertis	41,1	Abengoa	3,1
Brisa	35,0	OHL	3,1
B. Popular	32,3	Corp. Mapfre	2,9
Metrovacesa	31,6	Jerónimo Martins	1,9
Telecinco	30,0	Sogecable	1,2
B. Valencia	29,8	Sonae SGPS	0,1
Bankinter	29,5	Terra Lycos	-1,4
Banesto	29,1	Zeltia	-22,3
B. Sabadell	27,1	Jazztel	-48,2

TACC FCpA 2003-06P (%)			
10 mejores		10 peores	
Jerónimo Martins	71,2	Barón de Ley	-0,7
Endesa	63,6	Cementos Portland	-0,8
Terra Lycos	56,9	Metrovacesa	-1,3
Uralita	39,4	ACS	-1,4
Inm. Colonial	27,8	Faes	-3,8
Cortefiel	25,5	Viscofán	-6,9
Logista	25,4	Iberia	-9,1
PT Multimédia	24,0	Sacyr Valleherm.	-13,6
Telecinco	23,7	Acciona	-36,5
Inditex	23,3	Jazztel	-187,1

Margen EBITDA 2005E (%)			
10 mejores		10 peores	
Brisa	83,8	OHL	11,8
Abertis	72,9	Sonae SGPS	11,2
REE	50,7	Aldeasa	10,7
Telecinco	44,5	Terra Lycos	10,2
Barón de Ley	44,0	Sos Cuétara	8,9
Telefónica	43,1	ACS	8,7
Inm. Colonial	42,0	Jerónimo Martins	8,3
Portugal Telecom	40,7	Iberia	6,2
Cimpor	39,1	Zeltia	-3,6
Telefónica Móviles	38,8	Jazztel	-25,8

Potencial hasta el precio objetivo de S,I, Bolsa (%)			
10 mejores		10 peores	
B. Guipuzcoano	41,6	Zardoya Otis	-16,0
Sogecable	37,3	Bankinter	-16,7
PT Multimédia	28,8	TelePizza	-19,6
Portugal Telecom	27,5	Metrovacesa	-21,6
Sonae SGPS	26,1	Faes	-25,4
Ence	26,0	Zeltia	-28,9
BES	25,0	Tubacex	-33,3
B. Popular	22,4	B. Valencia	-36,7
Cementos Port,	20,5	Jazztel	-40,5
Sol Meliá	19,7	Sos Cuétara	-49,5

Fuentes: Bloomberg, JCF y 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: FCC, Ferrovial, Iberia, Sacyr-Valleherm.oso, Corporación Mapfre, Jazztel, Sogecable, Antena 3, Telecinco y Unión Fenosa.

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, Ferrovial, OHL, Altadis, Ebro Puleva, Faes, Inditex, Viscofán, Zeltia, NH Hoteles, TelePizza, Amadeus, Iberia, Brisa, Metrovacesa, Sacyr-Valleherm.oso, Aguas de Barcelona, Bankinter, Corporación Mapfre, Enagás, Repsol YPF, Telefónica, Telefónica Móviles, Portugal Telecom, Jazztel, TPI, Sogecable, Antena 3, Recoletos, Telecinco, Endesa, Iberdrola, REE y Unión Fenosa.

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

S.I. o sus filiales poseen el 1% o más de cualquier clase de valores de: Ferrovial, Amadeus, Urbis, Abengoa, Banesto, BBVA, Cepsa, Repsol YPF, Antena 3, Endesa, Iberdrola, Unión Fenosa y Recoletos.

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.

