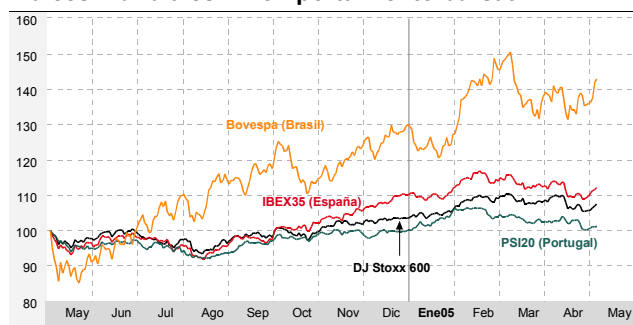


THE IBERIAN STRATEGY OBSERVER

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 5-May	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	260,8	1,6	-2,0	-0,8	3,7
S&P 500	1.172,6	2,6	-1,0	-0,7	-3,2
Bono a 10 a. zona euro	3,40	-0,1	-5,8	-6,5	-8,1
Bono a 10 años EEUU	4,15	-0,9	-5,9	-7,2	-1,4
Tipo inter. 3M zona euro	2,13	-0,1	-1,0	-1,0	-1,3
Tipo interés 3M EEUU	2,79	-3,2	1,5	1,1	26,4
Euro-dólar	1,30	0,0	0,5	-0,1	-5,1
Barril de Brent (US\$)	50,4	2,4	-5,6	-4,8	25,5
CRB (US\$)	344,2	1,5	6,8	2,1	-1,2

Fuentes: Bloomberg.

Universo de cobertura S.I. – Valoración

	PER		EV/EBITDA		TACC 3 a		RpD P/Vc	
	04E	05P	04E	05P	BpA	EBITDA	04E	05P
CAC40	13,5	12,2	7,0	6,4	12,5	9,0	3,0	2,3
DAX30	15,2	11,7	5,8	5,1	22,9	6,7	3,0	2,0
MIB30	15,5	14,0	6,3	6,0	18,4	5,1	4,3	2,6
PSI20	26,2	9,5	7,5	7,0	29,9	7,5	0,0	2,1
IBEX35	15,3	12,6	7,5	7,3	13,5	5,5	3,4	3,2
DJ Stoxx 600	15,0	13,0	6,1	5,8	13,2	8,8	3,3	3,1
DJ Stoxx 50	13,5	12,5	7,6	7,0	11,9	6,9	3,5	2,8
DJ Euro Stoxx 50	13,0	11,9	6,2	5,8	14,1	6,6	3,7	2,3
P. Ib. B. capital	8,3	11,7	4,5	5,6	29,9	11,8	3,3	1,5
P. Ib. Construcc.	14,4	12,9	8,5	7,8	-14,9	13,3	3,5	2,2
P. Ib. B. cons.	20,3	18,7	9,3	9,0	20,0	11,0	2,4	4,4
P. Ib. Serv. cons.	13,1	15,0	9,6	10,9	7,2	2,8	2,5	2,3
P. Ib. Finan.	13,8	12,7	n.d.	n.d.	16,8	n.d.	3,2	1,8
P. Ib. Petr. y gas	14,0	12,0	6,8	6,5	11,5	6,6	2,6	2,0
P. Ib. TMTs	38,0	28,3	15,0	13,2	48,9	14,6	1,3	9,4
P. Ib. Utilities	13,7	13,7	6,6	7,1	6,9	2,5	4,1	2,6

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

Puntos destacados

- Analizamos los próximos cambios regulatorios en el sector español de la electricidad.
- Mantenemos nuestra posición neutral en el sector, dado que, pese a la incertidumbre, las eléctricas españolas cotizan a múltiplos similares a sus homólogas europeas (PER 2006P de 12,1x y EV/EBITDA 2006P de 7,1x).
- Gas Natural, Iberdrola y los nuevos entrantes, serían los principales beneficiarios de los cambios previstos en el marco regulatorio español.

Puntos de interés

- Oportunidad de compra en **Repsol YPF** ante la mejora de los márgenes de refino y marketing.
- Las noticias que confirman que EDF se quedará con Edison podrían favorecer a la cotización.
- **Ebro Puleva** penalizada inmerecidamente ante la decisión de la OMC sobre el negocio del azúcar en Europa.
- Preferimos **Telefónica** a **Portugal Telecom** entre las *telecoms* ibéricas.
- Reiniciamos cobertura de **EDP** con una recomendación de Comprar.

Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 5-May	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	4.013,2	2,6	-2,3	-1,3	5,0
DAX30	4.285,4	2,4	-2,1	-1,5	0,7
MIB30	31.410,0	1,4	-3,9	-3,4	0,6
PSI20	7.668,8	0,8	-1,1	-1,5	0,9
IBEX35	9.216,1	2,4	-1,8	-0,5	1,5
DJ Stoxx 600	260,3	1,6	-2,0	-0,7	3,7
DJ Stoxx 50	2.870,5	1,9	-0,9	0,2	3,4
DJ Euro Stoxx 50	3.000,2	2,4	-2,5	-1,8	1,7
P. Ib. B. capital	n.d.	1,6	-3,5	-4,0	-0,8
P. Ib. Construcc.	n.d.	3,5	1,5	3,7	16,0
P. Ib. B. cons.	n.d.	2,6	1,2	4,1	9,7
P. Ib. Serv. cons.	n.d.	1,5	-1,2	-0,4	7,0
P. Ib. Finan.	n.d.	2,3	-2,8	-1,8	0,9
P. Ib. Petr. y gas	n.d.	1,8	-3,1	-1,1	2,5
P. Ib. TMTs	n.d.	2,0	-1,7	-0,9	-1,9
P. Ib. Utilities	n.d.	1,7	-0,9	0,5	5,4

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.	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, Ence, 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	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

Fuentes: estimaciones Santander Investment Bolsa.

THE IBERIAN MACRO OBSERVER

Revisamos el balance de las familias españolas

Jesús Gómez

(34) 91-289-3315

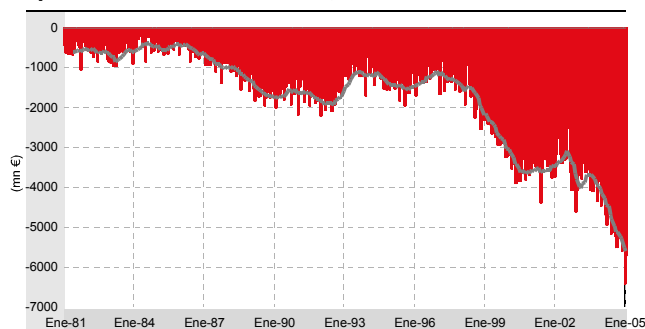
jegomez@gruposantander.com

Antonio Espasa

(34) 91-289-3313

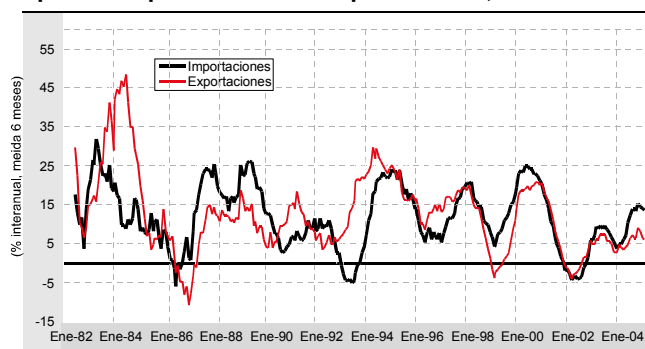
aespasa@gruposantander.com

España – Balanza comercial, 1981-2005



Fuente: Datastream y Santander Investment Bolsa.

España – Importaciones vs exportaciones, 1982-2005



Fuente: Datastream y Santander Investment Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) Inventarios al por mayor en marzo: estimamos un +0,7%
- (2) Déficit de balanza comercial en marzo: estimamos un aumento
- (3) Ventas al por menor en abril: posible repunte
- (4) Inventarios empresariales: estimamos un +0,6% en marzo
- (5) Índice de confianza de la U. de Michigan: podría mantenerse sin cambios en mayo

En la zona euro:

- (1) Índice de producción industrial alemán de marzo: podría superar las expectativas
- (2) Superávit de la balanza comercial en Alemania: posible mejora de nuevo en marzo
- (3) PIB alemán: estimamos un +0,5% intertrimestral en el 1T05P
- (4) PIB italiano: estimamos un +0,2% intertrimestral en el 1T05P
- (5) PIB de la zona euro: estimamos un +0,5% intertrim. en el 1T05P

- Según el Banco de España, la economía española creció un 2,8% interanual en el 1T05 tras el 2,7% interanual en el 4T04. Para el Banco de España esto supone una aceleración suave en el crecimiento económico español. Así mismo, comunicó que la contribución de la demanda interna fue de 4,7 pp, mientras que el sector exterior repetía una contribución negativa (-1,9 pp).
- El déficit comercial español volvía a dispararse en febrero (+37% interanual). Las exportaciones no crecían más de un 5,3%, mientras que las importaciones lo hacían en un 13,0%. El déficit acumulado en los dos primeros meses del año aumentó un 43%, hasta 10.370 mn €. La subida del precio del petróleo fue uno de los principales responsables del incremento, aunque según el Banco de España, la economía también ha perdido competitividad debido a una inflación siempre superior a la media de la zona euro. José Luis Malo de Molina (Jefe del Servicio de Estudios del Banco de España) explicaba que no es un problema para el futuro, sino que ya se está viendo en el presente. Ha dejado de ser un riesgo potencial.
- Los datos de 2004 revelan que los españoles son más ricos que nunca. No cabe duda de que son buenas noticias. Sin embargo, los pilares sobre los que se sostiene esta riqueza no son tan sólidos como parecen. El incremento de la riqueza neta se ha debido principalmente a los activos inmobiliarios, lo que representa un claro riesgo si baja el precio de la vivienda. Además, según nuestros cálculos, la riqueza inmobiliaria neta ya representa el 75% de la riqueza neta total. Una contribución mayor de la riqueza financiera neta sería muy deseable. Dada la elevada acumulación de deuda en los últimos años, la deuda de los españoles se ha deteriorado significativamente. Si tenemos en cuenta que el 95% de la deuda a largo plazo (fundamentalmente, hipotecas) está referenciada a tipo variable Euribor 1 año, el escenario para la posición financiera de las familias españolas en un entorno con fuerte subidas de tipos de interés sería negativo.

CALENDARIO ECONÓMICO

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real	
2-May	10:00	Zona euro	PMI Manufacturas	Abr	50,4	49,8	49,2	
Lunes	10:00	Italia	Salario por horas (m/a)	Mar	0,1 / 3,4	-	0,2 / 3,5	
	10:00	Italia	Déficit presupuest. (neto/acum.) (miles mn €)	Abr	18,2 / 27,3	-	12,0 / 39,4	
	16:00	EEUU	Gastos de construcción (m)	Mar	0,5 R	0,3	0,5	
	16:00	EEUU	Venta de viviendas pendientes (m)	Mar	2,2	-	-0,3	
	16:00	EEUU	ISM Manufacturas	Abr	55,2	55,0	53,3	
	16:00	EEUU	ISM Precios pagados	Abr	73,0	68,8	71,0	
	3-May	11:00	Zona euro	IPRI (m/a)	Mar	0,4 / 4,2	0,6/4,2	0,6/4,2
Martes	11:00	Zona euro	Tasa de desempleo	Mar	8,8 R	8,9	8,9	
	16:00	EEUU	Pedidos de fábrica (m)	Mar	-0,5 R	-1,2	0,1	
	20:15	EEUU	Se espera la decisión sobre tipos del FOMC	3-May	2,75	3,00	3,00	
		EEUU	Ventas vehículos totales (millones de unidades)	Abr	16,8	16,6	17,5	
		EEUU	ABC Confianza del consumidor	1-May	-17	-	-19	
	4-May	10:00	Zona euro	PMI Servicios	Abr	53,0	52,6	52,8
	Miércoles	10:00	Zona euro	Comercio al por menor (m/a)	Mar	0,2 / 0,8 R	0,3 / 1,0	0,3 / 1,4
13:00		EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	29-Abr	5,9	-	0,2	
	13:45	Zona euro	El BCE anuncia tipos de interés	May	2,0	2,0	2,0	
	16:00	EEUU	ISM No Manufacturas	Abr	63,1	61,2	61,7	
	5-May	14:30	EEUU	Productividad no agrícola (t)	1T	2,1	1,8	2,6
Jueves	14:30	EEUU	Costes unitarios laborales (t)	1T	1,7 R	2,0	2,2	
	14:30	EEUU	Solicitudes semanales subsidio de desempleo	30-Abr	322.000 R	323.000	333.000	
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	23-Abr	2,5 mn R	2,5 mn	25,8 mn	
	6-May	8:45	Francia	Balance del Gobierno Central (miles mn €)	Mar	-19,6	-	-24,8
Viernes	9:00	España	Producción industrial (a) (no desest./ajust.)	Mar	-0,7 / -0,8 R	n.d. / 0,6	-6,5 / 1,1	
	12:00	Alemania	Pedidos a fábrica (m/a)	Mar	-2,0 / 1,7 R	0,1 / 1,6	2,2 / -3,1	
	14:30	EEUU	Tasa de desempleo	Abr	5,2	5,2	5,2	
	14:30	EEUU	Beneficios medios por hora (m/a)	Abr	0,3 / 2,6	0,2 / 2,6	0,3 / 2,7	
	14:30	EEUU	Variación en empleos no agrícolas	Abr	146.000 R	175.000	274.000	
	14:30	EEUU	Variación en empleos manufactureros	Abr	-7.000 R	-8.000	-6.000	
	14:30	EEUU	Horas semanales medias	Abr	33,7	33,7	33,9	
	21:00	EEUU	Crédito al consumo (miles mn US\$)	Mar	5,6	6,0	-	

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión
La semana	-	Alemania	IPC (m/a)	Abr	0,3 / 1,8	-
9-May	12:00	Alemania	Producción industrial (m/a)	Mar	-2,1 / 1,7	-0,5 / 2,0
Lunes	16:00	EEUU	Inventarios al por mayor	Mar	0,6	0,7
10-May	8:00	Alemania	Saldo balanza por cta. corriente (miles mn €)	Mar	8,4	9,2
Martes	8:00	Alemania	Balanza comercial (miles mn €)	Mar	13,2 R	13,4
	8:00	Alemania	Importaciones (m)	Mar	-4,0 R	1,4
	8:00	Alemania	Exportaciones (m)	Mar	-3,0 R	1,5
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	8-May	-19	-
	11-May	8:45	Francia	Producción industrial (m/a)	Mar	-0,5 / 1,2
Miércoles	12:00	-	OCDE Indicadores adelantados	Mar	105,7	-
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	6-May	-	-
	14:30	EEUU	Balanza comercial (miles mn US\$)	Mar	-61,0	-61,5
	20:00	EEUU	Avance presupuesto mensual (miles mn US\$)	Abr	17,6	50,5
	12-May	8:00	Alemania	PIB (t/a)	1T	-0,1 / 0,5
Jueves	8:45	Francia	Balanza comercial (mn e)	Mar	-1517	-
	10:00	Italia	Producción industrial (m/a)	Mar	0,1 / -2,5	-0,1 / -2,3
	11:00	Zona euro	PIB (t/a)	1T	0,2 / 1,6	0,5 / 1,3
	11:00	Italia	PIB (t/a)	1T	-0,4 / 0,8	0,2 / 0,5
	14:30	EEUU	Avance de ventas al por menor	Abr	0,3	0,7
	14:30	EEUU	- excluyendo automóviles	Abr	0,1	0,5
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	7-May	333.000	330.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	30-Abr	2,5 mn	-
	13-May	8:50	Francia	IPC (m/a)	Abr	0,6 / 1,9
Viernes	9:00	España	IPC (m/a)	Abr	0,8 / 3,4	1,5 / 3,5
	14:30	EEUU	Índice de precios de importación (m/a)	Abr	1,8 / 7,1	0,4 / n.d.
	14:30	EEUU	Inventarios empresariales	Mar	0,5	0,6
	15:45	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	May	87,7	88,0

(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

SECTOR ESPAÑOL DE LA ELECTRICIDAD: ASUNTOS REGULATORIOS

El 20 de abril, nuestro equipo de *utilities* publicaba un informe sobre los próximos cambios regulatorios en el sector eléctrico español. Esta semana presentamos en el “Rincón del estratega” un resumen de los principales puntos y conclusiones de dicho informe.

- **Revisión regulatoria:** en general, positiva para el sector. La visibilidad sobre los posibles cambios regulatorios en España es muy baja, con varios procesos en marcha al mismo tiempo (mercado de la generación, distribución y remuneración insular, etc.). En términos netos, los cambios previstos serían positivos para el sector eléctrico español. En nuestra opinión, la actual situación regulatoria es insostenible en un entorno de elevados precios del petróleo y teniendo en cuenta las fuertes inversiones necesarias para cubrir el crecimiento previsto de la demanda y cumplir con los compromisos medioambientales de España.
- **Un sistema de subrogación sería el aspecto más positivo de la revisión y supondría un incremento máximo de las tarifas cercano al 7% en 2006P.** Aunque este sistema (transferir los costes de las diferentes actividades al precio regulado final) podría ser una “patata caliente” en el terreno político, el efecto negativo para los consumidores podría reducirse mediante medidas de transición (por ejemplo, límite en las tarifas para los clientes de rentas más bajas, etc.). De producirse esto, el mercado debería de reaccionar de manera muy positiva, ya que el límite tarifario en España es el aspecto negativo que los inversores sopesan cuando valoran las *utilities* españolas.

España – Tarifas para 2006 con los cambios regulatorios

(mn €)	Tarifas 2005	Nuevas tarifas	
		2006	Var. interanual (%)
Costes de generación	11.485	13.163	14,6
Régimen ordinario	6.020	6.775	12,5
Régimen especial	3.418	3.979	16,4
Régimen insular	750	900	19,9
Otros (pagos de capacidad y otros)	1.296	1.409	8,7
Actividades reguladas	4.686	5.094	8,7
Transmisión	937	988	5,5
Distribución	3.456	3.802	10,0
Costes de la oferta	292	304	4,0
Costes permanentes	771	727	-5,8
Régimen insular	258	268	4,0
Operador, Omel y CNE	56	57	2,0
Déficit tarifario hasta dic. 2002	227	232	2,0
Costes de transición a la competencia	231	170	-26,3
Costes transic. a la competencia del carbón	179	170	-5,2
Costes transic. a la competencia tecnológicos	51	0	-100,0
Recargo	570	569	-0,2
Moratoria nuclear	526	554	5,5
Combustible nuclear	30	0	-100,0
Interruptible	15	15	2,0
Ajustes, islas y otros	-222	-268	4,0
Total ingresos	17.290	19.285	11,5
Demanda eléctrica (GW/h)	235.870	245.305	4,0
Tarifa media (MW/h/€)	73,30	78,20	6,7

Fuentes: Ministerio de Industria y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

España – Precios de la electricidad, gas y gasolina, 2004-05 hasta la fecha

(Mvh/€)	2004	2005 hasta la fecha	Var. %
Electricidad, media	72,10	73,30	1,7
Gas uso industrial	12,50	13,90	11,7
Gas uso doméstico	32,90	34,30	4,3
Gasolina (litro/cént. €)	81,3	87,7	7,9

Fuentes: Ministerio de Industria y Santander Investment Bolsa.

- **Cambios regulatorios y panorama de inversión.** Aunque el sector en su conjunto habría de verse favorecido por el nuevo marco regulatorio, en nuestra opinión serían Gas Natural, Iberdrola y los nuevos entrantes los grandes beneficiados de los cambios previstos, principalmente debido a que se eliminarían las desviaciones en actividades liberalizadas: costes de transición a la competencia en generación y límites tarifarios en la oferta. El tema de los costes de transición a la competencia y un giro en el *mix* de generación en España podrían castigar al comportamiento bursátil de Endesa y Unión Fenosa, aunque el impacto neto dependería de la flexibilidad de éstas en el área de generación. En este sentido, Unión Fenosa parece estar mejor posicionada gracias a su estrategia en TGCC y gas.
- **Escasa probabilidad de consolidaciones.** En nuestra opinión, los movimientos de consolidación entre los principales operadores ibéricos son bastante improbables debido a sus sólidas posiciones en el mercado (Endesa, Iberdrola y EDP controlan más del 20% del mercado ibérico de la electricidad, mientras que Gas Natural tiene una cuota de mercado del gas cercana al 75%). No creemos que los gobiernos español y portugués cedan a la tentación de crear “gigantes nacionales”. Por el contrario, esperamos que ambos gobiernos favorezcan la competencia, facilitándoles el camino a los nuevos entrantes y limitando la posición dominante de los operadores tradicionales.

Posición neutral. Mantenemos nuestra posición neutral en el sector, dado que, a pesar de la incertidumbre sobre los cambios regulatorios, las eléctricas españolas cotizan a múltiplos similares a sus homólogas europeas (PER 2006P de 12,1x y EV/EBITDA 2006P de 7,1x). Creemos que últimamente el sector ha estado condicionado por los rumores sobre posibles consolidaciones y, como resultado, el potencial alcista derivado del beneficio de los cambios regulatorios podría verse contrarrestado por la ausencia de actividad corporativa en los próximos meses. No creemos que aumente visibilidad sobre el nuevo marco regulatorio antes de finales de año.



PUNTOS DE INTERÉS

- A **Repsol YPF** (Comprar; precio objetivo: 23,00 €) debería favorecerle la contribución superior a la media de las actividades de refino y márketing (35% de EBIT frente al 20% de sus homólogos), el segmento que ha sorprendido al alza en los resultados de la mayoría de las petroleras integradas. Además, las últimas operaciones en EEUU revelaban el potencial de revalorización de estos activos en caso de consolidación. La cartera de EyP de Repsol YPF debería de mejorar su visibilidad a mediados de 2005, lo que, unido a una estrategia más clara de la división de gas derivada de su *joint venture* con Gas Natural, su pésimo comportamiento hasta la fecha (7% por debajo del sector) y su atractiva valoración (20% de descuento frente a ENI) son factores que apuntan a una buena oportunidad de compra.
- Insistimos en nuestra apuesta por **Endesa** (Mantener; precio objetivo: 19,50 €) como una buena alternativa entre las *utilities* a corto plazo, dado que el valor ha estado muy castigado por el mercado debido a su interés en la italiana Edison. El viernes pasado, EdF anunció que había llegado a un acuerdo con las autoridades italianas respecto a sus derechos de voto en Edison y, como resultado, la compañía mantendría una participación de control en la compañía italiana. EdF también afirmó que la compañía italiana AEM Milano va a adquirir un 50% de las acciones de Edison, mientras que EdF controlaría el otro 50%. Creemos que el riesgo de adquisición ha desaparecido en Endesa tras el rechazo de su oferta por Edison.
- La decisión de la OMC de liberalizar el negocio del azúcar en Europa ha abierto una clara oportunidad de comprar **Ebro Puleva** (Comprar; precio objetivo: 15,90 €). La UE presentará su propuesta el 22 de junio, y el peor de los escenarios ya está descontado (apostamos por que el resultado final será mejor de lo previsto). Además, la compañía ha demostrado su experiencia en crecer a través de adquisiciones (Riviana y Panzani en los últimos 12 meses), lo que ha diluido los beneficios en la división del azúcar, y podría seguir sorprendiendo al alza con sinergias mayores de lo previsto y reducir la deuda mediante la venta de activos no estratégicos. Con un PER 2006P de 10x y un EV/EBITDA 2006P de 7x, creemos que el valor es una buena oportunidad de compra.
- Tras los resultados del 1T05 de **Portugal Telecom** (Mantener; precio objetivo: 10,20 €) — débiles en telefonía fija e inalámbrica doméstica y buenos en PT Multimedia y Vivo—, reiteramos nuestra cautela hacia el valor, dado su mal comportamiento operativo, la fuerte competencia, la desregulación y una valoración ajustada. Al precio actual, preferimos **Telefónica** (Comprar; precio objetivo: 15,30 €), que, en su Día del Inversor celebrado la semana pasada, conseguía, a nuestro juicio, reducir el miedo ante posibles adquisiciones al mostrar su intención de mantener sus *ratings* de deuda A.
- Reiniciamos cobertura de **EDP** (Comprar; precio objetivo: 2,45 €) con una recomendación positiva basada en el buen *momentum* derivado de sus activos brasileños (crecimiento de la demanda, subida de tarifas y posible OPV), la protección de su negocio doméstico de generación y el potencial de crecimiento en el mercado ibérico del gas (7% de cuota de mercado actual). En el lado negativo, hablaríamos de los cambios previstos por el nuevo Gobierno en el mercado regulatorio y la mayor liberalización en las actividades del gas y la distribución. Su comportamiento (-9,5% frente al sector hasta la fecha) es atractivo y su valoración no es exigente (RpD 2005E del 4,7%).

Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recom.		Pr. objetivo		% Var.	BpA 2005P		% Var.	Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior		Nuevo	Anterior		
4-May	EDP	Comprar	No rec.	2,45	No rec.	-	0,17	No rec.	-	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
5-Abr	Ferrovial	Comprar	Comprar	56,70	49,90	13,6	2,72	2,69	1,1	Ajuste tras los resultados de 2004. Aeropuertos
1-Abr	Abertis	Infrapond.	Infrapond.	18,20	15,40	18,2	1,08	0,84	28,4	Incorporación de aeropuertos TBI
23-Mar	Sonaecom	Comprar	Comprar	4,95	4,85	2,1	0,11	0,10	10,0	Adquisición de una pequeña participación en Optimus
21-Mar	Jazztel	Infrapond.	En revisión	0,75	En rev.	-	-0,15	En rev.	-	Restablecemos recomendación (negativa)
16-Mar	B.Popular	Comprar	Comprar	60,00	60,00	-	3,90	4,10	-5,0	Ajuste tras la ampliación de capital

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.



CARTERA MODELO IBÉRICA

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

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comportamiento bursátil (%)							En el año
		Actual	31-dic-04	Absoluto	Rel. a large caps ibéricas	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M		
Sogecable	30-Sep-04	28,98	32,66	-11,3	-11,8	-13,0	-4,7	-10,4	-10,3	-11,2	
BCP	25-Ene-05	2,14	1,88	13,8	13,3	12,1	2,9	1,9	16,4	12,7	
Ferrovial	16-May-05	46,10	39,32	17,2	16,7	15,5	3,0	-2,3	32,1	17,6	
Endesa	22-Abr-05	17,16	17,29	-0,8	-1,3	-2,5	-1,7	-3,5	5,0	-0,5	
Repsol	17-Jul-03	20,08	19,16	4,8	4,3	3,1	-4,6	1,1	16,9	4,8	
Inditex	04-Mar-05	23,48	21,70	8,2	7,7	6,5	1,2	4,5	17,4	8,8	
Lista recom. large caps	–	105,62	100,00	5,6	5,1	3,9	n.d.	n.d.	n.d.	5,6	
Large caps ibéricas	–	100,53	100,00	0,5	0,0	-1,2	n.d.	n.d.	n.d.	0,5	
IBEX35	–	9.235,50	9.080,80	1,7	1,2	0,0	-1,8	-2,2	7,6	1,5	
PSI20	–	7.685,51	7.571,85	1,5	1,0	-0,2	-1,1	-4,6	2,1	0,9	
DJ Stoxx 50	–	2.876,01	2.774,77	3,6	3,1	1,9	-1,0	-0,1	3,9	3,4	

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

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

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comp. bursátil (%)							En el año
		Actual	31-dic-04	Absoluto	Rel. a small-mid caps ibér.	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M		
Ebro Puleva	30-Dic-04	13,41	10,50	27,7	18,6	26,0	0,2	15,1	41,7	27,0	
Sol Meliá	16-Feb-05	8,39	7,30	14,9	5,9	13,2	-7,3	-2,4	20,1	15,2	
Prisa	30-Dic-04	15,27	15,62	-2,2	-11,3	-3,9	-1,7	-1,0	-1,9	-1,7	
Cortefiel	16-Feb-05	15,21	11,64	30,7	21,6	29,0	9,8	14,7	48,6	33,0	
Indra	30-Dic-04	13,61	12,57	8,3	-0,8	6,6	-3,2	2,6	15,3	8,5	
Prosegur	08-Mar-05	17,20	14,48	18,8	9,7	17,1	1,0	13,1	22,5	18,0	
Lista recom. SMC	–	112,52	100,00	12,5	3,4	10,8	n.d.	n.d.	n.d.	12,5	
Small-mid caps ibéricas	–	109,08	100,00	9,1	0,0	7,4	n.d.	n.d.	n.d.	9,1	
IBEX35	–	9.235,50	9.080,80	1,7	-7,4	0,0	-1,8	-2,2	7,6	1,5	
PSI20	–	7.685,51	7.571,85	1,5	-7,6	-0,2	-1,1	-4,6	2,1	0,9	
DJ Small 200 Europe	–	133,93	129,16	3,7	-5,4	2,0	-4,1	-2,8	9,3	3,5	

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

Delegaciones internacionales

Madrid

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

Lisboa

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

Londres

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

Nueva York

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

Bogotá

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

Buenos Aires

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

Caracas

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

Lima

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

México

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

Santiago

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

São Paulo

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

Tokio

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

Clave de recomendaciones**Comprar**

Potencial alcista superior al 15%.

Mantener

Potencial alcista del 10%-15%.

Infraponderar

Potencial alcista inferior al 10%.

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

INFORMACIÓN IMPORTANTE:

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

Santander Investment Bolsa ha recibido ingresos de las siguientes compañías en los últimos 12 meses por servicios de banca de inversión: Arcelor, Cimpor, Ence, Tubacex, Uralita, Acciona, ACS, FCC, 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.

S.I. 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

Revisamos el balance de las familias españolas

Jesús Gómez

(34) 91-289-3315

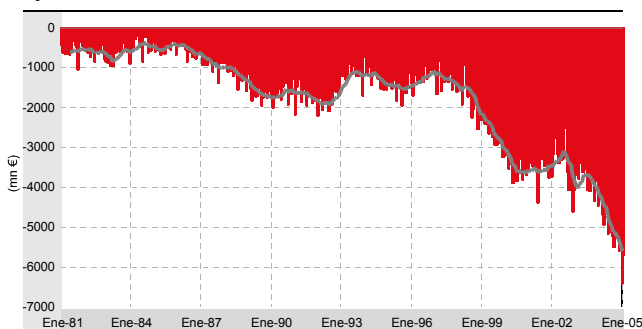
jegomez@gruposantander.com

Antonio Espasa

(34) 91-289-3313

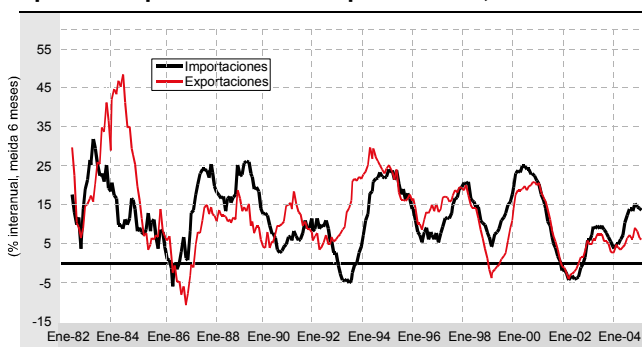
aespasa@gruposantander.com

España – Balanza comercial, 1981-2005



Fuente: Datastream y Santander Investment Bolsa.

España – Importaciones vs exportaciones, 1982-2005



Fuente: Datastream y Santander Investment Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) Inventarios al por mayor en marzo: estimamos un +0,7%
- (2) Déficit de balanza comercial en marzo: estimamos un aumento
- (3) Ventas al por menor en abril: posible repunte
- (4) Inventarios empresariales: estimamos un +0,6% en marzo
- (5) Índice de confianza de la U. de Michigan: podría mantenerse sin cambios en mayo

En la zona euro:

- (1) Índice de producción industrial alemán de marzo: podría superar las expectativas
- (2) Superávit de la balanza comercial en Alemania: posible mejora de nuevo en marzo
- (3) PIB alemán: estimamos un +0,5% intertrimestral en el 1T05P
- (4) PIB italiano: estimamos un +0,2% intertrimestral en el 1T05P
- (5) PIB de la zona euro: estimamos un +0,5% intertrim. en el 1T05P

- Según el Banco de España, la economía española creció un 2,8% interanual en el 1T05 tras el 2,7% interanual en el 4T04. Para el Banco de España esto supone una aceleración suave en el crecimiento económico español. Así mismo, comunicó que la contribución de la demanda interna fue de 4,7 pp, mientras que el sector exterior repetía una contribución negativa (-1,9 pp).
- El déficit comercial español volvía a dispararse en febrero (+37% interanual). Las exportaciones no crecían más de un 5,3%, mientras que las importaciones lo hacían en un 13,0%. El déficit acumulado en los dos primeros meses del año aumentó un 43%, hasta 10.370 mn €. La subida del precio del petróleo fue uno de los principales responsables del incremento, aunque según el Banco de España, la economía también ha perdido competitividad debido a una inflación siempre superior a la media de la zona euro. José Luis Malo de Molina (Jefe del Servicio de Estudios del Banco de España) explicaba que no es un problema para el futuro, sino que ya se está viendo en el presente. Ha dejado de ser un riesgo potencial.
- Los datos de 2004 revelan que los españoles son más ricos que nunca. No cabe duda de que son buenas noticias. Sin embargo, los pilares sobre los que se sostiene esta riqueza no son tan sólidos como parecen. El incremento de la riqueza neta se ha debido principalmente a los activos inmobiliarios, lo que representa un claro riesgo si baja el precio de la vivienda. Además, según nuestros cálculos, la riqueza inmobiliaria neta ya representa el 75% de la riqueza neta total. Una contribución mayor de la riqueza financiera neta sería muy deseable. Dada la elevada acumulación de deuda en los últimos años, la deuda de los españoles se ha deteriorado significativamente. Si tenemos en cuenta que el 95% de la deuda a largo plazo (fundamentalmente, hipotecas) está referenciada a tipo variable Euribor 1 año, el escenario para la posición financiera de las familias españolas en un entorno con fuerte subidas de tipos de interés sería negativo.

LA SEMANA PASADA

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
2-May	10:00	Zona euro	PMI Manufacturas	Abr	50,4	49,8	49,2
Lunes	10:00	Italia	Salario por horas (m/a)	Mar	0,1 / 3,4	-	0,2 / 3,5
	10:00	Italia	Déficit presupuestario (neto/acum.) (miles mn €)	Abr	18,2 / 27,3	-	12,0 / 39,4
	16:00	EEUU	Gastos de construcción (m)	Mar	0,5 R	0,3	0,5
	16:00	EEUU	Venta de viviendas pendientes (m)	Mar	2,2	-	-0,3
	16:00	EEUU	ISM Manufacturas	Abr	55,2	55,0	53,3
	16:00	EEUU	ISM Precios pagados	Abr	73,0	68,8	71,0
3-May	11:00	Zona euro	IPRI (m/a)	Mar	0,4 / 4,2	0,6/4,2	0,6/4,2
Martes	11:00	Zona euro	Tasa de desempleo	Mar	8,8 R	8,9	8,9
	16:00	EEUU	Pedidos de fábrica (m)	Mar	-0,5 R	-1,2	0,1
	20:15	EEUU	Se espera la decisión sobre tipos del FOMC	3-May	2,75	3,00	3,00
		EEUU	Ventas de vehículos totales (millones de unidades)	Abr	16,8	16,6	17,5
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	1-May	-17	-	-19
4-May	10:00	Zona euro	PMI Servicios	Abr	53,0	52,6	52,8
Miércoles	10:00	Zona euro	Comercio al por menor (m/a)	Mar	0,2 / 0,8 R	0,3 / 1,0	0,3 / 1,4
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	29-Abr	5,9	-	0,2
	13:45	Zona euro	El BCE anuncia tipos de interés	May	2,0	2,0	2,0
	16:00	EEUU	ISM No Manufacturas	Abr	63,1	61,2	61,7
5-May	14:30	EEUU	Productividad no agrícola (t)	1T	2,1	1,8	2,6
Jueves	14:30	EEUU	Costes unitarios laborales (t)	1T	1,7 R	2,0	2,2
	14:30	EEUU	Solicitudes semanales subsidio de desempleo	30-Abr	322.000 R	323.000	333.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	23-Abr	2,5 mn R	2,5 mn	25,8 mn
6-May	8:45	Francia	Balance del Gobierno Central (miles mn €)	Mar	-19,6	-	-24,8
Viernes	9:00	España	Producción industrial (a) (no desest./ajust.)	Mar	-0,7 / -0,8 R	n.d. / 0,6	-6,5 / 1,1
	12:00	Alemania	Pedidos a fábrica (m/a)	Mar	-2,0 / 1,7 R	0,1 / 1,6	2,2 / -3,1
	14:30	EEUU	Tasa de desempleo	Abr	5,2	5,2	5,2
	14:30	EEUU	Beneficios medios por hora (m/a)	Abr	0,3 / 2,6	0,2 / 2,6	0,3 / 2,7
	14:30	EEUU	Variación en empleos no agrícolas	Abr	146.000 R	175.000	274.000
	14:30	EEUU	Variación en empleos manufactureros	Abr	-7.000 R	-8.000	-6.000
	14:30	EEUU	Horas semanales medias	Abr	33,7	33,7	33,9
	21:00	EEUU	Crédito al consumo (miles mn US\$)	Mar	5,6	6,0	-

(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.

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA SIGUE CRECIENDO

Más crecimiento en el 1T05E

Según el Banco de España, la economía española creció un 2,8% interanual en el 1T05 tras el 2,7% interanual en el 4T04. Para el Banco de España esto supone una aceleración suave en el crecimiento económico español. Así mismo, se conocía que la contribución de la demanda interna fue de 4,7 puntos porcentuales, mientras que el sector exterior repetía una contribución negativa (-1,9 puntos porcentuales).

Calculado usando las series en base 1995, este crecimiento anual supone una tasa de crecimiento trimestral cercana al 0,9%. Sin embargo, el Banco de España advertía que, ante las revisiones del PIB por parte del Instituto Nacional de Estadística (INE), los datos podrían variar. En cualquier caso, estamos asistiendo a una continuación de las tendencias observadas en la segunda mitad de 2004: la economía española sigue creciendo por encima de otras principales economías de la zona euro, aunque las diferencias cada vez son menores, ya que el sector exterior sigue su deterioro y los costes laborales unitarios están creciendo mucho más rápido que en el resto de la UE, lo que afecta de manera muy negativa a la capacidad competitiva de nuestro país.

El empleo refleja la regularización de inmigrantes

El desempleo se reducía en 30.627 personas en abril respecto a marzo, y lo hacía en construcción, servicios e industria, al tiempo que aumentaba en agricultura. Los nuevos afiliados a la Seguridad Social ascendían a 137.000 personas, lo que representa el crecimiento más alto en el mes de abril en los últimos cinco años.

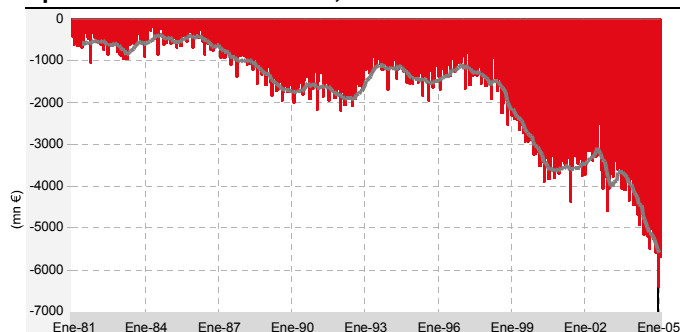


Son datos positivos. En nuestra opinión, la creación de empleo sufrirá una desaceleración en los próximos trimestres en línea con la anunciada desaceleración económica.

El déficit comercial sigue su deterioro

El déficit comercial español volvía a dispararse en febrero, con un 37% interanual. Las exportaciones no crecían más de un 5,3%, mientras que las importaciones lo hacían en un 13,0%. El déficit acumulado en los dos primeros meses del año asciende al 43%, hasta los 10.370 mn €. La subida del precio del petróleo fue uno de los principales responsables del incremento, aunque, según el Banco de España, la economía también ha perdido capacidad competitiva debido a una inflación siempre superior a la media de la zona euro. José Luis Malo de Molina (Jefe del Servicio de Estudios del Banco de España) explicaba que no es un problema para el futuro, sino que ya se está viendo en el presente, es decir, que ha dejado de ser un riesgo potencial.

España – Balanza comercial, 1981-2005



España – Importaciones frente a exportaciones, 1982-2005



Fuente: Datastream y Santander Investment Bolsa.

Desde octubre de 2004, venimos insistiendo en que el déficit de balanza por cuenta corriente (debido en gran medida al déficit comercial) se convertiría en uno de los grandes temas de la economía española en el futuro, con un claro impacto negativo en el futuro crecimiento del PIB. El ajuste necesario va a ser “doloroso” para la economía española.

La semana en la zona euro: Los indicadores adelantados en la zona euro siguen descendiendo. La publicación de los índices PMI de abril confirmaba lo que ya comprobábamos en otros indicadores adelantados la semana pasada. La debilidad persiste en abril, y si queremos asistir a una recuperación en el 2S05P, mayo y junio habrían de traer datos positivos. En este sentido, el PMI manufacturero caía más de lo previsto (49,2 en abril desde 50,4 en el mes anterior), lo que indica que la actividad entra en terreno de contracción. El sector servicios sigue en terreno expansivo, a pesar del descenso sufrido en el mismo mes. Por último, llegaban noticias positivas de los pedidos de fábrica en Alemania en marzo. Tras el fuerte descenso en los meses anteriores, este dato se disparaba en abril (2,2% intermensual). Son buenas noticias para la actividad y la inversión de cara al 2T05P.

La semana en EEUU: Los datos más importantes de la semana —datos de empleo de abril— sorprendían claramente al alza, con una importante creación de empleo. El resto de los datos se ajustaban prácticamente a las estimaciones: (1) los índices ISM apuntan a una desaceleración del crecimiento económico; (2) la Reserva Federal subía los tipos de interés en 25 puntos básicos manteniendo así su intención de “ritmo pausado”; (3) la venta de vehículos subía por primera vez en los últimos meses; y (4) la productividad y los costes laborales unitarios sorprendían ligeramente al alza. No descartamos revisar ligeramente al alza nuestras previsiones anuales para la productividad y los costes laborales unitarios.

Datos de empleo sólidos en abril

La creación de empleo sumaba 274.000 nuevos puestos en abril (previstos 175.000), al tiempo que se revisaban los datos de los dos meses anteriores: el dato de marzo fue revisado de 110.000 a 146.000 y el de febrero de 243.000 a 300.000. En neto, el empleo crecía 367.000.

Si los ratios de participación no suben, la tasa de desempleo se mantendría en el 5,2% en los próximos meses...

La tasa de desempleo (*Household Survey*, encuesta de población activa) se mantenía plana en el 5,2% (5,15% desde 5,17%; previsto 5,2%). El empleo crecía en 598.000 personas, comparado con el aumento de 357.000 en marzo y el descenso de 97.000 en febrero. La media de creación de empleo en los últimos tres meses ha sido de 286.000 nuevos puestos mensuales. El desempleo crecía en 7.000 nuevos parados en abril, comparado con el descenso de 332.000 en marzo y el aumento de 251.000 en febrero (-25.000 parados de media en los últimos tres meses). La población activa crecía significativamente en abril (605.000), tras el incremento de 25.000 en marzo y de 153.000 en febrero. La media de los últimos tres meses asciende a 261.000. La población fuera del mercado laboral registró un movimiento positivo, descendiendo de manera importante en 400.000 tras haber crecido una media de 243.000 en los cuatro meses anteriores. De mantenerse esta tendencia en los próximos meses, asistiríamos a un incremento de los ratios de participación. De hecho, los ratios de participación de abril pasaban del 65,8% al 66,0%. Se trata de la primera subida desde noviembre de 2004.

Si los ratios de participación suben en los próximos meses, el mantenimiento de la tasa de desempleo en los niveles actuales sería compatible con un crecimiento significativo del número de empleados. Algo que no se ha producido en los últimos trimestres; la creación de empleo fue débil y descendió la tasa de desempleo.

... lo que podría modificar el proceso de ajuste de la Fed

Con estos datos, la Reserva Federal podría eliminar las palabras “ritmo pausado” de sus actas en la próxima reunión del Comité Federal de Mercado Abierto. Por el momento, apostamos por otra subida de 25 puntos básicos en su próxima reunión.

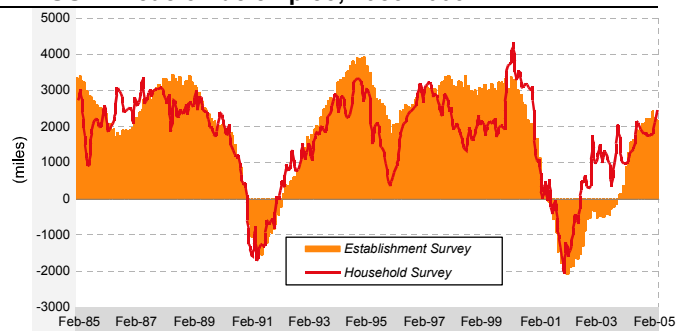
Buen comienzo de la actividad en el 2T05E, pero ¿es sostenible?

Aumenta el total de horas trabajadas en el sector privado (de 33,7 del mes anterior a 33,9). En términos anuales, han pasado del 0,0% del mes anterior al 0,6%. Las horas trabajadas en el sector manufacturero crecían ligeramente (40,5 frente a 40,4 en el mes anterior). No había cambios en las horas extras. El total de horas medias trabajadas a la semana en el sector privado crecía un 0,9% intermensual, un 3,1% interanual, niveles máximos desde 1998. Por tanto, el 2T05E está asistiendo a una aceleración de la actividad. Tenemos nuestras dudas sobre la sostenibilidad de esta tendencia en la actividad, dados los datos de pedidos, inversión empresarial e inventarios del 1T05.

EEUU – Horas semanales agregadas vs empleo, 1985-2005



EEUU – Creación de empleo, 1985-2005



Fuente: Datastream y Santander Investment Bolsa.

La cifra de ingresos incrementaría la renta personal a corto plazo

La media de ingresos por hora crecía un 0,3% intermensual (de 15,95 US\$ a 16,00 US\$). En términos anuales, crecía un 2,7% frente a la media de 2,6% interanual de los últimos tres meses. La renta personal podría crecer ligeramente en el componente de sueldos y salarios en el 2T05P, aunque también tenemos nuestras dudas sobre la sostenibilidad de esta aceleración en los ingresos en los próximos meses.



ESTA SEMANA

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de Referencia	Previsión	
La semana	–	Alemania	IPC (m/a)	Abr	0,3 / 1,8	–	
9-May	12:00	Alemania	Producción industrial (m/a)	Mar	-2,1 / 1,7	-0,5 / 2,0	
Lunes	16:00	EEUU	Inventarios al por mayor	Mar	0,6	0,7	
10-May	8:00	Alemania	Saldo balanza por cta. corriente (miles mn €)	Mar	8,4	9,2	
Martes	8:00	Alemania	Balanza comercial (miles mn €)	Mar	13,2 R	13,4	
	8:00	Alemania	Importaciones (m)	Mar	-4,0 R	1,4	
	8:00	Alemania	Exportaciones (m)	Mar	-3,0 R	1,5	
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	8-May	-19	–	
11-May	8:45	Francia	Producción industrial (m/a)	Mar	-0,5 / 1,2	-0,2 / 0,6	
	12:00	–	OCDE Indicadores adelantados	Mar	105,7	–	
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	6-May	–	–	
	14:30	EEUU	Balanza comercial (miles mn US\$)	Mar	-61,0	-61,5	
	20:00	EEUU	Avance presupuesto mensual (miles mn US\$)	Abr	17,6	50,5	
12-May	8:00	Alemania	PIB (t/a)	1T	-0,1 / 0,5	0,5 / 0,6	
	Jueves	8:45	Francia	Balanza comercial (mn e)	Mar	-1517	–
	10:00	Italia	Producción industrial (m/a)	Mar	0,1 / -2,5	-0,1 / -2,3	
	11:00	Zona euro	PIB (t/a)	1T	0,2 / 1,6	0,5 / 1,3	
	11:00	Italia	PIB (t/a)	1T	-0,4 / 0,8	0,2 / 0,5	
	14:30	EEUU	Avance de ventas al por menor	Abr	0,3	0,7	
	14:30	EEUU	- excluyendo automóviles	Abr	0,1	0,5	
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	7-May	333.000	330.000	
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	30-Abr	2,5 mn	–	
13-May	8:50	Francia	IPC (m/a)	Abr	0,6 / 1,9	0,3 / 1,9	
	Viernes	9:00	España	IPC (m/a)	Abr	0,8 / 3,4	1,5 / 3,5
	14:30	EEUU	Índice de precios de importación (m/a)	Abr	1,8 / 7,1	0,4 / n.d.	
	14:30	EEUU	Inventarios empresariales	Mar	0,5	0,6	
	15:45	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	May	87,7	88,0	

(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.

ASUNTOS A TENER EN CUENTA

En EEUU: Se espera que: (1) los inventarios al por mayor crezcan un 0,7% en marzo; (2) el déficit de la balanza comercial vuelva a incrementarse en marzo; (3) las ventas al por menor repunten en abril; (4) los inventarios empresariales aumenten 0,6% en marzo; y (5) el índice de confianza de la U. de Michigan se mantenga sin cambios en mayo.

En la zona euro: (1) en Alemania, la producción industrial de marzo podría superar las expectativas, en línea con otros datos publicados para el mismo mes; (2) el superávit de la balanza comercial en Alemania podría volver a mejorar en marzo; (3) el PIB alemán podría subir un 0,5% intertrimestral en el 1T05P; (4) en Italia, el PIB crecería un 0,2% intertrimestral en el 1T05P; y (5) el PIB de la zona euro aumentaría un 0,5% intertrimestral en el 1T05P.

TIPOS Y DIVISAS

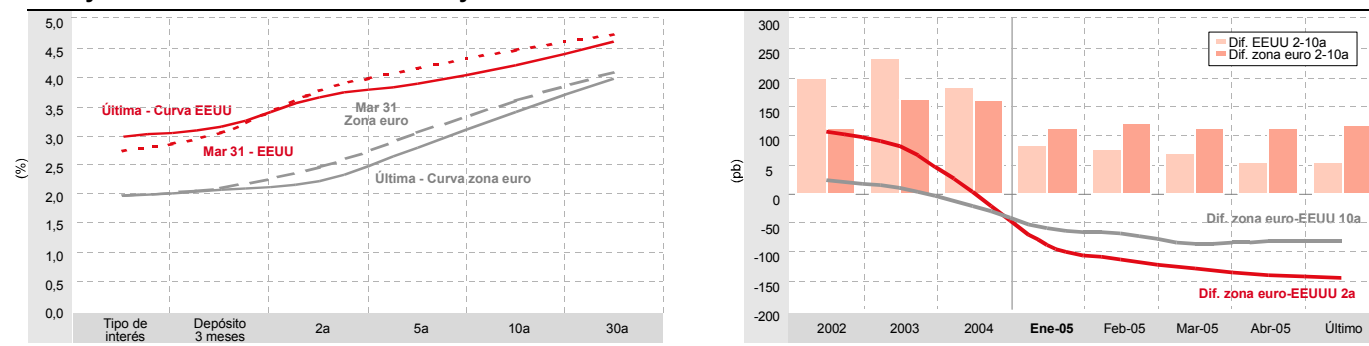
- El BCE mantiene sin cambios los tipos de interés en su última reunión. Según el BCE y su presidente Claude Trichet, no parece que el BCE vaya a subir los tipos de interés hasta 2006P. Así mismo, se descartó prácticamente la posibilidad de reducir los tipos de interés, algo que realmente nunca se han llegado a plantear.
- En su reunión de la semana pasada, la Reserva Federal volvía a subir los tipos de interés otros 25 puntos básicos y los dejaba en el 3,0%. Esperamos una nueva subida de 25 puntos básicos en su próxima reunión. De momento, descartamos que la Fed acelere el proceso de ajuste de los tipos de interés

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	Ene-05	Feb-05	Mar-05	Abr-05	22-Abr	29-Abr	6-May	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	2,3	2,5	2,8	2,8	2,75	2,75	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	2,1	2,09	2,11	2,11	2,11
	Dep. 3 meses EEUU	1,7	1,1	1,6	1,3	1,8	2,3	2,9	2,7	2,9	3,1	3,2	3,13	3,17	3,18	3,18
Tipos inter. largo plazo																
Zona euro	2 años	3,6	2,5	2,5	2,6	2,5	2,4	2,5	2,4	2,5	2,5	2,2	2,31	2,25	2,25	2,25
	5 años	4,2	3,3	3,3	3,5	3,4	3,1	3,0	2,9	3,1	3,1	2,8	2,86	2,78	2,81	2,81
	10 años	4,8	4,1	4,1	4,3	4,1	3,8	3,6	3,5	3,7	3,6	3,4	3,47	3,39	3,43	3,43
	30 años	5,2	4,8	4,7	4,9	4,7	4,4	4,1	4,0	4,2	4,1	3,9	4,03	3,94	4,00	4,00
EEUU	2 años	2,5	1,6	2,4	2,5	2,6	2,9	3,5	3,3	3,6	3,8	3,6	3,60	3,65	3,68	3,68
	5 años	3,7	2,9	3,4	3,7	3,5	3,5	4,0	3,7	4,0	4,2	3,9	3,92	3,90	3,92	3,92
	10 años	4,5	4,0	4,2	4,6	4,2	4,2	4,3	4,1	4,4	4,5	4,2	4,25	4,20	4,23	4,23
	30 años	5,3	4,9	5,0	5,3	5,0	4,9	4,7	4,6	4,7	4,8	4,5	4,58	4,51	4,62	4,62
Diferencial																
Dif. zona euro	3 m-30 a	195	257	265	287	262	228	199	194	205	198	183	194	183	189	189
	2 a-10 a	115	164	160	171	154	136	117	115	122	113	114	116	114	118	118
Dif. EEUU	3 m-30 a	354	376	338	399	321	254	180	188	184	168	135	145	135	145	145
	2 a-10 a	198	235	184	207	168	133	78	86	78	71	55	65	55	55	55
Dif. zona euro-EEUU	Int.	154	115	60	92	50	0	-50	-25	-50	-75	-75	-75	-75	-100	-100
	2 a	107	82	5	6	-2	-45	-109	-88	-112	-129	-140	-129	-140	-143	-143
	10 a	24	11	-20	-30	-16	-42	-71	-59	-67	-86	-81	-78	-81	-81	-81
Divisas																
	€/US\$	0,95	1,14	1,25	1,21	1,22	1,32	1,31	1,305	1,325	1,297	1,290	1,306	1,290	1,286	1,286
	€/¥	118	132	134	133	135	137	137	135	138	139	135	138	135	135	135
	US\$/¥	125	116	107	110	110	104	105	104	105	107	105	106	105	105	105

(1) Las cifras representan la media del periodo. (2) Última: 6 de mayo de 2005.
Fuente: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

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



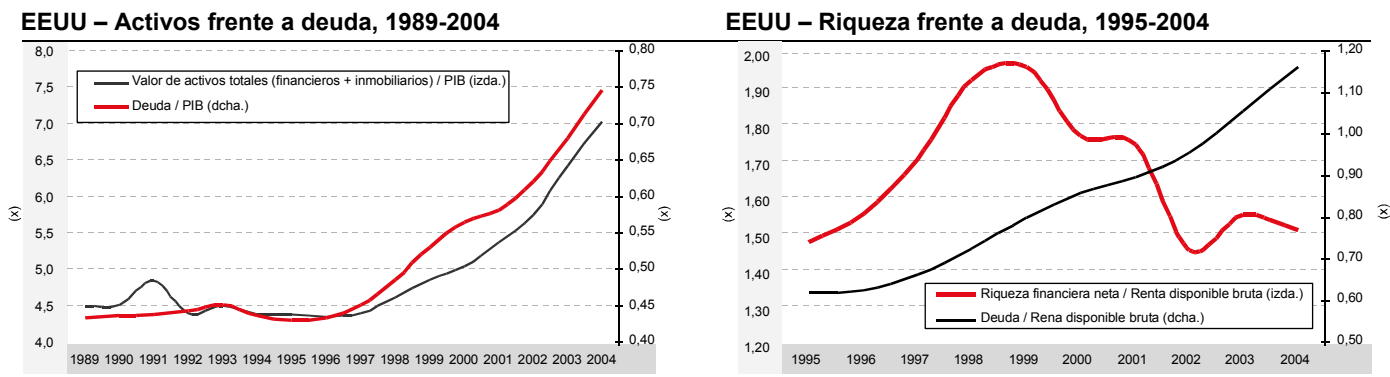
Fuente: Bloomberg.



RINCÓN MACRO: REVISAMOS EL BALANCE DE SITUACIÓN DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS

El Banco de España acaba de publicar los datos relativos al balance de situación de las familias españolas en 2004. Esta semana dedicamos el “Rincón macro” a analizar las tendencias de estas variables:

- **Los activos siguieron creciendo a buen ritmo** (9,2% interanual), aunque con una clara desaceleración respecto al año anterior (14,5% interanual). Las razones de ello fueron: (1) La partida de efectivos y depósitos aumentó más rápido (8,7% interanual) que el año anterior (5,6%), con un incremento de la adquisición neta de la partida de efectivos y depósitos del 55,6% desde 2003. (2) El crecimiento de otros títulos diferentes de acciones fue más modesto (1,1% interanual en 2004 tras haberse incrementado 42,4% en 2003), debido a los malos datos de adquisición neta de estos activos en el año, que caía casi un 50% respecto al año anterior. (3) Las acciones y otros activos financieros crecieron de manera firme a lo largo de 2004, registrando un 10,3% interanual tras el incremento del 26,9% interanual en 2003. Además, esta tendencia positiva se consiguió a pesar del retroceso de las adquisiciones netas (-37% interanual) frente a 2003. Esto se explica por la tendencia positiva de los mercados de renta variable. (4) Las reservas técnicas de seguros repitieron la tendencia a la baja iniciada en 2000. En este caso, las adquisiciones netas coincidieron prácticamente con los datos del año anterior.

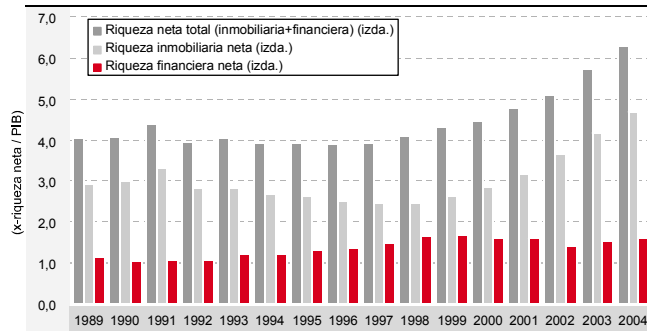


Fuente: Banco de España y Santander Investment Bolsa.

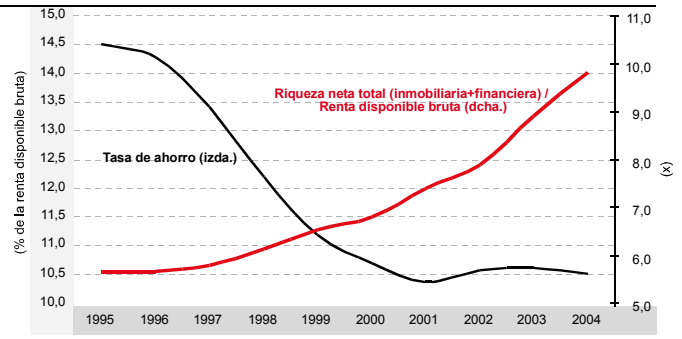
- **Los pasivos registraron el mayor crecimiento histórico.** Los pasivos crecieron un 17,5% interanual en 2004, cifra que superaba el máximo del 16,8% interanual arrojado en 2003. Se trata del mayor crecimiento desde 1989, primer año del que se tienen datos. El fuerte aumento del pasivo vino condicionado por los préstamos a largo plazo, que crecieron un 20,1% interanual en 2004, frente al 18,8% interanual el año anterior. En consecuencia, la tasa de crecimiento de los préstamos a largo plazo también rozó niveles históricos, debido principalmente al auge del mercado inmobiliario, todavía en marcha. Por otra parte, los préstamos a corto plazo también crecieron de manera significativa: 10,3% interanual en 2004, tras haber crecido un 1,21% interanual en 2003.
- **Los activos inmobiliarios volvían a registrar un crecimiento extraordinario.** El valor de los activos inmobiliarios volvía a crecer más del 20% interanual en 2004. Es el tercer año consecutivo que los activos inmobiliarios crecen más de un 20% interanual. Además, en los años anteriores a estos tres años, las tasas de crecimiento también fueron fuertes.

- La riqueza neta sigue creciendo.** La riqueza neta creció un 17,5% interanual en 2004, tras el 19,6% interanual en 2003. En otras palabras, y otro año más, **los españoles son más ricos que nunca**. En 2004, la riqueza neta también alcanzaba niveles máximos comparada con el PIB y con la renta disponible bruta: la riqueza neta se sitúa en 6,29 veces el PIB (desde 5,74 veces en 2003) y 9,82 veces la renta disponible bruta; el nivel más alto desde un punto de vista histórico. El principal responsable de este incremento de la riqueza volvía a ser el mercado inmobiliario. De hecho, si la riqueza en activos reales la calculamos como la diferencia entre el valor de los activos inmobiliarios menos los préstamos a largo plazo, observamos que creció un 20,5% interanual en 2004. Además, en estos momentos ya representa un 75% del total de la riqueza neta de los españoles, probablemente uno de los porcentajes más altos del mundo. La dependencia del balance de situación de las familias en el comportamiento de los precios de la vivienda es exagerada. Si se produjera un descenso significativo del precio de la vivienda, el impacto en el balance de situación de las familias sería importante y desencadenaría un efecto negativo sobre la riqueza neta.

EEUU – Riqueza, 1989-2004



EEUU – Riqueza frente a ahorro, 1995-2004



Fuente: Banco de España y Santander Investment Bolsa.

- Deterioro de algunos ratios.** Si nos fijamos en los principales ratios del balance de situación de las familias, comprobamos que se ha producido un deterioro importante en algunos de ellos: la deuda se sitúa en el 75% del PIB, el máximo nivel histórico, y 111% de la renta disponible bruta, el máximo registrado igualmente. Por otro lado, también los ahorros se están reduciendo, y representan un 10,5% de la renta disponible bruta en 2004 desde el 10,6% en el año anterior.

CONCLUSIONES: Los datos de 2004 revelan que los españoles son más ricos que nunca. No cabe duda de que son buenas noticias. Sin embargo, los pilares sobre los que se sostiene esta riqueza no son tan sólidos como parecen. En primer lugar, el incremento de la riqueza neta se ha debido principalmente a los activos inmobiliarios, lo que significa un claro riesgo si se produjera una bajada del precio de la vivienda. Además, según nuestros cálculos, la riqueza inmobiliaria neta ya representa el 75% de la riqueza neta total. En este sentido, una contribución mayor de la riqueza financiera neta sería muy deseable. Dada la elevada acumulación de deuda en los últimos años, la deuda de los españoles se ha deteriorado significativamente. Además, si tenemos en cuenta que el 95% de la deuda a largo plazo (especialmente, las hipotecas) está referenciada a tipo variable Euribor 1 año, el escenario para la posición financiera de las familias españolas en un entorno con fuerte subidas de tipos de interés sería claramente negativo.



España – Balance de las familias e instituciones sin ánimo de lucro, 1989-2004

(miles mn €)	1989-91	%	1992-94	%	1995-97	%	1998-00	%	2001-03	2003	%	2004
Activos financieros	386,1	33,5	515,5	37,9	710,9	41,8	1,007,8	14,5	1,153,9	1,250,9	9,2	1,365,4
Efectivo y depósitos	222,8	24,2	276,8	17,1	324,0	15,9	375,5	26,0	473,2	500,0	8,7	543,6
Otros títulos dif. de acciones	27,4	-4,4	26,1	-9,3	23,7	5,7	25,0	22,4	30,7	38,6	1,1	39,0
Acciones y otros	75,2	69,2	127,2	99,4	253,5	77,1	448,9	-3,5	433,2	476,8	10,3	526,0
Reservas técn. de seguros	27,5	69,3	46,6	64,0	76,4	62,6	124,2	41,3	175,4	191,0	8,1	206,4
Otras cuentas	32,9	-1,6	32,4	-10,2	29,1	17,3	34,1	21,6	41,4	44,5	13,5	50,5
Activos inmobiliarios	1,056,1	12,6	1,189,1	11,2	1,322,7	31,7	1,742,3	69,1	2,946,7	3,530,7	20,5	4,253,5
Total activos (financ.+ inmob.)	1,442,2	18,2	1,704,6	19,3	2,033,6	35,2	2,750,1	49,1	4,100,6	4,781,6	17,5	5,618,9
Pasivo	135,7	25,8	170,7	19,4	203,9	47,3	300,5	46,5	440,1	506,6	17,5	595,2
Préstamos	99,5	24,9	124,3	26,0	156,7	58,6	248,5	53,4	381,2	443,8	19,5	530,4
Préstamos a corto plazo	9,2	25,0	11,5	27,3	14,7	25,3	18,4	24,6	22,9	25,6	10,3	28,2
Préstamos a largo plazo	90,3	24,9	112,8	25,9	142,0	62,1	230,1	55,7	358,3	418,2	20,1	502,1
Otros pendientes de pago	36,2	28,2	46,4	1,8	47,3	10,0	52,0	13,3	58,9	62,8	3,2	64,8
Riqueza neta total	1,306,5	17,4	1,533,9	19,3	1,829,7	33,9	2,449,6	49,4	3,660,5	4,275,0	17,5	5,023,7
PIB nominal	311,8	23,6	385,6	20,7	465,4	22,0	568,0	23,1	699,1	744,8	7,2	798,7
Renta disponible bruta	—	—	—	—	320,6	17,5	376,7	20,1	452,3	480,1	6,5	511,5
Riqueza financ. neta (x PIB)	1,09	—	1,18	—	1,39	—	1,65	—	1,53	1,56	—	1,59
Riqueza inmobiliaria neta (x PIB)	3,08	—	2,79	—	2,54	—	2,65	—	3,68	4,18	—	4,70
Riqueza neta total (x PIB)	4,18	—	3,98	—	3,93	—	4,30	—	5,22	5,74	—	6,29
Préstamos a corto plazo (% del PIB)	3	—	3	—	3	—	3	—	3	3	—	4
Préstamos a largo plazo (% del PIB)	29	—	29	—	30	—	40	—	51	56	—	63
Total deuda (% del PIB)	44	—	44	—	44	—	53	—	63	68	—	75
Tasa de ahorro (% renta disp. bruta)	14,5	—	14,5	—	14,1	—	11,4	—	10,5	10,6	—	10,5
Riqueza neta total (x renta disp. bruta)	—	—	—	—	5,71	—	6,49	—	8,06	8,90	—	9,82
Total deuda (% renta disp. bruta)	—	—	—	—	0,64	—	0,79	—	0,97	1,06	—	1,16

Fuentes: Banco de España y Santander Investment Bolsa.

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 (abril de 2005), Eurozone Barometer (abril 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, 2001-4T04

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	0,7	1,1	1,1	1,0	0,8	1,4	-	-0,1	2,9	0,1	0,4	2,3	-
Gasto público	3,1	1,6	1,6	1,6	1,6	1,4	-	2,0	0,8	1,3	2,4	1,0	-
F. B. capital fijo	-2,5	-0,5	1,6	2,0	2,0	1,4	-	4,8	-0,6	2,0	1,9	2,3	-
Var. existencias (contrib.)	0,0	-0,4	-0,1	0,2	1,1	0,4	-	2,2	-0,4	0,4	2,3	-0,7	-
Demanda interna	0,4	1,2	1,7	1,6	2,4	1,8	-	3,6	1,2	1,1	3,5	1,3	-
Exportaciones	1,9	0,5	5,8	7,8	6,3	5,9	-	2,7	5,7	13,0	4,0	1,2	-
Importaciones	0,5	2,3	6,0	6,6	8,0	6,6	-	8,4	1,3	11,9	10,9	2,8	-
Aportac. sector Exterior	0,5	-0,7	0,0	0,6	-0,5	-0,2	-	-2,0	1,7	0,7	-2,5	-0,6	-
PIB	0,9	0,5	1,8	2,2	1,8	1,6	-	1,6	2,9	1,8	1,0	0,6	-
PIB nom. (EUR mds)	7086,0	7272,2	7546,5										
Indicadores de actividad	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	nov-04	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05
Producción industrial (IPI)	-0,3	0,2	2,1	3,2	2,9	1,1	-	-0,5	2,7	2,5	0,1	-	-
-sin construcción	-0,6	0,3	1,9	3,0	2,8	1,0	-	0,8	1,0	2,0	0,6	-	-
Producción manufacturera	-0,8	0,0	1,9	3,2	2,9	0,7	-	0,3	0,7	2,5	0,4	-	-
Ventas al por menor	0,1	0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,5	0,5	0,4	-0,6	0,8	1,4	-
Nuevas matriculaciones	-2,4	-1,3	1,6	3,5	-1,2	2,3	-1,6	1,8	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	nov-04	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05
Clima económico	94,4	93,4	100,0	99,9	100,6	100,9	99,0	100,9	100,2	100,8	98,8	97,5	96,5
Clima empresarial	-0,53	-0,43	0,32	0,34	0,52	0,45	0,17	0,39	0,44	0,40	0,20	-0,09	-0,28
Confianza industria	-11	-11	-5	-5	-4	-3	-6	-3	-4	-5	-6	-8	-9
Confianza construcción	-19	-20	-16	-16	-15	-14	-13	-14	-13	-13	-14	-13	-14
Confianza comercio minorista	-17	-11	-8	-8	-8	-8	-8	-10	-7	-6	-8	-10	-8
Confianza servicios	1	2	12	12	12	11	11	11	10	13	10	9	8
Confianza consumidores	-11	-18	-14	-14	-14	-13	-13	-13	-13	-13	-13	-14	-13
PMI	48	50	49	52,8	54,4	53,9	51,4	50,4	51,4	51,9	51,9	50,4	49,2
- Producción	49	52	51	53,9	56,0	55,9	52,3	50,5	52,4	53,3	53,4	51,6	50,3
- Nuevos pedidos	47	51	50	55,0	56,1	55,2	51,3	49,8	51,6	52,9	52,8	50,4	48,2
- Empleo	49	47	47	48,4	48,9	49,5	48,4	48,0	48,3	48,1	49,3	48,8	47,6
- Existencias	47	46	46	46,9	48,4	49,2	49,5	49,4	50,1	49,4	49,6	48,5	48,1
- Tiempos de entrega proveedores	53	50	50	45,0	40,4	43,1	44,6	44,4	45,4	46,1	47,5	48,3	49,2
- Precios	48	52	52	59,8	70,7	69,4	72,8	72,1	69,9	69,1	64,8	59,8	57,2
Precios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	nov-04	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05
IPC	2,3	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3	2,0	-0,1	0,3	-0,6	0,3	0,8	-
Infl. subyacente	2,4	1,8	1,8	1,9	1,8	1,8	1,5	0,0	0,5	-1,0	0,2	0,7	-
PPI (excl. construcción)	-0,1	1,4	2,3	2,0	3,1	3,8	4,1	-0,2	-0,2	0,6	0,4	0,6	-
Deflactor PIB	2,5	2,1	1,8	2,1	1,7	1,7	-						
Defactor de la demanda interna	2,2	1,9	2,0	2,2	1,9	2,2	-						
Costes y salarios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	nov-04	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05
Coste laboral unitario	2,2	2,0	-	0,4	0,1	-	-						
Remuneración asalariado	2,6	2,4	-	2,2	1,5	-	-						
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	nov-04	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05
Tasa de desempleo	8,2	8,7	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,9	-
Sec. monetario y financiero	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	nov-04	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05
M3	6,6	6,4	6,3	5,2	6,0	6,3	6,6	0,4	0,7	0,6	0,5	0,3	-
M3 Media móvil 3m	7,1	7,0	6,5	5,2	5,8	6,5	-	6,1	6,5	6,7	6,7	-	-
Préstamos al sector privado	4,0	4,7	6,4	5,5	5,8	6,4	7,0	0,9	0,6	0,5	0,3	0,7	-
Datos financ. (tasas inter.)	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	nov-04	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05
Tipo efectivo €	3,0	11,4	4,0	1,2	2,7	3,7	0,8	4,7	3,3	0,3	-0,3	2,4	-
Tipo efectivo real € (CPI)	4,1	12,6	4,1	1,6	2,8	3,3	0,9	4,3	2,9	0,5	-0,2	2,5	-
Tipo efectivo real € (PPI)	3,9	11,2	3,1	0,5	2,2	2,6	0,7	3,3	2,3	0,2	-0,3	2,2	-
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	nov-04	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05
Saldo cta. corriente (% PIB)	0,9	0,3	0,6	0,2	0,6	0,7	-	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
EUR Mds	65	20	45	43	50	46	38	46	45	36	38	-	-
Cuentas públicas (% PIB)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Total recursos	47,1	47,7	47,3	46,9	47,6	47,9	47,3	47,8	47,5	46,8	46,3	46,3	-
Total empleos	52	53,5	52,5	52,0	52,0	50,6	49,6	49,1	48,5	48,6	48,7	49,1	-
Déficit/Superávit	-5,0	-5,9	-5,2	-5,2	-4,2	-2,6	-2,2	-1,3	0,2	-1,7	-2,4	-2,8	-2,7

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

APÉNDICE 2

ESTADOS UNIDOS: Indicadores, 2001-1T04

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	3,5
Gasto e inv. públicos	2,8	2,0	1,6	1,8	1,6	1,1	2,2	0,7	0,8	0,6
Inversión privada	4,4	13,2	16,8	11,7	11,6	11,6	19,0	2,4	13,3	12,5
- Equipo	6,4	13,6	13,9	12,9	14,5	14,2	14,2	17,5	18,4	6,9
- Construcción	3,7	7,0	9,3	5,9	4,5	5,0	13,5	0,8	3,0	3,2
Demanda interna	3,4	4,8	5,1	4,5	4,6	4,4	4,2	3,9	5,0	4,4
Exportaciones	1,9	8,6	10,8	9,4	5,9	5,9	7,3	6,0	3,2	7,0
Importaciones	4,4	9,9	10,7	11,1	9,8	10,8	12,6	4,6	11,4	14,7
PIB	3,0	4,4	4,8	4,0	3,9	3,6	3,3	4,0	3,8	3,1
PIB nominal (M.M. \$)	11004	11735								
Actividad general	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	nov-04	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05
Indicador adelantado	4,2	2,4	1,3	0,3	1,3	1,3	0,7	0,7	-0,5	-
Indicador coincidente	2,7	2,6	2,9	2,7	2,5	3,5	2,9	2,8	2,5	-
Ratio existencias/Ventas	1,23	1,23	1,24	1,26	1,24	1,23	1,23	1,26	1,25	-
Producción industrial	4,9	4,6	4,3	3,8	3,8	4,4	4,2	3,3	3,9	-
Utilización capacidad (1)	78,2	78,3	78,7	79,3	78,7	79,3	79,2	79,3	79,4	-
Indice ISM	27,2	10,5	-4,8	-10,8	-6,0	-7,7	-10,2	-11,0	-11,4	-14,5
Indice ISM (1)	62,6	61,6	57,6	55,3	57,6	57,3	56,4	55,3	55,2	53,3
Consumo privado	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	nov-04	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05
Ganancia real por hora	-0,6	-0,4	-0,8	-0,4	-1,2	-0,7	-0,4	-0,4	-0,5	-
Ventas al por menor	7,6	6,3	8,3	7,2	7,3	8,9	8,0	7,8	5,9	-
-sin autos	9,1	7,6	8,9	7,8	8,7	8,9	8,2	8,6	6,7	-
Gastos de consumo	3,6	3,6	3,8	3,6	3,4	3,9	3,6	3,6	3,7	-
Confianza consumidores (1)	93,1	105,7	92,6	104,4	92,6	102,7	105,1	104,4	103,0	97,7
Expectativas consumidor (1)	94,8	105,3	90,2	96,1	90,2	100,7	100,4	96,1	93,7	87,2
Tasa de ahorro familiar (1)	1,0	0,7	0,6	0,5	0,6	3,7	0,8	0,5	0,4	-
Crédito al consumo	4,0	4,2	4,7	-	4,6	4,7	3,9	4,1	-	-
Inversión en equipo	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	nov-04	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05
Nuevos pedidos	13,1	11,7	10,3	8,1	11,6	10,2	11,1	9,3	4,2	-
-ex autos	14,2	12,4	12,0	10,5	12,8	11,7	11,9	11,9	7,7	-
Pedidos b. capital sin def. y aviones	12,3	12,1	11,4	11,7	11,3	10,6	14,0	12,9	8,2	-
ISM: Producción	25,5	6,5	-12,3	-14,4	-13,1	-17,7	-16,2	-12,8	-14,1	-14,7
ISM: Nuevos pedidos	24,8	2,7	-10,6	-15,9	-14,1	-8,4	-18,4	-16,7	-12,6	-18,4
Benef. después de impuestos	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04	3T04	4T04	1T05
	31,8	14,3	6,7	9,8	14,7	17,2	19,5	5,8	6,8	-
Construcción	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	nov-04	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05
Viviendas iniciadas	10,0	4,6	-2,9	7,3	-12,1	-0,5	13,2	17,6	-8,2	-
Ventas nuevas viviendas	9,2	-0,2	11,2	8,2	8,0	11,3	2,0	9,4	12,7	-
Gastos de construcción	10,2	9,6	8,6	9,3	8,4	9,3	10,1	9,9	8,0	-
Permisos de construcción	11,2	5,9	4,8	5,4	7,9	4,6	8,2	7,7	0,3	-
Empleo y salarios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	nov-04	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05
Población activa	0,3	0,8	0,8	1,0	0,8	1,0	0,8	1,1	1,0	1,3
Empleo total	0,9	1,5	1,3	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,5	1,8
Tasa de paro (% pob. activa) (1)	5,6	5,5	5,4	5,4	5,4	5,4	5,2	5,4	5,2	5,2
Duración media paro (sem.) (1)	19,8	18,5	19,8	19,1	19,8	19,3	19,3	19,1	19,5	19,6
Jornada media laboral (horas) (1)	33,8	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7	33,9
Ganancia media por hora	2,1	2,2	2,5	2,6	2,4	2,6	2,7	2,6	2,6	2,7
Coste del empleo total	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04	3T04	4T04	1T05
	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	nov-04	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05
Inflación	2,9	2,7	3,3	3,0	3,5	3,3	3,0	3,0	3,2	-
Inflación subyacente	1,8	1,8	2,1	2,3	2,2	2,2	2,3	2,4	2,4	-
Precios producción	4,2	3,5	4,5	4,6	5,0	4,1	4,2	4,8	4,9	-
P. producc sin energía y alim.	1,5	1,6	2,0	2,7	2,0	2,2	2,7	2,8	2,6	-
Precios importación	5,7	7,0	8,5	6,3	9,0	6,7	5,7	6,0	7,1	-
Precios exportación	4,2	4,2	4,2	3,6	4,2	4,0	4,1	3,4	3,3	-
Sector exterior	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	nov-04	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05
Saldo B. bienes y servicios (4)	-523,0	-562,0	-605,0	-645,0	-605	-617	-630	-645	-	-
Saldo B. bienes y servicios (4) % PIB	-4,5	-4,8	-5,0	-5,3	-	-	-	-	-	-
Saldo Balanza comercial (4)	-608,0	-648,8	-694,1	-736,8	-694	-707	-721	-737	-	-
Saldo Balanza comercial (4) % PIB	-5,2	-5,5	-5,8	-6,0	-	-	-	-	-	-
Tipo cambio efectivo nominal	-5,9	-7,1	-6,3	-4,4	-7,9	-6,7	-3,8	-3,4	-6,1	-5,3
Política económica	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	nov-04	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05
Oferta monetaria (M2)	4,7	3,6	5,2	5,3	5,3	5,7	5,7	5,2	4,9	-
Tipo fondos federales (1)	1,00	1,27	1,92	2,50	1,92	2,16	2,29	2,50	2,63	2,78
Ingresos federales (3)	550	479	487	452	135	216	202	101	149	-
Gastos federales (3)	576	565	605	628	192	219	194	215	220	-
Déficit público federal (3)	-26	-86	-118	-177	-58	-3	9	-114	-71	-

(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 (abril 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)	848.423	14,5	13,5	12,2	12,5	7,5	7,0	6,4	9,0	9,7	8,7	8,1	8,6	3,0	3,4	2,3	2,0
Alemania (DAX 30)	574.745	14,8	15,2	11,7	22,9	6,3	5,8	5,1	6,7	7,4	7,3	6,6	7,0	3,0	3,4	2,0	1,8
Italia (MIB 30)	469.649	22,6	15,5	14,0	18,4	6,6	6,3	6,0	5,1	7,2	6,9	6,7	5,0	4,3	4,3	2,6	2,4
Portugal (PSI 20)	169	7,8	26,2	9,5	29,9	8,7	7,5	7,0	7,5	5,5	9,8	7,6	-6,7	0,0	0,0	2,1	1,8
España (IBEX35)	407.598	15,8	15,3	12,6	13,5	9,6	7,5	7,3	5,5	8,6	7,7	7,1	5,8	3,4	3,7	3,2	2,8
DJ Stoxx 600	6.380.801	16,2	15,0	13,0	13,2	6,7	6,1	5,8	8,8	8,6	8,0	7,3	5,8	3,3	3,6	3,1	2,6
DJ Stoxx 50	2.719.764	14,8	13,5	12,5	11,9	7,9	7,6	7,0	6,9	10,5	9,7	9,1	7,6	3,5	3,8	2,8	2,5
DJ Euro Stoxx 50	1.827.847	14,4	13,0	11,9	14,1	6,6	6,2	5,8	6,6	8,2	7,7	7,3	7,5	3,7	4,0	2,3	2,1
P. Ibérica Bienes de Capital	26.472	8,7	8,3	11,7	29,9	5,3	4,5	5,6	11,8	5,4	5,4	6,5	4,3	3,3	2,9	1,5	1,5
P. Ibérica Construcción	24.091	16,1	14,4	12,9	-14,9	9,2	8,5	7,8	13,3	9,8	8,6	7,7	-11,7	3,5	2,1	2,2	2,1
P. Ibérica B. de Consumo	33.773	22,6	20,3	18,7	20,0	10,3	9,3	9,0	11,0	13,1	11,8	11,6	13,8	2,4	3,0	4,4	4,2
P. Ibérica Serv. consumidor	41.872	14,9	13,1	15,0	7,2	10,4	9,6	10,9	2,8	8,1	8,0	8,4	-1,3	2,5	2,2	2,3	2,4
P. Ibérica Financieras	151.510	16,7	13,8	12,7	16,8	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	3,2	3,9	1,8	1,9
P. Ibérica Petróleo y gas	45.532	16,3	14,0	12,0	11,5	6,8	6,8	6,5	6,6	7,0	7,0	6,2	5,2	2,6	2,8	2,0	1,8
P. Ibérica TMTs	134.989	49,1	38,0	28,3	48,9	17,7	15,0	13,2	14,6	23,5	16,3	15,7	18,9	1,3	1,4	9,4	7,9
P. Ibérica Utilities	54.241	15,2	13,7	13,7	6,9	8,3	6,6	7,1	2,5	6,2	7,9	7,6	11,1	4,1	4,1	2,6	3,5
Total P. Ibérica	512.479	19,0	16,3	15,4	14,2	12,9	11,5	11,7	8,1	14,2	13,7	13,5	6,1	2,7	2,8	2,7	2,7

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

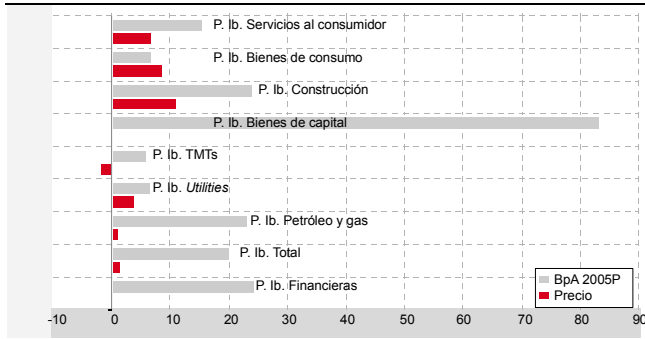
Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

Comportamiento de los mercados (%)

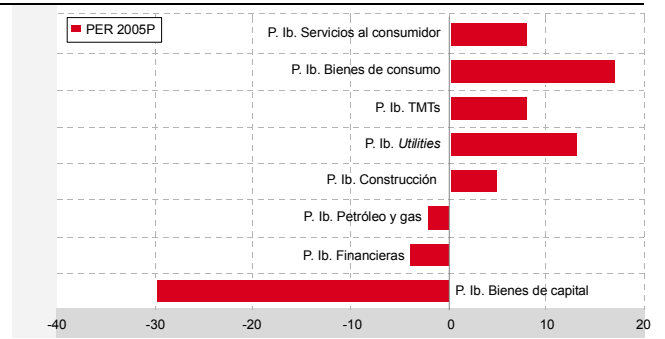
Index	Cierre	Últimos 12M		-1S	-1M	-3M	-6M	-12M	En el	En el	Desde 12M	
	5-mayo	Máx.	Mín.						Trim.	Año	Máx.	Mín.
Francia (CAC 40)	4.013	4.144	3.452	2,6	-2,3	1,4	6,1	9,8	-1,3	5,0	-3,2	16,2
Alemania (DAX 30)	4.285	4.435	3.619	2,4	-2,1	-1,2	5,5	9,6	-1,5	0,7	-3,4	18,4
Italia (MIB 30)	31.410	33.179	26.185	1,4	-3,9	-2,6	6,4	12,8	-3,4	0,6	-5,3	20,0
Portugal (PSI 20)	7.669	8.107	6.952	0,8	-1,1	-4,7	2,1	1,7	-1,5	0,9	-5,4	10,3
España (IBEX35)	9.216	9.648	7.539	2,4	-1,8	-2,2	7,5	13,5	-0,5	1,5	-4,5	22,3
DJ Stoxx 600	260	268	225	1,6	-2,0	-0,6	5,8	8,8	-0,7	3,7	-3,0	15,6
DJ Stoxx 50	2.870	2.947	2.523	1,9	-0,9	-0,1	3,9	5,5	0,2	3,4	-2,6	13,8
DJ Euro Stoxx 50	3.000	3.118	2.560	2,4	-2,5	-1,2	4,4	8,5	-1,8	1,7	-3,8	17,2
P. Ibérica Bienes de Capital	ND	ND	ND	1,6	-3,5	-5,4	7,7	14,1	-4,0	-0,8	-12,9	26,6
P. Ibérica Construcción	ND	ND	ND	3,5	1,5	0,7	30,8	37,2	3,7	16,0	-3,9	47,8
P. Ibérica B. de Consumo	ND	ND	ND	2,6	1,2	4,2	22,0	36,0	4,1	9,7	ND	43,1
P. Ibérica Serv. consumidor	ND	ND	ND	1,5	-1,2	-1,9	14,8	25,3	-0,4	7,0	-7,9	36,9
P. Ibérica Financieras	ND	ND	ND	2,3	-2,8	-2,5	5,0	8,6	-1,8	0,9	-7,0	21,0
P. Ibérica Petróleo y gas	ND	ND	ND	1,8	-3,1	-0,2	11,8	12,8	-1,1	2,5	-6,1	22,1
P. Ibérica TMTs	ND	ND	ND	2,0	-1,7	-5,7	1,6	5,8	-0,9	-1,9	-10,0	19,8
P. Ibérica Utilities	ND	ND	ND	1,7	-0,9	0,8	10,5	16,8	0,5	5,4	-5,0	23,1
Total P. Ibérica	ND	ND	ND	2,1	-1,8	-2,4	8,1	13,1	-0,7	2,3	ND	24,8

Fuente: Bloomberg.

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

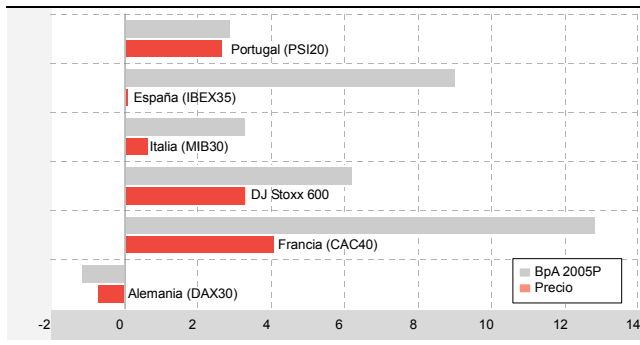


DJ Stoxx 600 – Variación relativa en el PER 2005P por sectores (%)

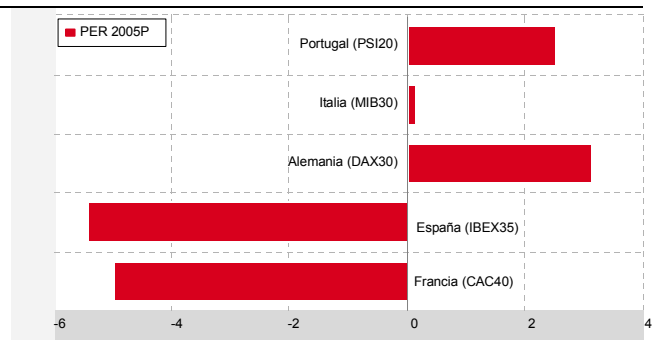


Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

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



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



Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

III. RECOMENDACIONES Y MÚLTIPLOS DE MERCADO

Compañía	País	Moneda	Precio 05/05/05	Cap. burs. (€ mn)	SCH Bolsa Recomen	Precio objet.	Potencial alcista (%)	Ponderación (%) IBEX 35	PSI 20	Comport. burs. (%)			PER (x)			TACC BpA 03-06P (%)	EV/EBITDA (x)			TACC EBITDA 03-06P (%)			P/FC (x)			TACC FCpA 03-06P (%)			RpD (%)			P/VC (x)			Compañía
										-1S	Trim.	Año	04E	05P	06P		04E	05P	06P	04E	05P	06P	04E	05P	06P	04E	05P	06P	04E	05P	06P	04E	05P	06P	
Acerinox	ES	EUR	11,5	3.035	Infrapond.	12,2	5,8	0,9		0,3	-8,9	-2,4	10,0	7,9	15,8	15,3	6,0	4,7	7,7	16,4	5,9	5,6	8,6	12,3	3,0	3,0	1,5	1,4							Acerinox
Arcoflor	ES	EUR	15,9	10.185	Infrapond.	15,2	-4,8	1,7		1,6	-4,4	-3,8	4,7	5,0	7,2	67,1	3,8	3,1	3,7	20,5	3,1	3,5	4,0	1,1	3,8	3,8	0,9	0,8							Arcoflor
Cementos Portland	ES	EUR	51,3	1.428	Comprar	67,4	31,4			-1,3	3,2	6,9	12,3	11,3	10,4	-2,5	5,6	5,2	4,7	2,4	7,2	6,7	6,4	-0,8	3,2	3,5	1,5	1,4							Cementos Portland
Cimpor	POR	EUR	4,4	2.930	Mantener	4,9	12,4		3,4	1,4	0,7	5,1	16,2	14,7	10,4	ND	ND	ND	ND	ND	7,0	6,7	ND	ND	4,4	ND	2,6	ND							Cimpor
Ence	ES	EUR	22,6	574	Comprar	28,0	24,2			4,1	-3,3	0,1	14,0	6,4	6,3	29,7	14,6	7,0	5,8	19,7	7,0	4,4	4,2	14,1	3,3	3,1	1,2	1,1							Ence
Gamesa	ES	EUR	10,1	2.460	Comprar	12,5	23,6	0,6		1,2	-1,4	-1,8	11,1	14,1	12,0	0,4	9,3	8,4	7,4	12,4	6,7	6,7	5,9	8,3	2,3	2,7	3,0	2,6							Gamesa
Tubacex	ES	EUR	2,8	371	Infrapond.	1,9	-31,9			5,3	13,0	47,6	27,5	18,4	16,0	56,5	11,4	9,6	8,8	26,4	12,6	10,7	9,1	18,0	1,8	2,6	1,9	1,8							Tubacex
Uralita	ES	EUR	4,0	792	Comprar	4,7	16,0			-3,4	-5,0	7,5	18,3	19,2	16,7	-202,4	6,0	5,8	5,4	1,9	4,7	6,6	6,0	39,4	2,1	2,4	3,5	3,1							Uralita
Zardoya Otis	ES	EUR	21,7	4.697	Infrapond.	19,6	-9,7			4,2	5,1	10,5	32,9	33,1	30,1		21,5	19,5	17,7	10,1	32,7	30,2	27,7	6,1	2,9	3,2	32,9	3,0							Zardoya Otis
Bienes de capital				26.472				3,1	3,4	1,6	-4,0	-0,8	8,7	8,3	11,7	29,9	5,3	4,5	5,6	11,8	5,4	5,4	6,5	4,3	3,3	2,9	1,5	1,5						Bienes de capital	
Acciona	ES	EUR	68,7	4.366	Comprar	82,0	19,4	1,0		3,1	-1,3	5,5	17,9	16,2	13,9	-45,5	8,1	7,2	6,8	25,9	11,5	8,0	6,8	-36,5	3,1	3,6	1,5	1,5							Acciona
ACS	ES	EUR	19,6	6.913	Comprar	22,3	13,8	1,9		3,8	2,6	16,6	15,0	12,8	11,4	17,3	7,3	6,5	5,7	7,9	11,8	9,1	8,5	-1,4	1,9	2,2	2,7	2,3							ACS
FCC	ES	EUR	42,7	5.578	Mantener	44,5	-15,2	0,9		2,3	8,2	20,6	13,5	14,8	14,5	11,0	7,5	6,8	6,2	6,6	8,4	8,2	7,8	18,4	3,8	4,0	2,5	2,3							FCC
Ferrovial	ES	EUR	46,3	6.487	Comprar	56,7	22,6	1,5		5,0	5,9	17,6	18,9	17,0	15,3	7,9	13,4	12,8	11,9	16,7	10,1	10,4	8,7	6,4	1,5	1,7	2,6	2,4							Ferrovial
OHL	ES	EUR	8,3	747	Infrapond.	9,5	13,9			-0,7	-5,5	32,4	13,0	9,9	8,9	19,9	7,9	7,9	7,5	17,6	4,3	4,0	3,5	19,9	2,5	2,8	1,3	1,3							OHL
Construcción				24.091				5,3	0,0	3,5	3,7	16,0	16,1	14,4	12,9	-14,9	9,2	8,5	7,8	13,3	9,8	8,6	7,7	-11,7	3,5	2,1	2,2	2,1						Construcción	
Aldasa	ES	EUR	36,2	759	Infrapond.	34,5	-4,6			0,1	-1,0	16,2	22,8	20,4	19,3	11,2	10,4	9,6	8,6	8,7	14,1	12,5	11,6	10,7	3,2	3,2	3,7	3,4							Aldasa
Altadis	ES	EUR	33,2	9.530	Infrapond.	30,7	-8,8	2,7		2,7	6,7	-0,1	19,2	16,7	14,8	31,1	9,6	8,5	7,9	7,1	11,8	10,8	9,8	21,4	3,0	3,4	6,3	6,1							Altadis
Barón de Ley	ES	EUR	39,4	305	Infrapond.	34,4	-12,7			1,7	3,8	3,7	14,1	17,2	17,0	-5,7	9,2	8,6	8,0	3,7	9,1	11,0	10,6	-0,7	0,0	0,0	1,7	1,6							Barón de Ley
Cortefiel	ES	EUR	15,5	1.212	Comprar	14,4	-7,4			9,2	15,9	33,2	19,2	14,6	12,9	46,3	8,9	7,3	6,5	27,4	10,5	8,6	7,6	25,5	2,7	2,9	2,9	2,5							Cortefiel
Ebro Puleva	ES	EUR	13,3	2.051	Comprar	15,9	19,3			2,2	2,9	27,0	17,0	14,4	11,8	19,9	8,4	8,7	7,4	14,4	8,3	6,7	6,6	13,3	2,6	2,9	1,8	1,7							Ebro Puleva
Faes	ES	EUR	16,6	820	Infrapond.	11,5	-30,6			6,9	7,3	21,9	31,9	41,0	38,6	-2,3	22,9	23,8	23,1	-4,1	19,1	23,4	22,5	-3,8	0,0	0,0	5,9	5,5							Faes
Inditex	ES	EUR	23,6	14.711	Comprar	27,9	16,0	2,5		2,8	2,3	6,8	23,4	20,3	17,7	23,0	11,4	9,9	8,5	23,4	14,8	13,1	11,3	23,3	2,9	4,2	5,0	4,4							Inditex
Jerónimo Martins	POR	EUR	11,7	1.469	Comprar	11,6	-0,6			-1,9	-0,7	20,3	19,2	19,8	ND	ND	ND	ND	ND	ND	6,9	6,8	ND	ND	2,0	ND	4,3	ND							Jerónimo Martins
Sos Cuétara	ES	EUR	43,0	1.231	Infrapond.	24,0	-44,2			0,2	10,5	31,0	36,5	31,6	26,2	26,7	18,1	14,1	12,1	23,7	18,8	16,4	14,6	3,6	6,7	6,7	3,3	3,0							Sos Cuétara
Viscofan	ES	EUR	7,4	360	Infrapond.	8,0	8,5			-0,1	-3,4	-1,1	33,6	48,2	38,4	-14,5	8,7	7,7	6,6	1,4	15,1	14,1	13,8	-6,9	0,8	1,1	1,4	1,3							Viscofan
Zelitia	ES	EUR	6,6	1.325	Infrapond.	4,7	-29,5			2,8	2,2	28,2	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	0,0	0,0	4,3	0,0							Zelitia
Bienes de consumo				33.773				5,2	1,7	2,6	4,1	9,7	22,6	20,3	18,7	20,0	10,3	9,3	9,0	11,0	13,1	11,8	11,6	13,8	2,4	3,0	4,4	4,2						B. de consumo	
NH Hoteles	ES	EUR	9,7	1.156	Comprar	12,1	25,1	0,3		3,1	-2,5	0,9	27,3	28,4	14,0	17,3	10,3	11,1	8,4	12,7	11,2	9,7	7,5	-0,3	1,8	3,6	1,8	1,6							NH Hoteles
Sol Meliá	ES	EUR	8,4	1.552	Comprar	10,4	23,2			-4,4	-8,3	15,1	25,8	13,4	10,6	56,7	10,9	9,1	7,4	8,5	8,2	6,0	5,2	16,0	1,2	1,4	1,8	1,5							Sol Meliá
TelePizza	ES	EUR	1,6	356	Infrapond.	1,4	-15,1			3,2	-5,4	6,0	18,4	16,3	15,7	-218,3	8,6	7,9	7,2	4,4	8,3	8,9	8,7	71,2	2,8	3,0	4,1	3,6							TelePizza
Amadeus	ES	EUR	7,3	4.318	Infrapond.	7,4	0,8	1,2		0,6	0,1	-3,7	22,2	21,4	18,1	14,6	7,5	7,3	6,1	3,8	10,3	10,0	9,3	0,6	1,4	1,6	4,0	3,4							Amadeus
Iberia	ES	EUR	2,5	2.297	Mantener	2,9	16,3	0,6		2,5	-5,0	-3,9	10,4	4,6	27,8	-17,5	11,5	14,0	15,9	-6,3	5,7	4,5	8,3	-9,1	10,2	2,0	1,2	1,2							Iberia
Logista	ES	EUR	38,9	1.776	Comprar	47,0	20,9			-0,3	-2,5	-2,6	19,9	18,3	15,7	12,8	12,8	8,2	7,2	17,7	11,5	10,7	9,6	25,4	2,7	3,2	3,7	3,3							Logista
Abertis	ES	EUR	17,6	9.887	Infrapond.	18,7	18,6	2,5		3,3	0,7	3,4	18,7	18,7	ND	ND	ND	ND	ND	ND	10,7	10,0	9,7	ND	3,3	3,7	ND								Abertis
Brisa	POR	EUR	6,2	3.728	Comprar	7,5	20,8		7,8	0,2	-4,6	-8,0	18,5	18,5	ND	ND	ND	ND	ND	ND	11,5	11,0	ND	ND	4,1	ND	2,5	ND							Brisa
Inm. Colonial	ES	EUR	39,8	2.229	Comprar	41,0	3,0			-0,6	6,0	34,5	18,8	14,7	14,7	20,7	17,2	14,1	14,1	30,8	6,5	9,7	9,5	27,8	2,7	2,9	2,6	2,3							Inm. Colonial
Inm. Urbis	ES	EUR	12,0	1.526	Infrapond.	12,5	4,5			1,0	3,1	12,0	16,7	12,4	10,9	-2,2	13,5	12,3	11,8	21,0	9,2	9,1	9,6	2,9	2,7	3,0	2,0	1,8				</			

IV. MONITOR DE LA TENDENCIA

Comportamiento bursátil 1M (%)			
10 mejores		10 peores	
Tubacex	12,5	PT Multimédia	-5,9
Cortefiel	9,9	OHL	-6,3
Inm. Colonial	9,0	Acerinox	-6,6
Faes	8,1	Viscofán	-7,2
FCC	6,5	Sol Meliá	-7,4
Sos Cuétara	6,3	Arcelor	-7,9
Zardoya Otis	5,4	Uralita	-9,3
Barón de Ley	5,0	B. Valencia	-10,2
Sonae SGPS	3,4	TelePizza	-11,7
Unión Fenosa	3,4	Jazztel	-16,5

Comportamiento desde máximo 12M (%)			
10 mejores		10 peores	
Cortefiel	unch	Ence	-14,2
Zardoya Otis	-0,2	Brisa	-15,0
FCC	-0,7	Viscofán	-16,0
Aldeasa	-1,1	Acerinox	-16,8
Sos Cuétara	-1,1	TelePizza	-18,0
Unión Fenosa	-1,2	Arcelor	-18,1
Metrovacesa	-1,3	B. Valencia	-20,0
Inditex	-1,3	Sogecable	-20,5
Faes	-1,5	Gamesa	-23,4
Telecinco	-1,7	Jazztel	-30,5

Recomendaciones consenso 3M*			
10 mejores		10 peores	
Jazztel	2,8	Prisa	1,6
B. Valencia	2,7	Sogecable	1,5
Faes	2,6	Cimpor	1,5
Metrovacesa	2,6	Inditex	1,5
Sos Cuétara	2,6	Tubacex	1,4
B. Guipuzcoano	2,5	Telefónica	1,4
OHL	2,5	B. Pastor	1,4
Zardoya Otis	2,4	Ferrovial	1,4
CF Alba	2,4	Arcelor	1,3
Uralita	2,4	Sonae SGPS	1,3

BpA Consenso/BpA S.I. 2005P (%)			
10 mejores		10 peores	
Jerónimo Martins	38,5	Jazztel	-13,5
NH Hoteles	29,6	Acerinox	-14,4
Logista	26,6	Metrovacesa	-14,5
Gamesa	25,0	Aguas Barcelona	-17,5
Portugal Telecom	22,4	Ence	-24,8
Uralita	19,7	Sol Meliá	-39,1
Abengoa	19,5	Iberia	-45,3
PT Multimédia	18,5	B. Guipuzcoano	-46,5
Cimpor	15,4	Sogecable	-81,8
Amadeus	15,0	Terra Lycos	-170,2

Comportamiento bursátil 3M (%)			
10 mejores		10 peores	
Jazztel	43,2	Logista	-9,6
Tubacex	25,1	PT Multimédia	-9,6
Telecinco	18,5	TelePizza	-10,2
Zeltia	15,6	Sogecable	-10,4
Ebro Puleva	15,1	Arcelor	-10,6
Cortefiel	14,8	Iberia	-10,9
Antena 3	14,8	Viscofán	-11,9
B. Guipuzcoano	13,5	Brisa	-12,9
Sos Cuétara	13,3	Acerinox	-13,4
Inm. Colonial	13,2	B. Valencia	-14,2

Comportamiento desde mínimo 12M (%)			
10 mejores		10 peores	
Jazztel	383,3	Brisa	12,7
Inm. Colonial	107,0	Cimpor	12,7
Cortefiel	96,5	PT Multimédia	11,5
Sos Cuétara	91,1	Ence	11,1
Telecinco	86,5	Sogecable	8,8
Tubacex	83,6	Portugal Telecom	7,3
Antena 3	70,4	Gamesa	6,9
Aldeasa	63,6	Viscofán	4,7
B. Guipuzcoano	60,2	EDP	2,4
Amadeus	55,4	BES	2,0

Recomendaciones positivas-negativas 3M (x)			
10 mejores		10 peores	
Prisa	11,0	Zardoya Otis	0,2
Arcelor	9,5	OHL	0,2
Inditex	9,0	Sos Cuétara	0,2
Ferrovial	8,0	Bankinter	0,1
Tubacex	7,0	Aldeasa	0,0
Iberdrola	6,5	Metrovacesa	0,0
B. Pastor	6,0	Faes	0,0
Sogecable	5,7	B. Valencia	0,0
Enagás	5,5	B. Guipuzcoano	0,0
ACS	5,0	Jazztel	0,0

Acciones más recomendadas (% de compra)			
10 mejores		10 peores	
B. Pastor	85,7	Sos Cuétara	12,5
Arcelor	82,6	TPI	12,5
Sogecable	81,0	Amadeus	11,1
Sonae SGPS	80,0	Bankinter	5,0
Telefónica	77,8	Aldeasa	0,0
Tubacex	77,8	Metrovacesa	0,0
Ferrovial	76,2	Faes	0,0
Cimpor	75,0	B. Valencia	0,0
Inditex	69,2	B. Guipuzcoano	0,0
Inm. Urbis	63,6	Jazztel	0,0

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

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.



V. MONITOR DEL VALOR

PER 2005P (x)			
10 mejores		10 peores	
Viscofán	48,2	Metrovacesa	11,3
Faes	41,0	Cementos Port	11,3
Zardoya Otis	33,1	Repsol YPF	10,4
Sos Cuétara	31,6	OHL	9,9
PT Multimédia	29,0	Sacyr Valleherm.	9,3
NH Hoteles	28,4	Acerinox	7,9
CF Alba	25,9	Ence	6,4
B. Valencia	24,2	Arcelor	5,0
Prisa	22,2	Iberia	4,6
Amadeus	21,4	Jazztel	-8,0

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

P/FC 2005P (x)			
10 mejores		10 peores	
Zardoya Otis	30,2	Sacyr Valleherm.	5,8
Faes	23,4	Acerinox	5,6
Terra Lycos	19,3	Portugal Telecom	5,3
Inm. Urbis	19,1	Repsol YPF	4,9
Antena 3	17,1	Sonae SGPS	4,9
Telecinco	16,8	EDP	4,6
Sos Cuétara	16,4	Abengoa	4,5
Indra	16,4	Iberia	4,5
Iberdrola	15,4	Ence	4,4
PT Multimédia	15,4	OHL	4,0

P/VC 2005P (x)			
10 mejores		10 peores	
Zardoya Otis	32,9	Cementos Portland	1,5
TPI	10,4	Sacyr Valleherm.	1,5
Jazztel	10,3	Acerinox	1,5
Telecinco	8,4	Viscofán	1,4
Sogecable	8,0	OHL	1,3
Antena 3	6,4	Ence	1,2
Altadis	6,3	Iberia	1,2
Telefónica Móviles	6,2	EDP	1,1
Faes	5,9	Terra Lycos	1,0
Indra	5,1	Arcelor	0,9

Revisiones del BpA 2005P en el año (%)			
10 mejores		10 peores	
Arcelor	145,7	Prosegur	-11,4
Antena 3	95,7	Altadis	-13,4
Inm. Colonial	74,9	Endesa	-13,7
Cortefiel	57,1	Ence	-21,6
PT Multimédia	53,4	Cimpor	-23,5
Inm. Urbis	44,8	NH Hoteles	-27,0
Tubacex	40,7	Faes	-31,3
Acerinox	37,2	Viscofán	-34,2
Repsol YPF	36,7	Sogecable	-94,7
CF Alba	35,1	Terra Lycos	-158,8

FCpA/DpA 2005P (%)			
10 mejores		10 peores	
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
Amadeus	7,3	Sos Cuétara	0,9

Deuda/recursos propios 2005P (%)			
10 mejores		10 peores	
Telefónica Móv.	307,5	Antena 3	-18,3
Inm. Colonial	252,2	CF Alba	-21,1
Metrovacesa	246,1	Inditex	-21,3
REE	242,1	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 2005P (%)			
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	Zardoya Otis	3,9
PT Multimédia	59,5	Gamesa	0,4
Portugal Telecom	59,0	Aguas Barcelona	-0,2
Sol Meliá	56,7	Sacyr Valleherm.	-0,5
Tubacex	56,5	Faes	-2,3
Prisa	48,0	Cementos Port	-2,5
Cortefiel	46,3	Barón de Ley	-5,7
Altadis	31,1	Jazztel	-10,3
Ence	29,7	Viscofán	-14,5
Gas Natural	28,5	Iberia	-17,5

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	6,5
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	Barón de Ley	3,8
Jazztel	20,5	Repsol YPF	3,1
Logista	20,4	Viscofán	2,9
Inditex	19,9	Cementos Portland	2,3
Telefónica Móviles	18,5	PT Multimedia	2,0
Telefónica	18,5	TelePizza	1,2
Gamesa	18,2	Zeltia	1,2
Grupo Santander	17,3	Faes	0,8
Tubacex	16,8	ENAGAS	-4,0
Abertis	15,7	Uralita	-8,2

Margen neto 2005P (%)			
10 mejores		10 peores	
Abertis	41,1	Viscofán	4,2
Brisa	35,0	Uralita	4,1
B. Popular	32,3	Sos Cuétara	3,2
Metrovacesa	31,6	Abengoa	3,1
Telecinco	30,0	OHL	3,1
B. Valencia	29,8	Corp. Mapfre	2,9
Bankinter	29,5	Jerónimo Martins	1,9
Banesto	29,1	Sogecable	1,2
B. Sabadell	27,1	Sonae SGPS	0,1
BBVA	26,1	Terra Lycos	-1,4

TACC FCpA 2003-06P (%)			
10 mejores		10 peores	
TelePizza	71,2	Barón de Ley	-0,7
Endesa	64,0	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 2005P (%)			
10 mejores		10 peores	
Brisa	83,8	OHL	11,8
Abertis	72,9	Sonae SGPS	11,2
REE	52,0	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. (%)			
10 mejores		10 peores	
Sogecable	44,8	Barón de Ley	-12,7
Cementos Port	31,4	TelePizza	-15,1
B. Pastor	25,6	Telecinco	-15,5
NH Hoteles	25,1	FCC	-19,2
Ence	24,2	Zeltia	-29,5
Sonae SGPS	24,0	Faes	-30,6
Gamesa	23,6	B. Valencia	-31,2
Sol Meliá	23,2	Tubacex	-31,9
Ferrovial	22,6	Jazztel	-35,3
BES	22,0	Sos Cuétara	-44,2

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.

