

# THE IBERIAN MACRO OBSERVER

Jesús Gómez

(34) 91-289-3315

jegomez@gruposantander.com

Juan José Fernández

(34) 91 289 3704

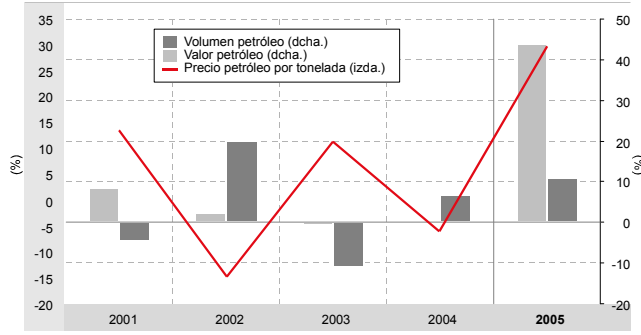
jfernandezg@gruposantander.com

Antonio Espasa

(34) 91-289-3313

aespasa@gruposantander.com

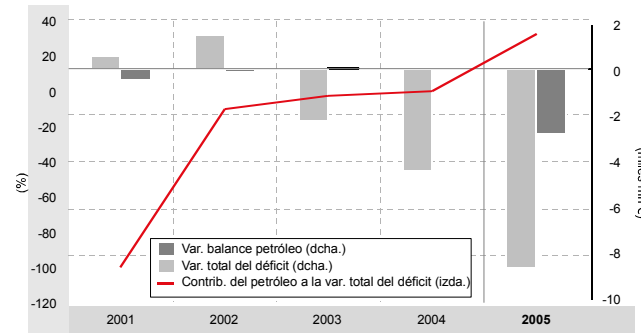
## España – Balanza comercial. Energía (volumen, valor, precios), 2001-05



Nota: datos acumulados hasta mayo.

Fuentes: Agencia Tributaria (Aduanas) y Santander Investment Bolsa.

## España – Balanza comercial. Variación anual (contribución del comp. de energía al déficit total), 2001-05



Nota: datos acumulados hasta mayo.

Fuentes: Agencia Tributaria (Aduanas) y Santander Investment Bolsa.

## Asuntos a tener en cuenta esta semana

### En EEUU:

- (1) Avance del IPC subyacente, en línea con la tendencia (dato clave).
- (2) Índice de precios industriales. Atención al índice subyacente.
- (3) Las ventas al por menor podrían registrar un descenso.
- (4) Compra de activos estadounidenses por extranjeros y financiación del déficit estadounidense.
- (5) Expectativas de retroceso en la publicación preliminar del índice de confianza de la U. de Michigan.

### En la zona euro:

- (1) El IPC de la zona euro podría subir ligeramente en agosto.
- (2) El IPC en Alemania podrían subir por el precio de la energía.
- (3) El BCE revisará los costes laborales de la zona euro del 2T05.
- (4) Atención a los datos de la cuenta corriente en España y Francia.
- (5) En Italia, la producción industrial de julio podría mantenerse débil.

- Las principales noticias macro que llegan de **Portugal** siguen siendo negativas. El crecimiento del PIB en el 2T05 fue del 0,5%, debido sobre todo a la debilidad de las importaciones ante el reciente cambio de la metodología. Por otro lado, la confianza del consumidor apunta a una desaceleración del consumo en lo que queda de año.
- En la **economía española**, todo apunta a que: (1) el consumo privado se reducirá ligeramente en el 2S05E; (2) el PIB podría seguir creciendo a niveles cercanos al 3% en 2005E, dado el efecto base positivo en la tasa anual; y (3) la inflación debería mantenerse por encima del 3% interanual en los próximos meses y desacelerarse en 2006P.
- **La semana en EEUU.** El *Katrina* ha centrado la atención por su impacto en la economía. Sólo hay tres indicadores macro que resaltar: (1) el ISM sector servicios, con notable avance; (2) los datos de productividad, que revelan una desaceleración hasta el 1,8%, al tiempo que los costes laborales llegaban al 2,5%; y (3) los datos de empleo en agosto, que reflejan un mercado laboral saludable.
- **La semana en la zona euro.** Esperamos una recuperación de la economía europea en el 2S05E (iniciada por Alemania), como confirman los últimos datos. En Alemania, la producción industrial y los pedidos de fábrica aumentaron en julio.
- En el *Rincón macro* analizamos el vínculo entre el incremento del déficit de la balanza comercial en España y la evolución de la balanza comercial de bienes energéticos. Se ha responsabilizado a la subida del precio del petróleo y de la energía del incremento del déficit comercial en 2005. Si esta fuera la razón principal (cosa que dudamos), el problema del déficit comercial se resolvería automáticamente cuando se moderaran los precios del petróleo. En nuestra opinión, el aumento del déficit comercial de bienes energéticos en los primeros cinco meses de 2005E es responsable tan sólo del 33% del incremento del déficit total. No creemos que el problema se solucione sólo con una bajada del precio del petróleo.

# LA SEMANA PASADA

## Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
LUNES 5-Sep	9:15	España	Servicios PMI	Ago	52,67	-	50,24
	10:00	España	ICO Confianza del consumidor	Ago	87,3	-	89,2
	9:45	Italia	PMI Servicios	Ago	50,04	-	48,48
	9:50	Francia	PMI Servicios	Ago	55,28	55,4	55,19
	9:55	Alemania	PMI Servicios	Ago	52,76	53,3	54,56
	10:00	Zona euro	PMI Servicios	Ago	53,5	53,3	53,26
MARTES 6-Sep	8:45	Francia	Déficit presupuestario (miles mn €)	Jul	-35,7	-	-48,8
	11:00	Zona euro	Ventas al por menor (m/a)	Jul	0,0/0,5 R	-0,2/0,9	-0,5/0,0
	12:00	Alemania	Pedidos de fábrica (m/a)(desest./no desest.)	Jul P	2,3 R/8,8 R	-0,9/2,5	3,7/3,8
	16:00	EEUU	ISM No manufacturas	Ago	60,5	60,0	65,0
		EEUU	ABC Confianza del consumidor	Sep 4	-12	-	-
MIÉRCOLES 7-Sep	9:30	Italia	Confianza del consumidor ind. .desest.	Ago	100,9	101,1	100,8
	10:00	Italia	Balanza comercial no UE (mn €)	Jul	-150,0	-	502
	12:00	Alemania	Prod. industrial (m/a) (desest./no desest. ajust.)	Jul P	1,6/3,0	-0,3/1,8	1,2/3,2
	17:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Sep 2	-4,5	-	6,8
	14:30	EEUU	Productividad no agrícola	2T F	2,2	2,2	1,8
	14:30	EEUU	Costes laborales unitarios	2T F	1,3	1,4	2,5
JUEVES 8-Sep	8:00	Alemania	Saldo de balanza cta. corriente (miles mn €)	Jul	10,4	8,3	-
	8:00	Alemania	Balanza comercial (miles mn)	Jul	16,8	15,0	14,1
	8:00	Alemania	Importaciones (ajust.)(m)	Jul	-5,5	1,9	3,7
	8:00	Alemania	Exportaciones (ajust.)(m)	Jul	-0,4	1,0	0,5
	9:00	España	Producción industrial (no desest.)(a)	Jul	-0,1	-	-0,5
	9:30	Italia	Confianza empresarial	Ago	86,0	85,5	87,5
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Sep 3	320.000	315.000	319.000
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	Ago 27	2,60 mn	-	2,59 mn
	16:00	EEUU	Inventarios al por mayor	Jul	0,7	0,5	-0,1
	16:00	EEUU	Crédito al consumo (miles mn)	Jul	14,5	10,0	4,4
VIERNES 9-Sep	8:00	Alemania	Índice de precios al por mayor (m/a)	Ago	0,5/2,5	-	0,0/1,9
	8:45	Francia	Producción industrial (m/a)	Jul	0,2/-0,5 R	0,3/0,5	-0,9/-0,7
	8:45	Francia	Producción manufacturera (m/a)	Jul	0,1/-0,6 R	0,4/0,5	-1,2/-1,2
	10:00	Italia	Pedidos industriales (desest./no desest. (m/a)	Jun	-0,2/7,2	0,6/1,8	2,0/3,3
	10:00	Italia	Ventas industriales (desest./no desest.)	Jun	-1,6/5,1	-	0,4/1,2
	11:00	Italia	PIB (t/a)	2T F	-0,5/-0,2	0,7/0,1	0,7/0,1
	12:00	Zona euro	Indicadores adelantados	Jul	105,0	-	105,2
	14:30	EEUU	Índice de precios de importación (m/a)	Ago	0,8/7,8 R	1,5/1,1	1,3/7,6

(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.

## LOS DATOS DEL PIB EN ESPAÑA Y PORTUGAL

### *PIB en Portugal por encima de las expectativas, aunque las perspectivas no son halagüeñas*

El Instituto Nacional de Estadística (INE) de Portugal confirma que la economía portuguesa creció un 0,5% interanual en el 2T05, superando nuestras estimaciones de ligera contracción. El PIB subió un 1,0% interanual, un comportamiento mejor de lo previsto que refleja una demanda doméstica más fuerte y un impacto del sector exterior menos negativo de lo esperado. Estos datos se han visto afectados negativamente por algunos cambios en la metodología relacionados con el año base de cálculo del PIB y la reconfiguración del cálculo de algunos componentes.

De los datos del 2T05, destacamos la fortaleza del consumo privado, que obedece en gran parte al incremento del número de coches vendidos antes de la subida del IVA el 1 de julio y que aportó 0,6 puntos porcentuales de la subida del 1,0% intertrimestral del PIB. Los otros componentes del consumo privado (gasto en alimentación y no alimentación) aportaron 0,2 puntos porcentuales al crecimiento intertrimestral. El consumo de bienes duraderos podría tener un efecto negativo en el PIB del 3T05E.



Se registró una fuerte contribución trimestral del sector exterior, que añadía 0,6 puntos porcentuales al PIB. Sin embargo, en términos interanuales, las exportaciones caían un 0,1% interanual, por un efecto comparativo negativo con el 2T04, animado por la Eurocopa de Naciones 2004. El resultado, un descenso del 4,2% interanual de las exportaciones de servicios en el 2T05, que ha contrarrestado el crecimiento del 1,0% interanual de las exportaciones de bienes. Las importaciones subían un escaso 1,2% interanual, arrastradas por la mejora de las importaciones de servicios.

#### Portugal – Desglose del PIB (interanual), 1T03-2005E

(% interanual)	1T03	2T03	3T03	4T03	2003	1T04	2T04	3T04	4T04	2004	1T05	2T05	2005E
PIB	-1,8	-2,2	-1,1	0,3	-1,2	1,1	2,0	1,1	0,6	1,2	0,1	0,5	0,5
Consumo privado	-1,1	-0,9	-0,6	1,1	-0,4	2,0	2,7	2,5	2,7	2,5	2,9	3,0	1,7
Gasto público	0,3	0,0	0,2	0,8	0,3	1,8	2,5	2,7	2,4	2,4	1,7	0,9	0,9
Inversión	-12,7	-12,9	-8,6	-4,8	-9,9	0,2	3,1	1,6	1,4	1,5	-1,3	-4,5	-1,0
Exportaciones	5,9	1,4	5,0	5,6	4,5	5,0	8,5	3,0	1,9	4,6	-0,9	-0,1	3,7
Importaciones	-1,6	-3,5	-0,1	2,5	-0,7	5,4	9,2	5,8	6,3	6,7	3,5	1,2	4,2

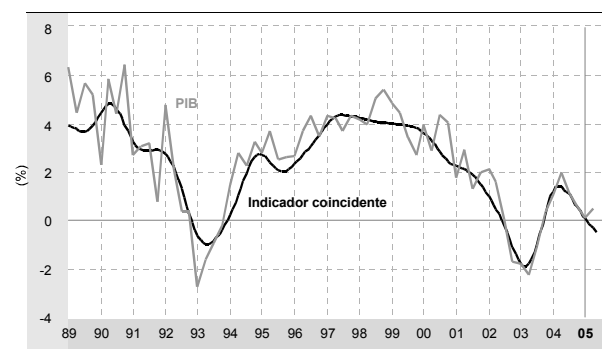
Fuentes: INE y estimaciones Banco Santander de Negocios Portugal.

La inversión se reducía un 4,5% interanual y el componente de construcción seguía rezagado pese al aumento de la actividad ante las elecciones municipales del próximo 9 de octubre de 2005. La construcción residencial ha sido el mayor obstáculo en este componente, que sigue tratando de ajustarse a la desaceleración tras el periodo alcista de finales de los noventa. La pérdida de confianza en el sector de la construcción adelanta nuevos datos negativos de la actividad. La inversión en maquinaria y equipo se mantuvo plana en el 2T05 en términos interanuales.

Estos datos han superado nuestras expectativas, lo que implica un riesgo al alza de nuestra estimación para el crecimiento del PIB del 0,5% para 2005E. Sin embargo, hay datos que apuntan a un crecimiento menor, afectado por la subida del precio del petróleo y la pérdida de confianza. Por ejemplo, el indicador coincidente mensual del Banco de Portugal volvía a retroceder en julio a su mínimo histórico desde octubre de 2003.

Por lo tanto, de momento, mantenemos nuestra previsión del 0,5% para el crecimiento del PIB en 2005E.

#### Portugal – Crecimiento del PIB (interanual) frente al indicador coincidente



Fuentes: INE y Banco de Portugal.

### *Últimas dos semanas en España: crecimiento fuerte, pero cercano a una desaceleración*

En las últimas dos semanas, hemos conocido una gran cantidad de datos que siguen apuntando a un crecimiento fuerte en España (se confirma el crecimiento del PIB 2005 del 0,9%). Sin embargo, algunas indicaciones apuntan a que este crecimiento se aproxima a una desaceleración (menores ventas al por menor, mayor desempleo, desaceleración de los sueldos).

**Se confirma el 0,9% intertrimestral del crecimiento del PIB en el 2T05**, idéntica tasa trimestral al trimestre anterior. En términos anuales, se ha producido una ligera aceleración desde el 3,3% interanual en el 1T05 al 3,4% interanual en el 2T05.

**La demanda doméstica sigue alimentando el crecimiento económico**

El componente de gasto final de las familias subió un 4,8% interanual (4,4% interanual en el 1T05). El consumo todavía mantiene niveles elevados, aunque esperamos una desaceleración en los próximos trimestres. Por su parte, el gasto público final creció un 4,8% interanual (5,5% interanual en el 1T05). No se descarta una próxima desaceleración del gasto público. La formación bruta de capital fijo crece un 7,5% interanual (7,0% interanual en el 1T05). El mayor responsable de la aceleración en el componente de inversión es bienes de capital (10,4% en el 2T05 desde el 10,0% en el 1T05), mientras que la inversión en construcción repite la tasa de crecimiento anual del trimestre anterior (5,8% interanual en el 2T05 y 5,7% interanual en el 1T05). En nuestra opinión, las tasas de crecimiento anual de inversión en bienes de capital e inversión en construcción tenderán a desacelerarse, en línea con la evolución de otros indicadores como producción industrial.

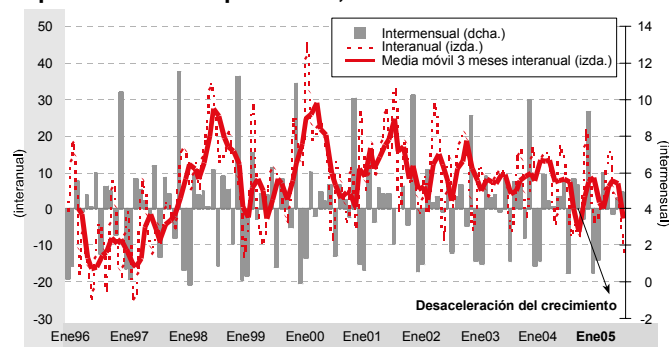
**Los desequilibrios corroboran que las tasas de crecimiento son insostenibles**

En nuestra opinión, los desequilibrios originados en la economía española confirman que estas excesivas tasas de crecimiento son insostenibles a medio plazo. La situación del sector de la construcción y el aumento del déficit de balanza comercial tendrán que ajustarse en los próximos trimestres si queremos mantener tasas de crecimiento fuertes.

**Las ventas al por menor muestran una clara tendencia a la baja**

Los datos de las **ventas al por menor de julio** muestran un fuerte 4,6% intermensual, aunque la tasa interanual pasó del 4,2% en junio al 1,5%. En términos reales, las ventas crecieron un 0,4% (1,4% interanual en el mes anterior). Estos datos revelan una clara tendencia a la baja del crecimiento anual de las ventas al por menor en España, algo que corrobora nuestra apuesta por una desaceleración del consumo privado en el 2S05E y del IPC al 3,2% interanual en 2005E y 2,5% interanual en 2006P.

**España – Ventas al por menor, 1996-2005**



Fuentes: Bloomberg y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.



**El desempleo en España en agosto aumentó un 1,4%**

El **desempleo creció** un 1,4% en agosto, con 29.693 nuevos desempleados. Por lo tanto, el número de parados vuelve a estar por encima del límite de 2 millones. El desempleo se reducía en el grupo de personas sin trabajo y subía en todos los sectores, especialmente en construcción (5,6%) e industria (3,4%). Los datos de desempleo han sido muy negativos, aunque no es fácil comparar con periodos anteriores, dadas las modificaciones introducidas hace unos meses en la metodología. En vista de los efectos positivos de la regularización de la situación de los inmigrantes, parece que la tendencia de fondo en los datos de empleo es peor de lo previsto.

**La producción industrial en julio confirma una tendencia a la baja**

**La producción industrial mantiene su desaceleración en julio**, al repetir una caída del 0,5% interanual tras el -0,1% interanual del mes anterior. Por componentes, prácticamente todos arrojaban un comportamiento negativo: bienes de consumo pasaba del 1,0% intermensual en el mes anterior al 0,6% intermensual; bienes de capital caía un 2,7% intermensual, tras un descenso del 1,4% en junio; y bienes intermedios perdía un 1,3% intermensual tras una caída del 1,1% intermensual en junio. Tan sólo el componente de bienes energéticos avanzaba en el mes (2,7% intermensual en julio desde el 2,6% intermensual en junio). Al mismo tiempo, las tasas de crecimiento de la actividad se mantienen en terreno negativo prácticamente en todas las industrias.

La tendencia a la baja de la producción industrial es innegable. Pese al comportamiento positivo de la economía española, que crece a un ritmo más rápido que sus homólogas europeas, el sector industrial sigue bastante débil. Servicios y construcción son los sectores que están empujando la economía. Desde nuestro punto de vista, el principal responsable del deterioro industrial es la evidente pérdida de competitividad de nuestra economía, con unos precios más elevados, una productividad menor y unos costes mayores que nuestros competidores. Además, el valor añadido de nuestros productos no es alto.

### **Noticias internacionales**

**La semana en EEUU:** Las consecuencias del huracán *Katrina* han centrado la atención informativa por su impacto en la economía. El Congreso estadounidense ha estimado que habrá una reducción de 1 punto porcentual en la tasa de crecimiento para el 3T05 y una pérdida de 400.000 puestos de trabajo. En el frente macro, sólo hay tres indicadores que resaltar: (1) el ISM sector servicios creció notablemente en todos los componentes; (2) los últimos datos de productividad revelan una desaceleración hasta el 1,8% intertrimestral anualizado al tiempo que los costes laborales llegaban al 2,5% intertrimestral anualizado, lo que incrementa las presiones inflacionistas; y (3) los datos de empleo de agosto en EEUU (publicados del 2 de septiembre) revelan un mercado laboral todavía muy saludable.

**El ISM servicios subió en agosto**

**El índice ISM del sector servicios** avanzaba desde 60,5 en el mes anterior a 65,0, cuando las expectativas apuntaban a un ligero retroceso hasta 60,0. Los datos son bastante positivos, con solidez de todos los componentes. Así, conviene destacar que el componente de nuevos pedidos se sitúa en 65,8, que el de pedidos para la exportación pasaba de 53,5 el mes anterior a 63,5, y que el empleo crecía de 56,2 del mes anterior a 59,6. Todos estos datos apuntan a una continuación del crecimiento del PIB relativamente fuerte en el 3T05E sin considerar los efectos del *Katrina*.

**La subida de los costes laborales unitarios disipa los temores sobre la inflación**

La productividad creció un escaso 1,8% en el 2T05 tras avanzar un 2,2% en el trimestre anterior. Los costes laborales unitarios subieron un 2,5% tras crecer un 1,3% en el trimestre anterior. Tras dos años de fuerte crecimiento, ahora estamos asistiendo a una clara desaceleración de las tasas de crecimiento de la productividad. Los costes laborales unitarios suben y, en términos anuales, la tasa de crecimiento llega al 4,2%.

**Persiste la fuerte tendencia de creación de puestos de trabajo**

En agosto se creaban **169.000 nuevos puestos de trabajo** (previstos 190.000), y se revisaban al alza los datos de los dos meses anteriores: julio (revisado de 207.000 a 242.000) y junio (revisado de 176.000 a 175.000). Por lo tanto, si unimos los datos de todos los meses, la creación de empleo sigue fuerte. Si nos fijamos en los datos registrados por los índices ISM, la confianza del consumidor y las solicitudes de subsidio de desempleo, creemos que la tendencia positiva de creación de empleo podría mantenerse a corto plazo. Evidentemente, el precio de la energía supone un claro riesgo que podría poner fin a esta tendencia. La tasa de desempleo (encuesta de población activa) caía del 5,0% en el mes anterior al 4,9% (previsto 5,0%).

**Los ingresos por hora caen hasta el 0,1% intermensual**

**El total de horas trabajadas en el sector privado** no se movió de 33,7 del mes anterior (una vez más). El índice de horas semanales agregadas registraba un incremento del 0,1% intermensual, lo que implica que la actividad sigue creciendo a un ritmo moderado en el 3T05E. La **media de ingresos por hora** se desaceleran hasta el 0,1% intermensual, un claro riesgo para los ingresos y gastos personales. Con estos niveles de ingresos por hora, los ingresos personales podrían seguir deprimidos en agosto y los consumidores tendrían que recortar sus gastos para recuperar la tasa de ahorro. En nuestra opinión, no tardaremos en asistir a una ligera desaceleración del consumo.

**La semana en la zona euro:** Los últimos datos siguen corroborando nuestra apuesta por una recuperación del crecimiento europeo en el 2S05E, encabezada por la recuperación de Alemania. La producción industrial y los pedidos de fábrica germanos se disparaban en julio, registrando fuertes subidas que confirman la tendencia al alza.

**En Alemania, la producción industrial crece un 1,2% intermensual**

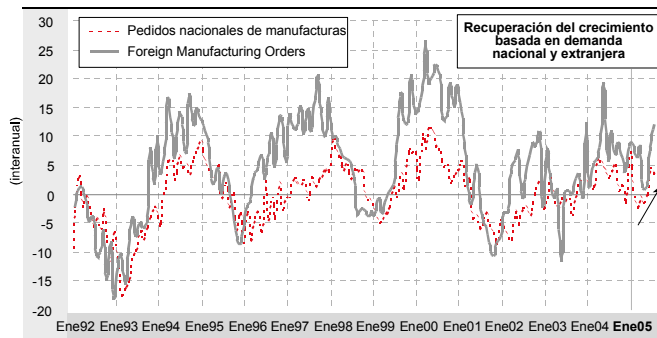
**En Alemania, la producción industrial** avanzaba un 1,2% intermensual en julio, tras el fuerte incremento del 1,6% intermensual de junio. Los datos eran positivos, en línea con el fuerte registro de los pedidos de fábrica del mismo mes. Prácticamente todas las industrias tuvieron un comportamiento positivo, con avances del 1,1% intermensual en los bienes intermedios, del 0,8% intermensual en bienes de capital y del 2,0% intermensual en bienes de consumo.

**En Alemania, los pedidos de fábrica volvían a aumentar en julio por décima vez consecutiva**

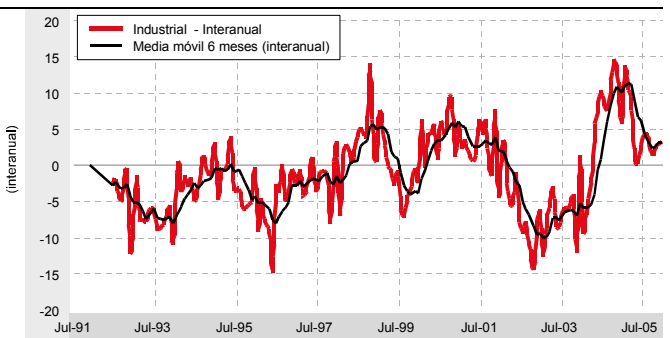
**En Alemania, los pedidos de fábrica** repetían incremento en julio (3,7% intermensual) tras el notable avance del mes anterior (2,3% intermensual). En esta ocasión, la subida obedecía a la demanda exterior (7,7% intermensual), mientras que la demanda interna caía un 0,1% intermensual —justamente el comportamiento opuesto al mes anterior, cuando los pedidos domésticos se incrementaron un 3,9% intermensual y los pedidos del exterior aumentaron un 0,6% intermensual—. Es importante resaltar la fuerza de los pedidos de bienes de consumo y bienes intermedios. Los pedidos de bienes de consumo suben por décima vez consecutiva.

Con estos datos de producción industrial y de pedidos de fábrica, el crecimiento del 3T05E en Alemania debería volver a ser positivo, tras el dato plano del 2T05.

**Alemania – Pedidos de fábrica, 1992-05**



**Alemania – Producción industrial, 1992-05**



Fuente: Bloomberg y Santander Investment Bolsa.



## ESTA SEMANA

### Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión
DURANTE LA SEMANA	12-15	Alemania	IPC (m/a)	Ago F	0,5/2,0	0,1/1,9
	14-19	Alemania	Precios de producción (m/a)	Ago	0,5/4,6	0,4/4,7
LUNES	11:00	Zona euro	Saldo balanza cta. corriente (t)(miles mn)	2T	0,8	-
12-Sep	11:00	Zona euro	Prod. construcción (desest./ajust.) (t/a)	2T	-2,3/-3,8	-
MARTES	8:45	Francia	IPC (m/a)	Ago	-0,2/1,7	0,3/1,7
13-Sep	8:45	Francia	Balanza comercial (mn €)	Jul	-1194	-975
	9:00	España	IPC (m/a)	Ago	-0,6/3,3	0,6/3,4
	14:30	EEUU	Índice de precios de producción (m/a)	Ago	1,0/4,6	0,7
	14:30	EEUU	IPRI excl. alimentación y energía (m/a)	Ago	0,4/2,8	0,1
	14:30	EEUU	Balanza comercial (miles mn)	Jul	-58,8	-59,8
	14:30	EEUU	Avance presupuesto mensual (miles mn)	Ago	-41,1	-47,8
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Sep 11	-	-
MIÉRCOLES	8:00	Zona euro	Nuevas matriculaciones de coches (m/a)	Jul	6,8/	-
14-Sep	10:00	Italia	IPC (NIC incl. tabaco) (m/a)	Ago F	0,42/2,1	0,2/2,0
	10:00	Italia	Saldo balanza por cuenta corriente (mn €)	Jul	-2707,7	-2707,7
	14:30	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Sep 9	-	-
	14:30	EEUU	Avance ventas al por menor	Ago	1,8	-1,1
	14:30	EEUU	Ventas al por menor excl. automóviles	Ago	0,3	0,5
	15:15	EEUU	Producción industrial	Ago	0,1	0,3
	15:15	EEUU	Utilización de capacidad	Ago	79,7	79,8
JUEVES	8:45	Francia	Empleos no agrícolas (t)	2TF	0,1	-
15-Sep	11:00	Zona euro	Costes laborales (a)	2T	3,1	-
	14:30	EEUU	Manufacturas Empire	Sep	23,0	18,0
	14:30	EEUU	IPC (m/a)	Ago	0,5/3,2	0,5/
	14:30	EEUU	IPC excl. alimentación y energía (m/a)	Ago	0,1/2,1	0,2/
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Sep 10	-	-
	14:30	EEUU	Inventarios empresariales	Jul	0,0	0,3
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	Sep 3	-	-
VIERNES	8:45	Francia	Saldo balanza por cuenta corriente (mn €)	Jul	-561	-
16-Sep	9:00	España	Saldo balanza por cuenta corriente (mn €)	Jun	-5258,4	-
	10:00	Italia	Producción industrial (desest./ajust.) (m/a)	Jul	-0,7/-3,0	-0,2/-2,6
	11:00	Zona euro	Producción industrial (m/a)	Jul	0,3/0,3	0,4/0,4
	11:00	Zona euro	IPC (m/a)	Ago	-0,1/2,2	0,1/2,1
	11:00	Zona euro	Déficit presupuestario/PIB	Dic 31	-	-
	11:00	Zona euro	Deuda pública/ratio PIB	Dic 31	-	-
	14:30	EEUU	Saldo balanza por cta. corriente (miles mn)	2T	-195,1	-192,9
	15:00	EEUU	Compras activos EEUU por extranjeros (mn)	Jul	71.200	-
	15:45	EEUU	Confianza de la U.de Michigan	Sep P	89,1	86,0

(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.

### SEMANA INTERESANTE EN MACROECONOMÍA: ATENCIÓN AL IPC SUBYACENTE EN EEUU

**En EEUU:** (1) La atención de la semana la centrará el IPC subyacente, que podría subir un 0,2 intermensual. (2) Otro dato interesante será el índice de precios industriales, en especial para los mercados de bonos. Atención al índice subyacente. (3) Las ventas al por menor podrían registrar un descenso debido a las ventas de coches, pero las ventas subyacentes podrían subir un 0,5% intermensual. (4) La compra de activos estadounidenses por extranjeros nos confirmará si el déficit estadounidense se financia correctamente. (5) El índice de confianza de la U. de Michigan podría retroceder desde los niveles anteriores, afectado por el precio del petróleo.

**En la zona euro:** (1) El IPC de la zona euro podría subir ligeramente en agosto. (2) El IPC en Alemania podría crecer debido principalmente a las tasas energéticas. (3) El BCE revisará los costes laborales de la zona euro del 2T05 para evaluar las posibles presiones inflacionistas. (4) Datos del saldo de balanza por cuenta corriente en España y Francia. (5) En Italia, la producción industrial de julio mantendría el retraso frente a Europa y registraría un retroceso.

# TIPOS Y DIVISAS

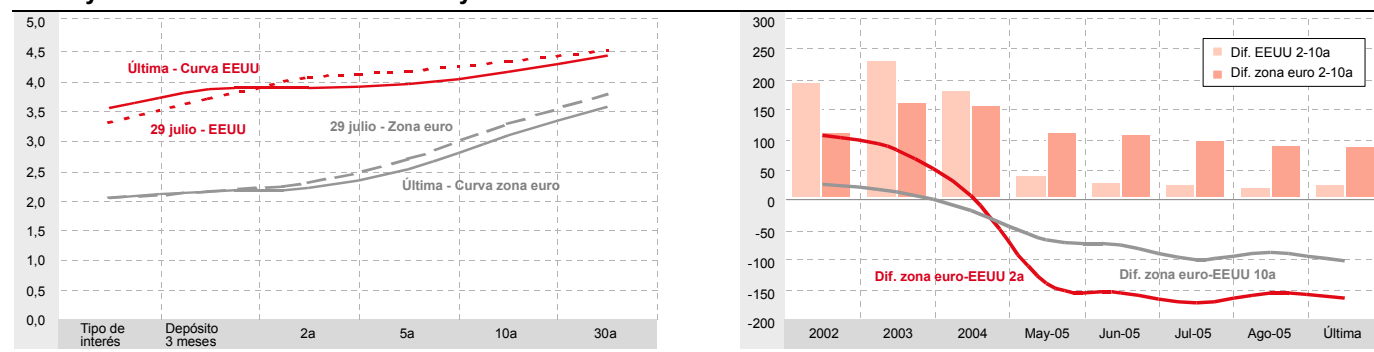
- Persisten los temores sobre el impacto del *Katrina* en la economía y la decisión de la Reserva Federal sobre los tipos de interés en su próxima reunión —a finales de septiembre—. En nuestra opinión, si la Fed se fija en los últimos datos económicos, optará por otra subida de 25 puntos básicos. Comentarios recientes de miembros de la Fed apoyan estas expectativas. No obstante, no se descarta la posibilidad de mantener los tipos sin cambios tras el *Katrina*, aunque nuestro escenario principal incluye la subida.

## EEUU y zona euro – Tipos de interés y divisas

	Anual <sup>1</sup>		Trimestral <sup>1</sup>				Mensual				Semanal			Última <sup>2</sup>	
	2002	2003	2004	Sep-04	Dic-04	Mar-05	Jun-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	26-ago	02-sep		09-sep
<b>Tipos interés corto plazo</b>															
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	<b>2,00</b>
Fondos de la Fed	1,7	1,1	1,4	1,5	2,0	2,5	2,9	3,0	3,3	3,3	3,5	3,50	3,50	3,50	<b>3,50</b>
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	2,09	2,09	<b>2,09</b>
Dep. 3 meses EEUU	1,7	1,2	1,6	1,8	2,3	2,9	3,3	3,3	3,5	3,7	3,8	3,83	3,74	3,82	<b>3,81</b>
<b>Tipos inter. largo plazo</b>															
Zona euro															
2 años	3,6	2,5	2,5	2,5	2,4	2,5	2,1	2,1	2,0	2,3	2,2	2,23	2,13	2,17	<b>2,17</b>
5 años	4,2	3,3	3,3	3,4	3,1	3,0	2,6	2,6	2,5	2,7	2,5	2,58	2,48	2,48	<b>2,48</b>
10 años	4,8	4,1	4,1	4,1	3,8	3,6	3,3	3,3	3,1	3,2	3,1	3,15	3,06	3,05	<b>3,05</b>
30 años	5,2	4,8	4,7	4,7	4,4	4,1	3,8	3,8	3,7	3,7	3,6	3,63	3,56	3,54	<b>3,54</b>
EEUU															
2 años	2,5	1,6	2,4	2,6	2,9	3,5	3,6	3,6	3,6	4,0	3,8	4,07	3,75	3,85	<b>3,86</b>
5 años	3,7	2,9	3,4	3,5	3,5	4,0	3,8	3,7	3,7	4,1	3,9	4,09	3,85	3,91	<b>3,92</b>
10 años	4,5	4,0	4,2	4,2	4,2	4,3	4,0	4,0	3,9	4,3	4,0	4,19	4,04	4,11	<b>4,12</b>
30 años	5,3	4,9	5,0	5,0	4,9	4,7	4,4	4,3	4,2	4,5	4,3	4,37	4,30	4,39	<b>4,40</b>
<b>Diferencial</b>															
Dif. zona euro															
3 m-30 a	194	255	265	261	228	200	170	171	156	165	148	153	146	144	<b>144</b>
2 a-10 a	115	164	160	154	136	117	113	114	110	99	90	92	93	88	<b>88</b>
Dif. EEUU															
3 m-30 a	352	374	338	321	254	180	107	102	72	81	41	54	56	58	<b>59</b>
2 a-10 a	198	235	184	168	133	78	43	41	28	26	20	12	28	26	<b>26</b>
Dif. zona euro-EEUU															
Int.	154	115	60	50	0	-50	-92	-100	-125	-125	-150	-150	-150	-150	<b>-150</b>
2 a	107	82	5	-2	-45	-109	-148	-144	-161	-176	-161	-184	-162	-168	<b>-169</b>
10 a	24	11	-20	-16	-42	-71	-78	-71	-79	-103	-91	-104	-98	-106	<b>-106</b>
<b>Divisas</b>															
€/US\$	0,95	1,14	1,25	1,22	1,32	1,31	1,24	1,230	1,211	1,212	1,235	1,229	1,253	1,243	<b>1,242</b>
€/¥	118	132	134	135	137	137	134	134	134	136	137	135	138	137	<b>137</b>
US\$/¥	125	116	107	110	104	105	108	109	111	113	111	110	110	110	<b>110</b>

(1) Las cifras representan la media del periodo. (2) Última: 9 de septiembre de 2004.  
Fuente: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

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



Fuente: Bloomberg.



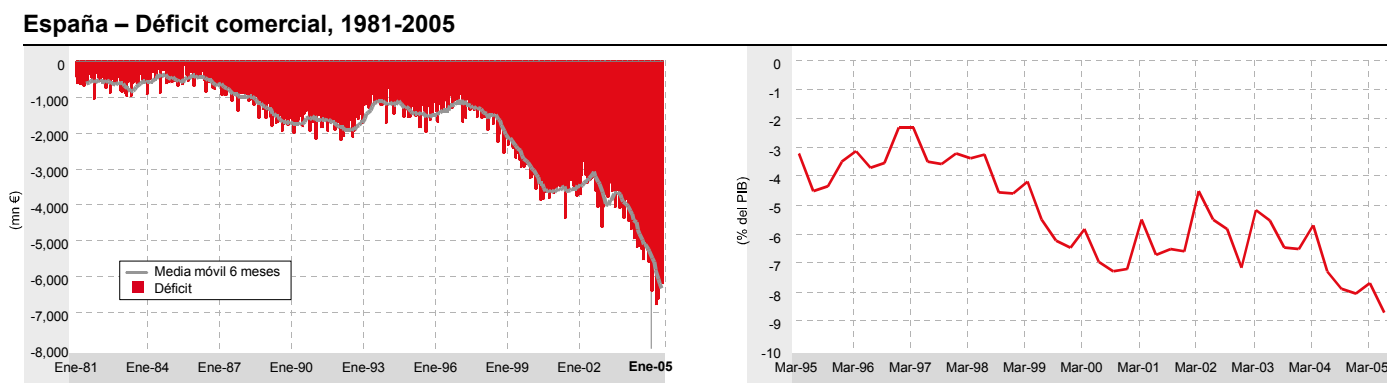
## RINCÓN MACRO: BALANZA COMERCIAL Y ENERGÍA

La economía española mantiene un ritmo de crecimiento fuerte. El PIB del 2T05 creció un 0,9% intertrimestral, muy por encima del 0,3% intertrimestral de la zona euro en el mismo periodo. En términos anuales, la economía española creció un 3,4% frente al 1,1% de la zona euro. Y nuestras expectativas apuntan a un crecimiento de la economía española del 3,4% en 2005E (3 puntos porcentuales por encima del 3,1% de 2004). Los principales motores del crecimiento del PIB en nuestro país siguen siendo el consumo privado (1,0% intertrimestral), el gasto público (1,0% intertrimestral) y la inversión en construcción (2,1% intertrimestral). Construcción (2,3% intertrimestral) y servicios (0,7% intertrimestral) volvían a ser los sectores que mantienen la expansión económica. En resumen, la demanda interna continúa ejerciendo como principal fuente de crecimiento de la economía española, mientras que el sector exterior sigue suponiendo un obstáculo (el sector exterior recortaba 0,5 puntos porcentuales al crecimiento trimestral del PIB en el 2T05 y 1,5 puntos porcentuales en términos anuales).

En 2005 el problema del sector exterior y su contribución negativa al crecimiento del PIB ha aumentado. En los primeros seis meses del año (enero-junio), el déficit comercial ha crecido un 26,5% interanual. Varias han sido las excusas utilizadas para justificar este aumento del déficit comercial y minimizar su importancia. Una de las más importantes ha sido culpar del incremento del déficit comercial en 2005 a la subida del precio del petróleo y la energía. Si esta fuera la razón principal (cosa que dudamos), el problema del déficit comercial se resolvería automáticamente cuando se moderaran los precios del petróleo. Esta semana, aprovechamos el *Rincón macro* para analizar el comportamiento comercial de España en 2005, aislando y valorando el efecto del precio del petróleo en el déficit.

### *Déficit comercial: crece el problema, y ya no es sólo por la energía*

Si tomamos los datos del 1S05, comprobamos que el déficit comercial equivalía al 8,7% del PIB. Se trata del mayor porcentaje jamás visto, considerando que: (1) las nuevas series de datos sólo se remontan hasta 1995; e, (2) incluso si utilizamos series de datos antiguas, el déficit de balanza comercial nunca llegó a esos límites tan elevados. Y el problema es que no obedece sólo a la energía.



Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda, INE y Santander Investment Bolsa.

En los primeros cinco meses de este año (para los que tenemos datos de productos, facilitados por Aduanas), el déficit comercial creció un 40,3% interanual, frente al +26% de los primeros cinco meses de 2004 y al +15,4% del mismo periodo en 2003. En 2005, el incremento de volúmenes es bastante importante (15,3%).

**España – Total balanza comercial, enero-mayo 2000-05**

(mn €)	Valor	%	Diferencia	Volumen	%	Diferencia	Valor/Volumen	%
2005	-29.701,8	40,3	-8.526,4	-66.719,9	15,3	-8.846,4	0,45	21,7
2004	-21.175,4	26,0	-4.367,7	-57.873,5	0,6	-322,0	0,37	25,3
2003	-16.807,7	15,4	-2.241,6	-57.551,4	-5,3	3.252,2	0,29	21,9
2002	-14.566,1	-9,0	1.432,3	-60.803,6	21,6	-10.797,0	0,24	-25,1
2001	-15.998,4	-3,0	489,5	-50.006,6	-5,2	2.751,5	0,32	2,4
2000	-16.488,0	–	–	-52.758,0	–	–	0,31	–

Fuentes: Aduanas y Santander Investment Bolsa.

**Los bienes energéticos ya no son la única razón**

Como muestra el cuadro siguiente, el valor de las importaciones de productos energéticos creció notablemente entre enero y mayo de 2005 (36,7% interanual). Se trata del mayor incremento anual desde 2000 y se debe a un aumento muy similar del volumen de las importaciones (7,4% en 2005 frente al 8,0% en 2004), aunque vino acompañado por una subida considerable de los precios (27,2% en 2005 frente al retroceso del 4,6% en 2004).

**Importación de productos energéticos en enero-mayo, 2000-05**

(mn €)	Valor	%	Diferencia	Volumen	%	Diferencia	Valor/Volumen	%
2005	11.591,3	36,7	3.108.832	55.472,3	7,4	3.825,9	0,21	27,2
2004	8.482,5	3,0	248.485	51.646,4	8,0	3.825,5	0,16	-4,6
2003	8.234,0	9,2	691.835	47.820,8	-4,4	-2.191,7	0,17	14,2
2002	7.542,1	-5,2	(412.770)	50.012,5	13,1	5.788,7	0,15	-16,2
2001	7.954,9	8,3	612.485	44.223,8	-4,3	-1.990,5	0,18	13,2
2000	7.342,4	–	–	46.214,3	–	–	0,16	–

Fuentes: Agencia Tributaria (Aduanas) y Santander Investment Bolsa.

La exportación de bienes energéticos ha crecido menos de la mitad que las importaciones en 2005, como muestra el cuadro siguiente. Este año las exportaciones se han incrementado un 14,0%, con un notable descenso del volumen exportado (-9,8% en 2005 frente a 14,7% en 2004) y una subida muy similar de los precios (26,3%) al de las importaciones energéticas (27,2%). En general, las exportaciones de bienes energéticos crecen a un ritmo muy parecido a 2004, aunque la combinación entre volúmenes y precios ha sufrido un cambio total.

**Exportaciones de energía enero-mayo, 2000-05**

(mn €)	Valor	%	Diferencia	Volumen	%	Diferencia	Valor/Volumen	%
2005	2.350,1	14,0	287,8	7.911,7	-9,8	-855,4	0,30	26,3
2004	2.062,3	12,6	230,9	8.767,1	14,7	1.126,5	0,24	-1,9
2003	1.831,3	67,7	739,1	7.640,6	53,2	2.653,3	0,24	9,4
2002	1.092,3	-33,7	-555,8	4.987,2	-25,7	-1.724,1	0,22	-10,8
2001	1.648,1	8,1	123,2	6.711,3	-3,0	-205,2	0,25	11,4
2000	1.524,8	–	–	6.916,5	–	–	0,22	–

Fuentes: Agencia Tributaria (Aduanas) y Santander Investment Bolsa.

En consecuencia, el deterioro de la balanza comercial de productos energéticos ha sido significativo. En 2005, el déficit de la balanza comercial ha crecido un 43,9% frente al mismo periodo del año anterior. El desglose permite comprobar que el déficit en volúmenes se ha incrementado un 10,9% en lo que llevamos de año frente al crecimiento del 6,7% en 2004, y que los precios subirían un 29,8% tras haber bajado en 2004. Como muestra el cuadro siguiente, es una subida fuerte del déficit de bienes energéticos desde el año 2000.



### Balanza comercial de bienes energéticos enero-mayo, 2000-05

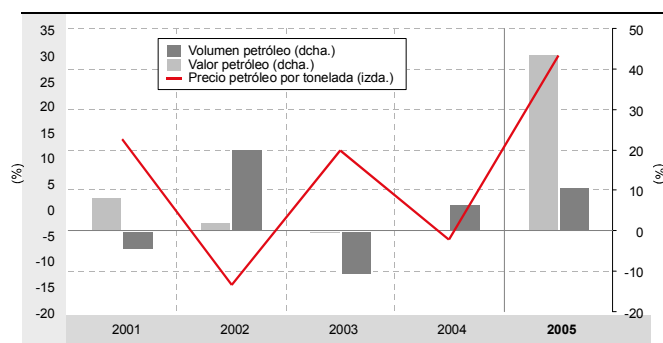
(mn €)	Valor	%	Diferencia	Volumen	%	Diferencia	Valor/Volumen	%
2005	-9.241,2	43,9	-2.821,0	-47.560,6	10,9	-4.681,3,	0,19	29,8
2004	-6.420,2	0,3	-17,5	-42.879,3	6,7	-2.699,0	0,15	-6,0
2003	-6.402,6	-0,7	47,2	-40.180,2	-10,8	4.845,0	0,16	11,2
2002	-6.449,9	2,3	-143,0	-45.025,3	20,0	-7.512,7	0,14	-14,8
2001	-6.306,8	8,4	-489,3	-37.512,5	-4,5	1.785,3	0,17	13,6
2000	-5.817,6	-	-	-39.297,8	-	-	0,15	-

Fuentes: Agencia Tributaria (Aduanas) y Santander Investment Bolsa.

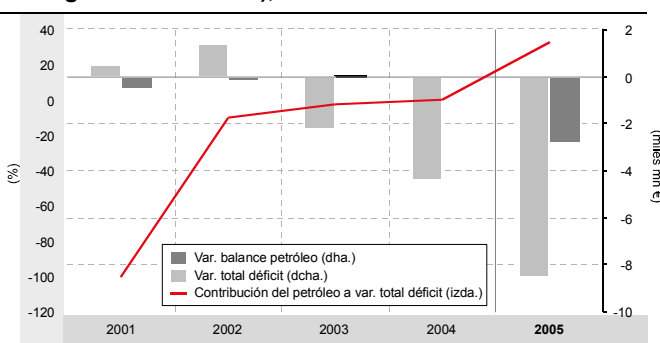
### La importancia de la energía en la balanza comercial total no es tan grande

Por último, si comparamos el impacto del comercio de bienes energéticos en el comercio total de bienes en los primeros cinco meses de 2005 con el mismo periodo de 2004, obtenemos algunas conclusiones interesantes: (1) el peso de las importaciones de bienes energéticos en la variación total de importaciones en 2005 es de un 28,7%, frente al 3,93% en el año anterior; (2) en la variación de exportaciones totales, el peso de los bienes energéticos en el total sería de 12,66% en 2005, muy cercano al 11,79% de 2004; (3) al final, el déficit comercial de bienes energéticos sería responsable del 33,09% del aumento del déficit total de la balanza comercial en los primeros cinco meses de 2005 frente al mismo periodo de 2004. Dada la evolución positiva de las tarifas de la energía en 2004, la balanza comercial de bienes energéticos ha sido responsable de un escaso 0,4% del incremento del déficit de la balanza comercial en los primeros cinco meses de 2004 frente a 2003.

Balanza comercial – Energía (volumen, valor, precios), 2001-05



Balanza comercial – Variación anual (contribución de la energía al déficit total), 2001-05



Fuentes: Agencia Tributaria (Aduanas) y Santander Investment Bolsa.

En resumen, tal como muestran los gráficos, no se puede atribuir exclusivamente a las tarifas energéticas el aumento registrado por el déficit de la balanza comercial en lo que llevamos de año. El resto de componentes de la balanza comercial también están contribuyendo de manera notable al déficit comercial, que estimamos se acercará al 9-10% del PIB en los próximos trimestres a menos que se produzca una desaceleración de la demanda interna o que asistamos a un significativo incremento de las exportaciones (algo, en nuestra opinión, bastante improbable).

# ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

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

PIB	2002	2003	2004	2005E	Cons.	2006P	Cons.
Alemania	0,1	-0,1	1,0	1,3	1,1	2,1	1,6
Francia	1,1	0,5	2,3	1,6	1,9	2,4	2,1
Italia	0,4	0,4	1,1	0,0	1,2	2,0	1,7
España	2,7	2,9	3,1	3,4	2,6	2,7	2,5
Portugal	0,4	-1,2	1,0	1,0	1,9	2,6	2,4
<b>Euro-12</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>
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
<b>EEUU</b>	<b>1,9</b>	<b>3,0</b>	<b>4,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>

IPC	2002	2003	2004	2005E	Cons.	2006P	Cons.
Alemania	1,4	1,1	1,8	1,2	1,4	1,3	1,3
Francia	1,9	2,2	2,3	1,8	1,7	1,8	1,6
Italia	2,6	2,8	2,3	2,0	2,0	2,0	1,9
España	3,6	3,1	3,1	2,8	2,7	2,3	2,5
Portugal	3,6	3,3	2,5	0,5	2,3	2,2	2,3
<b>Euro-12</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>
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
<b>EEUU</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>

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

(\*) En paréntesis las cifras medias anuales.

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



# APÉNDICE 1

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

PIB y sus componentes	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	1T04	2T04	3T04	4T04	1T05	2T05
Consumo privado	0,9	1,0	1,4	1,0	1,9	1,3	1,1	3,0	0,3	0,8	3,3	0,7	-0,3
Gasto público	2,5	1,5	1,1	1,1	0,6	0,9	0,9	0,5	1,3	1,6	-1,1	1,9	1,4
F. B. capital fijo	-2,3	0,7	1,3	1,4	1,1	0,8	1,0	0,7	0,3	2,0	1,6	-0,6	1,0
Var. existencias (contrib.)	0,0	-0,4	-0,1	1,1	0,5	0,6	0,5	-0,9	1,1	1,6	0,1	-0,2	1
Demanda interna	0,2	1,4	1,7	2,3	1,9	1,8	1,6	1,1	1,7	2,8	2,1	0,4	1,0
Exportaciones	1,9	0,7	6,0	6,4	6,1	3,7	3,2	6,9	10,5	5,1	2,0	-2,6	8,6
Importaciones	0,3	2,7	6,1	7,9	7,4	5,1	4,6	3,1	10,8	10,2	5,7	-5,4	8,6
Aportac. sector Exterior	0,6	-0,7	0,1	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	1,5	0,1	-1,8	-1,4	1,1	0,1
<b>PIB</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>2,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>
PIB nom. (€ mds)	7121,8	7327,0	7601,1										
Indicadores de actividad	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Producción industrial (IPI)	-0,3	0,2	2,2	2,9	1,2	-0,1	-0,2	-2,0	0,6	-0,8	-0,4	-	-
-sin construcción	-0,5	0,3	2,0	2,8	1,1	0,8	0,5	0,1	1,2	0,0	0,3	-	-
Producción manufacturera	-0,8	0,0	1,9	2,8	0,8	0,8	0,6	-0,5	1,8	-0,3	0,2	-	-
Ventas al por menor	0,3	0,4	0,8	0,7	0,9	1,0	0,6	1,4	-0,8	2,1	0,5	0,0	-
Nuevas matriculaciones	-2,4	-1,3	1,7	-1,2	2,6	-1,0	0,7	-3,6	3,8	-3,3	1,7	-	-
Utilización capacidad prod.	81,2	81,1	81,6	82,0	82,1	81,9	81,2						
Indicadores de confianza	Media anual			Media trimestral				Índice					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Clima económico	94,4	93,4	100,0	100,6	100,9	99,0	96,3	97,5	96,5	96,1	96,3	97,3	-
Clima empresarial	-0,54	-0,43	0,33	0,53	0,46	0,18	-0,31	-0,09	-0,28	-0,37	-0,27	-0,07	-
Confianza industria	-11	-11	-5	-4	-3	-6	-10	-8	-9	-11	-10	-8	-
Confianza construcción	-19	-20	-16	-15	-14	-13	-14	-13	-14	-13	-14	-13	-
Confianza comercio minorista	-17	-11	-8	-8	-8	-8	-8	-10	-8	-8	-9	-10	-
Confianza servicios	1	2	12	12	11	11	9	9	8	10	9	11	-
Confianza consumidores	-11	-18	-14	-14	-13	-13	-14	-14	-13	-15	-15	-15	-
<b>PMI</b>	<b>48</b>	<b>50</b>	<b>49</b>	<b>52,8</b>	<b>54,4</b>	<b>53,9</b>	<b>51,4</b>	<b>50,4</b>	<b>49,2</b>	<b>48,7</b>	<b>49,9</b>	<b>50,8</b>	<b>50,4</b>
- Producción	49	52	51	53,9	56,0	55,9	52,3	51,6	50,3	50,0	51,0	52,7	51,8
- Nuevos pedidos	47	51	50	55,0	56,1	55,2	51,3	50,4	48,9	48,5	50,9	52,3	51,7
- Empleo	49	47	47	48,4	48,9	49,5	48,4	48,8	47,6	47,5	48,2	47,8	48,3
- Existencias	47	46	46	46,9	48,4	49,2	49,5	48,5	48,1	46,7	46,8	46,6	46,7
- Tiempos de entrega proveedores	53	50	50	45,0	40,4	43,1	44,6	48,3	49,2	50,0	49,5	48,8	48,9
- Precios	48	52	52	59,8	70,7	69,4	72,8	59,8	57,2	50,7	50,0	51,3	56,3
Precios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
<b>IPC</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-</b>
Infl. subyacente	2,4	1,8	1,8	1,8	1,8	1,5	1,5	0,7	0,3	0,3	0,0	-0,4	-
PPI (excl. construcción)	-0,1	1,4	2,3	3,1	3,8	4,1	3,9	0,7	0,5	-0,2	0,5	0,5	-
Deflactor PIB	2,6	2,2	1,9	1,8	1,6	1,8	1,3						
Defactor de la demanda interna	2,2	1,9	2,1	2,1	2,1	2,2	1,6						
Costes y salarios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Coste laboral unitario	2,2	2,1	0,9	0,5	1,1	1,7	-						
Remuneración asalariado	2,6	2,4	2,1	1,8	1,8	2,2	-						
Productividad	0,4	0,4	1,2	1,2	0,7	0,5	-						
Mercado de trabajo	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
<b>Tasa de desempleo</b>	<b>8,3</b>	<b>8,7</b>	<b>8,9</b>	<b>8,9</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>	<b>8,7</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>	<b>8,7</b>	<b>8,7</b>	<b>8,6</b>	<b>-</b>
Sec. monetario y financiero	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
M3	6,6	6,4	6,3	6,0	6,3	6,5	7,8	0,3	0,7	0,7	1,1	1,1	-
M3 Media móvil 3m	7,1	7,0	6,5	5,8	6,5	6,6	7,6	6,6	6,9	7,2	7,6	-	-
Préstamos al sector privado	4,0	4,7	6,4	5,8	6,4	6,9	8,1	0,6	0,7	0,8	1,7	0,7	-
Datos financ. (tasas inter.)	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Tipo efectivo €	3,0	11,4	4,0	2,7	3,7	0,8	1,2	2,4	3,3	1,5	-1,2	-1,2	-0,4
Tipo efectivo real € (CPI)	4,0	12,6	4,1	2,7	3,3	1,0	1,5	2,6	3,4	1,7	-0,8	-0,9	-0,3
Tipo efectivo real € (PPI)	3,9	11,2	3,1	2,2	2,5	0,7	0,7	2,1	2,6	0,7	-1,3	-1,7	-1,0
Tipo efectivo real € (ULC)	3,2	13,1	4,2	1,5	3,6	0,3	-						
Sector exterior	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Saldo cta. corriente (% PIB)	<b>0,9</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,8</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
€ Mds	65	20	47	45	47	31	13	31	23	20	13	-	-
Cuentas públicas (% PIB)	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Total recursos	47,1	47,7	46,9	46,5	47,3	47,6	47,1	47,6	47,2	46,4	45,8	45,9	45,4
Total empleos	52	53,1	52,1	51,6	51,6	50,2	49,3	48,9	48,1	48,2	48,3	48,8	48,2
Déficit/Superávit	-5,0	-5,9	-5,2	-5,1	-4,3	-2,6	-2,3	-1,3	-0,9	-1,8	-2,5	-2,8	-2,7

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

# APÉNDICE 2

## ESTADOS UNIDOS: Indicadores, 2003-2T05

PIB y sus componentes	2003	2004	Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas			
			3T04	4T04	1T05	2T05	3T04	4T04	1T05	2T05
Consumo privado	2,9	3,9	3,5	3,8	3,5	3,8	4,4	4,3	3,5	3,0
Gasto e inv. públicos	2,8	2,2	2,0	2,1	1,7	1,8	1,8	0,9	1,9	2,7
Inversión privada	3,9	11,9	11,8	10,4	10,1	4,1	4,6	6,8	8,6	-3,3
- Equipo	3,2	11,9	12,0	13,8	12,8	11,6	15,5	12,4	8,3	10,4
- Construcción	4,0	7,7	6,8	5,4	6,3	4,6	2,3	2,5	5,9	7,6
Demanda interna	3,1	4,8	4,5	4,5	4,2	3,5	3,9	4,1	4,0	1,9
Exportaciones	1,8	8,4	9,0	6,1	6,7	8,3	5,4	7,1	7,5	13,2
Importaciones	4,6	10,7	11,8	10,6	9,4	5,9	4,7	11,3	7,4	0,5
<b>PIB</b>	<b>2,7</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>
PIB nominal (M.M. \$)	10,971	11,734								
Actividad general	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Indicador adelantado	7,3	5,6	3,7	2,3	2,4	2,4	1,9	2,7	2,4	-
Indicador coincidente	2,7	3,2	2,9	2,7	2,7	2,7	2,6	2,9	2,6	-
Ratio existencias/Ventas	1,20	1,18	1,20	1,19	1,20	1,20	1,19	1,19	1,19	-
<b>Producción industrial</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,9</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,0</b>	-
Utilización capacidad (1)	78,0	79,3	79,5	79,8	79,5	79,1	79,2	79,8	79,7	-
Índice ISM	10,5	-4,8	-10,8	-14,8	-11,4	-14,5	-17,9	-12,1	-8,1	-10,1
Índice ISM (1)	59,1	57,3	55,2	53,8	55,2	53,3	51,4	53,8	56,6	53,6
Consumo privado	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Ganancia real por hora	-0,4	-0,8	-0,4	-0,4	-0,5	-1,0	-0,2	0,1	-0,4	-
Ventas al por menor	6,3	8,3	7,3	8,4	6,0	9,1	6,3	9,7	10,3	-
-sin autos	7,6	8,9	7,9	8,4	6,8	9,0	7,6	8,5	8,1	-
Gastos de consumo	3,5	3,8	3,5	3,8	3,4	4,0	3,0	4,4	4,2	-
Confianza consumidores (1)	96,7	102,7	103,0	106,2	103,0	97,5	103,1	106,2	103,6	105,6
Expectativas consumidor (1)	97,7	100,7	93,7	96,4	93,7	86,7	93,4	96,4	93,2	93,7
Tasa de ahorro familiar (1)	1,0	4,4	0,4	0,0	0,4	0,3	0,5	0,0	-0,6	-
Crédito al consumo	4,0	4,7	4,6	4,8	4,6	4,7	4,4	4,8	4,6	-
Inversión en equipo	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Nuevos pedidos	10,5	8,9	8,5	8,6	4,1	6,1	9,9	9,8	6,3	-
-ex autos	11,4	10,7	11,3	8,2	7,9	8,0	7,4	9,1	7,8	-
Pedidos b. capital sin def. y aviones	13,6	12,7	14,7	10,7	10,7	9,6	13,5	9,2	7,6	-
ISM: Producción	6,5	-12,3	-14,4	-14,3	-14,1	-14,7	-15,7	-12,3	-6,7	-7,6
ISM: Nuevos pedidos	2,7	-10,6	-15,9	-15,1	-12,6	-18,4	-19,1	-7,4	-5,0	-9,3
Benef. después de impuestos	<b>1T03</b>	<b>2T03</b>	<b>3T03</b>	<b>4T03</b>	<b>1T04</b>	<b>2T04</b>	<b>3T04</b>	<b>4T04</b>	<b>1T05</b>	<b>2T05</b>
	27,0	21,3	21,1	21,0	17,2	17,7	6,4	7,1	31,5	33,2
Construcción	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Viviendas iniciadas	4,5	-3,1	8,0	6,0	-8,7	3,0	3,4	11,9	2,8	-
Ventas nuevas viviendas	-0,4	10,8	5,1	7,8	4,3	9,2	4,4	9,9	27,7	-
Gastos de construcción	11,5	10,2	12,4	8,4	10,8	9,0	8,6	7,5	6,0	-
Permisos de construcción	6,9	5,9	4,0	2,1	-2,1	3,8	-3,2	5,9	2,7	-
Empleo y salarios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Población activa	0,8	0,8	1,0	1,3	1,0	1,3	1,4	1,2	1,2	1,5
Empleo total	1,5	1,3	1,4	1,8	1,5	1,8	1,9	1,8	1,8	2,0
Tasa de paro (% pob. activa) (1)	5,4	5,4	5,2	5,0	5,2	5,2	5,1	5,0	5,0	4,9
Duración media paro (sem.) (1)	19,6	19,3	19,5	17,1	19,5	19,6	18,8	17,1	17,6	18,9
Jornada media laboral (horas) (1)	33,8	33,7	33,7	33,7	33,7	33,8	33,7	33,7	33,7	33,7
Ganancia media por hora	2,2	2,5	2,6	2,7	2,6	2,7	2,6	2,8	2,8	2,7
Coste del empleo total	<b>1T03</b>	<b>2T03</b>	<b>3T03</b>	<b>4T03</b>	<b>1T04</b>	<b>2T04</b>	<b>3T04</b>	<b>4T04</b>	<b>1T05</b>	<b>2T05</b>
	3,9	3,8	4,0	4,0	3,9	4,0	3,9	3,9	3,4	3,1
Precios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Inflación	2,7	3,3	3,0	3,0	3,2	3,5	2,8	2,5	3,2	-
Inflación subyacente	1,8	2,1	2,3	2,2	2,4	2,2	2,2	2,0	2,1	-
Precios producción	3,5	4,6	4,6	4,0	5,0	4,8	3,5	3,6	4,7	-
P. producc sin energía y alim.	1,6	2,0	2,6	2,5	2,6	2,6	2,6	2,2	2,8	-
Precios importación	7,0	8,5	6,5	7,2	7,6	8,4	5,9	7,4	7,8	7,6
Precios exportación	4,2	4,2	3,6	2,9	3,3	3,1	2,5	3,1	2,7	3,1
Sector exterior	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Saldo B. bienes y servicios (4)	-573,0	-618,0	-650,0	-670,0	-650	-659	-666	-670	-	-
Saldo B. bienes y servicios (4) % PIB	-4,8	-5,1	-5,3	-5,4	-	-	-	-	-	-
Saldo Balanza comercial (4)	-660,7	-706,7	-744,6	-769,2	-745	-755	-763	-769	-	-
Saldo Balanza comercial (4) % PIB	-5,6	-5,9	-6,1	-6,2	-	-	-	-	-	-
Tipo cambio efectivo nominal	-7,1	-6,3	-4,4	-4,6	-6,1	-5,3	-6,0	-2,5	-0,1	-2,2
Política económica	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Oferta monetaria (M2)	3,6	5,2	5,3	3,8	5,0	4,3	3,3	3,7	3,8	-
Tipo fondos federales (1)	1,61	2,16	2,63	3,04	2,63	2,79	3,00	3,04	3,26	-
Ingresos federales (3)	479	487	452	665	149	278	153	235	142	-
Gastos federales (3)	565	605	628	620	220	220	188	212	195	-
Déficit público federal (3)	-86	-118	-177	45	-71	58	-35	22	-53	-

(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.



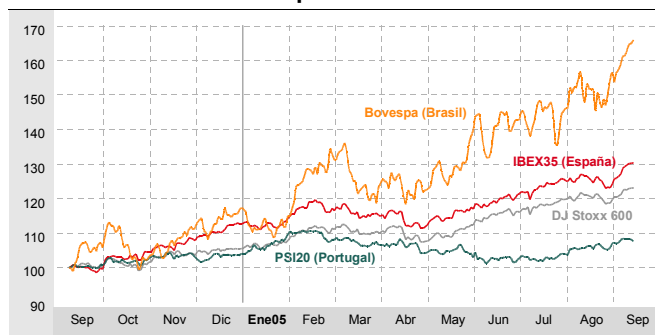
# THE IBERIAN STRATEGY OBSERVER

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

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

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

## Índices mundiales – Comportamiento bursátil



Fuente: JCF.

## Comportamiento de los activos

	Cierre 13-sep	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	293,1	0,1	1,0	5,5	16,0
S&P 500	1.240,6	1,9	0,8	4,1	2,4
Bono a 10 a. zona euro	3,12	2,0	-4,6	0,4	-14,7
Bono a 10 años EEUU	4,17	2,1	-1,4	6,9	-0,9
Tipo inter. 3M zona euro	2,13	0,1	0,0	1,3	-1,0
Tipo interés 3M EEUU	3,48	0,4	-0,3	12,3	58,1
Euro-dólar	1,23	-1,4	-0,7	1,5	-9,4
Barril de Brent (US\$)	61,5	-4,0	-7,2	12,3	53,0
CRB (US\$)	344,2	1,5	6,8	2,1	-1,2

Fuentes: Bloomberg.

## Universo de cobertura Santander Investment – Valoración

	PER		EV/EBITDA		TACC 3 a		RpD P/VC	
	05E	06P	05E	06P	BpA	EBITDA	06P	06P
CAC40	13,4	12,2	5,6	5,3	3,5	1,3	3,1	2,1
DAX30	12,5	11,0	3,5	3,2	10,9	4,4	3,4	1,5
MIB30	16,8	14,8	5,5	5,3	8,3	6,3	3,9	2,4
PSI20	14,2	12,7	8,6	8,1	9,8	6,7	4,1	2,0
IBEX35	31,8	15,3	7,6	6,9	10,4	5,6	3,5	3,2
DJ Stoxx 600	16,7	14,4	6,9	6,3	10,2	11,3	3,3	2,8
DJ Stoxx 50	14,4	13,2	5,1	4,9	9,8	10,7	3,6	2,7
DJ Euro Stoxx 50	12,8	11,9	4,6	4,4	9,2	7,4	3,8	2,1
P. lb. B. capital	9,5	13,3	4,3	5,6	-31,7	-31,8	2,6	1,7
P. lb. Construcc.	19,0	16,9	9,8	8,8	14,3	11,4	1,8	2,8
P. lb. B. cons.	21,2	19,4	9,3	9,1	-4,1	-7,2	2,9	4,3
P. lb. Serv. cons.	17,3	19,3	11,8	12,6	-1,2	-2,1	1,7	2,9
P. lb. Finan.	13,3	12,4	ND	ND	17,3	ND	3,7	2,0
P. lb. Petr. y gas	13,8	12,3	7,0	6,8	4,6	-2,8	2,3	2,3
P. lb. TMTs	35,7	27,2	12,6	11,1	-21,3	-34,9	1,5	7,7
P. lb. Utilities	15,6	15,6	7,4	7,9	-10,6	-8,9	3,6	4,2

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

## Puntos destacados

- Entorno de tipos de interés bajos y crecimiento económico superior a la media, condicionantes del comportamiento relativo superior del mercado español (casi el 40% desde 2001).
- La estructura del mercado español dificulta beneficiarse de este crecimiento económico superior; la bajada de los tipos de interés ha sido el principal motor de este comportamiento relativo superior.
- Un cambio drástico en los tipos a largo podría desencadenar un mal comportamiento relativo de España frente a sus homólogos europeos.

## Puntos de interés

- **Viscofán:** una buena opción de inversión para este otoño.
- Turbulencias en el sector eléctrico español.
- Comprar **Inditex:** los resultados del 2T05 podrían traer revisiones al alza de beneficios.
- **Gamesa:** la especulación sobre movimientos corporativos parece exagerada.
- **Barón de Ley:** compañía atractiva en un negocio difícil de escaso atractivo corporativo.

## Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 13-sep	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	4.475,1	0,1	0,0	5,8	17,1
DAX30	4.949,6	-0,4	0,2	7,9	16,3
MIB30	34.204,0	0,5	1,3	5,7	9,6
PSI20	7.851,5	-0,8	1,7	4,5	3,3
IBEX35	10.460,1	0,8	2,7	6,9	15,2
DJ Stoxx 600	292,1	0,5	1,4	5,9	16,4
DJ Stoxx 50	3.189,7	0,4	0,7	5,0	15,0
DJ Euro Stoxx 50	3.339,9	-0,1	0,2	5,0	13,2
P. lb. B. capital	ND	0,5	1,1	7,1	14,8
P. lb. Construcción	ND	1,0	5,5	12,8	51,6
P. lb. B. consumo	ND	1,3	5,3	5,4	13,4
P. lb. Serv. consumo	ND	1,9	4,2	10,9	36,7
P. lb. Financieras	ND	0,3	1,0	6,5	11,5
P. lb. Petróleo y gas	ND	1,2	5,0	15,5	29,7
P. lb. TMTs	ND	-0,1	-1,1	0,5	-2,9
P. lb. Utilities	ND	0,7	7,3	4,8	19,3

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.		
<b>Bancos</b>	27,4%	↓	↓	Crece la preocupación sobre la desaceleración de la economía española y el “inflado” sector inmobiliario. Los síntomas de una “desaceleración” paulatina en el sector podrían provocar la caída de la cotización de los bancos españoles. Los bancos pequeños se han beneficiado de las especulaciones sobre actividad corporativa, que parecen un poco excesivas en estos momentos.	BBVA, BCP
<b>Bienes de capital</b>	5,3%	↑	↑	El ciclo inversor toca fondo y ya se vislumbran síntomas de recuperación de la inversión de capital. Creemos que las valoraciones de las compañías ligadas al metal (Acerinox, Arcelor) incorporan una fuerte recuperación en precios y volúmenes. Preferimos las compañías de pasta y papel (Ence) y las industriales con procesos de reestructuración (Tubacex, Uralita).	Uralita
<b>Construcción</b>	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
<b>Bienes de consumo</b>	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.	Inditex, Ebro Puleva, Viscofán
<b>Servicios financieros</b>	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
<b>Petróleo y gas</b>	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
<b>Servicios</b>	8,0%	↓	↓	A pesar de su apalancamiento a la fase de recuperación del ciclo, la industria de ocio podría mostrar un escaso poder de fijación de precios debido al exceso de capacidad. El sector inmobiliario podría sufrir ante la percepción de que el valor de los activos reales está alcanzando el límite y por la resaca de tanta actividad corporativa. Apostamos por el sector de las autopistas portugués por su crecimiento y carácter defensivo.	Sol Meliá, Logista
<b>TMTs</b>	28,8%	↑	↑	Las telecomunicaciones siguen con el proceso de “desapalancamiento”, desprendiéndose de las actividades no estratégicas y centrándose en las estrategias “básicas” tras la fiebre de Internet. La exposición a Latinoamérica y las generosas políticas de remuneración a los accionistas deberían ofrecer cierto potencial de revalorización a corto plazo. Recomendamos sustituir los operadores de TV por los de prensa escrita a corto plazo.	TEF, Prisa, Sogecable
<b>Utilities</b>	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

Jesús Gómez

(34) 91-289-3315

jegomez@gruposantander.com

Juan José Fernández

(34) 91 289 3704

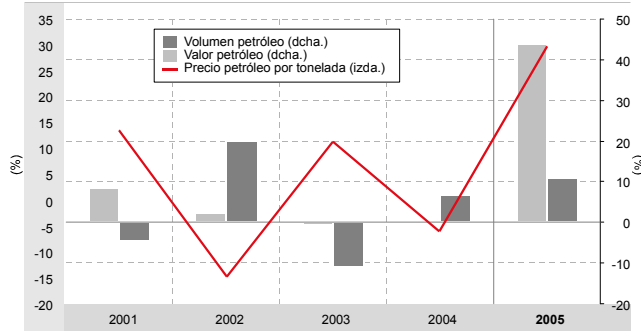
jfernandezg@gruposantander.com

Antonio Espasa

(34) 91-289-3313

aespasa@gruposantander.com

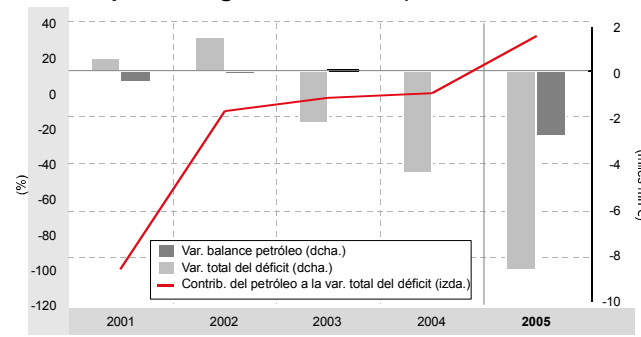
## España – Balanza comercial. Energía (volumen, valor, precios), 2001-05



Nota: datos acumulados hasta mayo.

Fuentes: Agencia Tributaria (Aduanas) y Santander Investment Bolsa.

## España – Balanza comercial. Variación anual (contribución del comp. de energía al déficit total), 2001-05



Nota: datos acumulados hasta mayo.

Fuentes: Agencia Tributaria (Aduanas) y Santander Investment Bolsa.

## Asuntos a tener en cuenta esta semana

### En EEUU:

- (1) Avance del IPC subyacente, en línea con la tendencia (dato clave).
- (2) Índice de precios industriales. Atención al índice subyacente.
- (3) Las ventas al por menor podrían registrar un descenso.
- (4) Compra de activos estadounidenses por extranjeros y financiación del déficit estadounidense.
- (5) Expectativas de retroceso en la publicación preliminar del índice de confianza de la U. de Michigan.

### En la zona euro:

- (1) El IPC de la zona euro podría subir ligeramente en agosto.
- (2) El IPC en Alemania podrían subir por el precio de la energía.
- (3) El BCE revisará los costes laborales de la zona euro del 2T05.
- (4) Atención a los datos de la cuenta corriente en España y Francia.
- (5) En Italia, la producción industrial de julio podría mantenerse débil.

- Las principales noticias macro que llegan de **Portugal** siguen siendo negativas. El crecimiento del PIB en el 2T05 fue del 0,5%, debido sobre todo a la debilidad de las importaciones ante el reciente cambio de la metodología. Por otro lado, la confianza del consumidor apunta a una desaceleración del consumo en lo que queda de año.
- En la **economía española**, todo apunta a que: (1) el consumo privado se reducirá ligeramente en el 2S05E; (2) el PIB podría seguir creciendo a niveles cercanos al 3% en 2005E, dado el efecto base positivo en la tasa anual; y (3) la inflación debería mantenerse por encima del 3% interanual en los próximos meses y desacelerarse en 2006P.
- **La semana en EEUU.** El *Katrina* ha centrado la atención por su impacto en la economía. Sólo hay tres indicadores macro que resaltar: (1) el ISM sector servicios, con notable avance; (2) los datos de productividad, que revelan una desaceleración hasta el 1,8%, al tiempo que los costes laborales llegaban al 2,5%; y (3) los datos de empleo en agosto, que reflejan un mercado laboral saludable.
- **La semana en la zona euro.** Esperamos una recuperación de la economía europea en el 2S05E (iniciada por Alemania), como confirman los últimos datos. En Alemania, la producción industrial y los pedidos de fábrica aumentaron en julio.
- En el *Rincón macro* analizamos el vínculo entre el incremento del déficit de la balanza comercial en España y la evolución de la balanza comercial de bienes energéticos. Se ha responsabilizado a la subida del precio del petróleo y de la energía del incremento del déficit comercial en 2005. Si esta fuera la razón principal (cosa que dudamos), el problema del déficit comercial se resolvería automáticamente cuando se moderaran los precios del petróleo. En nuestra opinión, el aumento del déficit comercial de bienes energéticos en los primeros cinco meses de 2005E es responsable tan sólo del 33% del incremento del déficit total. No creemos que el problema se solucione sólo con una bajada del precio del petróleo.

**Datos macro publicados la semana pasada**

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real	
LUNES	9:15	España	Servicios PMI	Ago	52,67	-	50,24	
5-Sep	10:00	España	ICO Confianza del consumidor	Ago	87,3	-	89,2	
	9:45	Italia	PMI Servicios	Ago	50,04	-	48,48	
	9:50	Francia	PMI Servicios	Ago	55,28	55,4	55,19	
	9:55	Alemania	PMI Servicios	Ago	52,76	53,3	54,56	
	10:00	Zona euro	PMI Servicios	Ago	53,5	53,3	53,26	
MARTES	8:45	Francia	Déficit presupuestario (miles mn €)	Jul	-35,7	-	-48,8	
	6-Sep	11:00	Zona euro	Ventas al por menor (m/a)	Jul	0,0/0,5 R	-0,2/0,9	-0,5/0,0
		12:00	Alemania	Pedidos de fábrica (m/a)(desest./no desest.)	Jul P	2,3 R/8,8 R	-0,9/2,5	3,7/3,8
	16:00	EEUU	ISM No manufacturas	Ago	60,5	60,0	65,0	
MIÉRCOLES	9:30	EEUU	ABC Confianza del consumidor	-	-12	-	-	
		Italia	Confianza del consumidor ind. desest.	Ago	100,9	101,1	100,8	
	7-Sep	10:00	Italia	Balanza comercial no UE (mn €)	Jul	-150,0	-	502
		12:00	Alemania	Prod. industrial (m/a) (desest./no desest. ajust.)	Jul P	1,6/3,0	-0,3/1,8	1,2/3,2
	17:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Sep 2	-4,5	-	6,8	
14:30	EEUU	Productividad no agrícola	2T F	2,2	2,2	1,8		
14:30	EEUU	Costes laborales unitarios	2T F	1,3	1,4	2,5		
JUEVES	8:00	Alemania	Saldo de balanza cta. corriente (miles mn €)	Jul	10,4	8,3	-	
	8-Sep	8:00	Alemania	Balanza comercial (miles mn)	Jul	16,8	15,0	14,1
		8:00	Alemania	Importaciones (ajust.)(m)	Jul	-5,5	1,9	3,7
	8:00	Alemania	Exportaciones (ajust.)(m)	Jul	-0,4	1,0	0,5	
	9:00	España	Producción industrial (no desest.)(a)	Jul	-0,1	-	-0,5	
	9:30	Italia	Confianza empresarial	Ago	86,0	85,5	87,5	
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Sep 3	320.000	315.000	319.000	
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	Ago 27	2,60 mn	-	2,59 mn	
	16:00	EEUU	Inventarios al por mayor	Jul	0,7	0,5	-0,1	
	16:00	EEUU	Crédito al consumo (miles mn)	Jul	14,5	10,0	4,4	
	VIERNES	8:00	Alemania	Índice de precios al por mayor (m/a)	Ago	0,5/2,5	-	0,0/1,9
9-Sep		8:45	Francia	Producción industrial (m/a)	Jul	0,2/-0,5 R	0,3/0,5	-0,9/-0,7
		8:45	Francia	Producción manufacturera (m/a)	Jul	0,1/-0,6 R	0,4/0,5	-1,2/-1,2
10:00		Italia	Pedidos industriales (desest./no desest. (m/a)	Jun	-0,2/7,2	0,6/1,8	2,0/3,3	
10:00		Italia	Ventas industriales (desest./no desest.)	Jun	-1,6/5,1	-	0,4/1,2	
11:00		Italia	PIB (t/a)	2T F	-0,5/-0,2	0,7/0,1	0,7/0,1	
12:00		Zona euro	Indicadores adelantados	Jul	105,0	-	105,2	
14:30		EEUU	Índice de precios de importación (m/a)	Ago	0,8/7,8 R	1,5/1,1	1,3/7,6	

**Datos macro que se publicarán esta semana**

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión	
DURANTE	12-15	Alemania	IPC (m/a)	Ago F	0,5/2,0	0,1/1,9	
LA SEMANA	14-19	Alemania	Precios de producción (m/a)	Ago	0,5/4,6	0,4/4,7	
LUNES	11:00	Zona euro	Saldo balanza cta. corriente (t)(miles mn)	2T	0,8	-	
	12-Sep	Zona euro	Prod. construcción (desest./ajust.) (t/a)	2T	-2,3/-3,8	-	
MARTES	8:45	Francia	IPC (m/a)	Ago	-0,2/1,7	0,3/1,7	
	13-Sep	8:45	Francia	Balanza comercial (mn €)	Jul	-1194	-975
		9:00	España	IPC (m/a)	Ago	-0,6/3,3	0,6/3,4
	14:30	EEUU	Índice de precios de producción (m/a)	Ago	1,0/4,6	0,7	
	14:30	EEUU	IPRI excl. alimentación y energía (m/a)	Ago	0,4/2,8	0,1	
	14:30	EEUU	Balanza comercial (miles mn)	Jul	-58,8	-59,8	
	14:30	EEUU	Avance presupuesto mensual (miles mn)	Ago	-41,1	-47,8	
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Sep 11	-	-	
	MIÉRCOLES	8:00	Zona euro	Nuevas matriculaciones de coches (m/a)	Jul	6,8/	-
		14-Sep	10:00	Italia	IPC (NIC incl. tabaco) (m/a)	Ago F	0,42/2,1
10:00	Italia		Saldo balanza por cuenta corriente (mn €)	Jul	-2707,7	-2707,7	
14:30	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Sep 9	-	-		
14:30	EEUU	Avance ventas al por menor	Ago	1,8	-1,1		
14:30	EEUU	Ventas al por menor excl. automóviles	Ago	0,3	0,5		
15:15	EEUU	Producción industrial	Ago	0,1	0,3		
15:15	EEUU	Utilización de capacidad	Ago	79,7	79,8		
JUEVES	8:45	Francia	Empleos no agrícolas (t)	2TF	0,1	-	
	15-Sep	11:00	Zona euro	Costes laborales (a)	2T	3,1	-
		14:30	EEUU	Manufacturas Empire	Sep	23,0	18,0
	14:30	EEUU	IPC (m/a)	Ago	0,5/3,2	0,5/	
	14:30	EEUU	IPC excl. alimentación y energía (m/a)	Ago	0,1/2,1	0,2/	
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Sep 10	-	-	
	14:30	EEUU	Inventarios empresariales	Jul	0,0	0,3	
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	Sep 3	-	-	
	VIERNES	8:45	Francia	Saldo balanza por cuenta corriente (mn €)	Jul	-561	-
		16-Sep	9:00	España	Saldo balanza por cuenta corriente (mn €)	Jun	-5258,4
10:00			Italia	Producción industrial (desest./ajust.) (m/a)	Jul	-0,7/-3,0	-0,2/-2,6
11:00		Zona euro	Producción industrial (m/a)	Jul	0,3/0,3	0,4/0,4	
11:00		Zona euro	IPC (m/a)	Ago	-0,1/2,2	0,1/2,1	
11:00		Zona euro	Déficit presupuestario/PIB	Dic 31	-	-	
11:00		Zona euro	Deuda pública/ratio PIB	Dic 31	-	-	
14:30	EEUU	Saldo balanza por cta. corriente (miles mn)	2T	-195,1	-192,9		
15:00	EEUU	Compras activos EEUU por extranjeros (mn)	Jul	71.200	-		
15:45	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	Sep P	89,1	86,0		

(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.



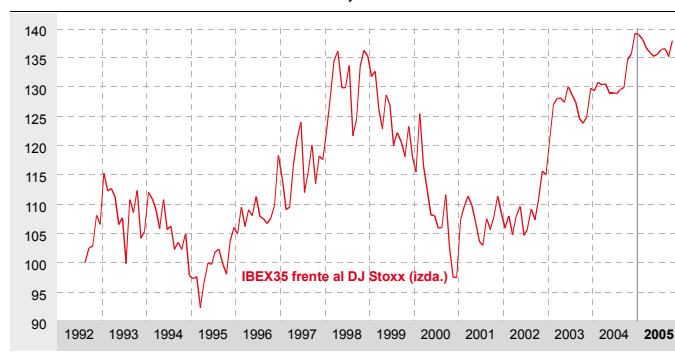
## RINCÓN DEL ESTRATEGA

Esta semana analizamos el impacto positivo que un entorno de tipos de interés bajos ha tenido en el mercado bursátil español. No obstante, las actuales presiones inflacionistas en Europa y los indicios de recuperación de las economías centroeuropeas alejan la posibilidad de una nueva bajada de los tipos de interés a largo plazo. De ahí que insistamos en nuestra recomendación de apostar por mercados del norte de Europa frente a sus homólogos del sur.

### CUATRO AÑOS DE COMPORTAMIENTO RELATIVO SUPERIOR

Desde 2001, el mercado bursátil español ha tenido un comportamiento relativo superior frente a los índices europeos de casi un 40%. Los inversores han apostado por una economía que ha acumulado un diferencial de 1,5-2,0% en términos de crecimiento de PIB real (2,5-3,0% de crecimiento nominal del PIB) frente a la media europea. El entorno de tipos de interés bajos y la convergencia de la economía española con Europa han sido los principales responsables de este diferencial.

#### Ibex 35 frente al DJ Stoxx 600, 1992-2005



Fuentes: Bloomberg y Santander Investment Bolsa.

Por otro lado, la estructura del mercado bursátil español presenta una fuerte sensibilidad a los movimientos de tipos de interés, ya que las *telecoms*, *utilities* y financieras representan el 74,1% del mercado español (frente al 42,7% del DJ Stoxx 600). En concreto, las *telecoms* y las *utilities* suelen tener un comportamiento relativo superior en un escenario de tipos de interés bajos y representan el 32,6% del mercado español, la mayor exposición a estos dos sectores de los mercados europeos más importantes (la media europea es del 13,5%).

#### Ibex 35 frente al DJ Stoxx 600 – Desglose del sector, 12 de septiembre de 2005

(%)	Petróleo y Materiales			Bienes		Servicios		Utilities	Financ.	Tecnología	Total
	gas	básicos	Industr.	consumo	Farmacia	consumo	Telecoms				
Austria	20,8	5,4	6,7	—	—	3,8	18,7	—	44,6	—	0,6
Bélgica	—	10,1	2,7	8,7	5,5	8,8	9,6	15,6	39,0	—	1,3
Dinamarca	—	—	23,4	6,9	29,2	—	14,1	—	26,4	—	1,1
Finlandia	2,9	15,2	8,7	2,6	1,3	3,0	1,9	5,1	5,6	53,7	2,0
Francia	16,4	3,3	11,7	14,0	9,8	11,7	5,1	3,9	20,5	3,7	14,3
Alemania	—	10,6	15,2	15,9	3,8	3,1	7,0	13,9	24,2	6,2	10,4
Grecia	—	—	3,6	6,1	—	9,2	14,2	5,1	61,8	—	0,8
Irlanda	—	—	24,1	5,7	3,9	8,8	1,5	—	55,9	—	1,3
Italia	20,6	—	4,3	2,5	—	4,1	9,8	11,5	44,3	2,9	5,6
Luxemburgo	—	—	—	—	—	100,0	—	—	—	—	0,1
P. Bajos	0,7	5,1	4,4	25,3	0,5	9,8	5,0	—	46,2	3,0	5,5
Noruega	24,0	33,0	—	13,8	—	—	11,5	—	15,0	2,6	0,9
Portugal	—	—	15,2	—	—	—	28,1	19,0	37,7	—	0,5
<b>España</b>	<b>8,3</b>	<b>0,7</b>	<b>8,5</b>	<b>3,6</b>	<b>0,3</b>	<b>3,8</b>	<b>19,2</b>	<b>13,4</b>	<b>41,5</b>	<b>0,7</b>	<b>5,9</b>
Suecia	—	1,3	21,6	7,8	2,1	9,2	5,4	—	30,5	22,0	3,4
Suiza	—	3,6	7,2	20,9	36,2	—	1,1	—	30,3	0,7	9,8
R. Unido	16,5	6,0	6,0	9,3	9,2	12,3	9,2	4,6	26,3	0,6	36,6
<b>DJ Stoxx 600</b>	<b>10,5</b>	<b>5,3</b>	<b>8,8</b>	<b>11,6</b>	<b>9,3</b>	<b>8,2</b>	<b>7,9</b>	<b>5,6</b>	<b>29,2</b>	<b>3,7</b>	<b>100,0</b>
España vs											
DJ Stoxx 600	En rev.	En rev.	En rev.	En rev.	En rev.	En rev.	Sobrep.	Sobrep.	Sobrep.	En rev.	

Fuentes: DJ Stoxx 600 y Santander Investment Bolsa.

Aunque, como decíamos líneas más arriba, la economía española ha registrado una tasa de crecimiento superior a la media en los últimos años (condicionada, principalmente, por el comportamiento espectacular de la demanda interna), resulta complicado aprovechar la situación del mercado español de renta variable, dado que la exposición a los sectores de consumo es una de las más bajas de Europa (7,4% frente al 19,9% de Europa). Tan sólo un número limitado de nombres permiten buscar exposición al crecimiento doméstico: Inditex, Telecinco, Antena3, etc. Estos valores han registrado un comportamiento excelente en los últimos años y, en estos momentos, llevan acumulada una prima del 20-40% relativa al mercado bursátil español.

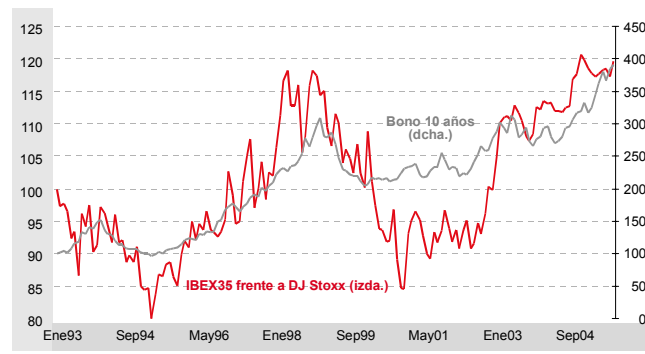
#### Mercados europeos – Valores defensivos, valores sensibles a los tipos de interés y consumo

(%)	Puramente defensivos <sup>1</sup>	Consumo <sup>2</sup>	Tipos de interés <sup>3</sup>	Sensibilidades netas a tipos de interés <sup>4</sup>
Austria	18,7	3,8	18,7	46,7
Bélgica	39,4	17,5	25,2	19,3
Dinamarca	50,2	6,9	14,1	41,5
Finlandia	10,9	5,5	7,0	2,8
Francia	32,8	25,7	9,0	37,7
Alemania	40,7	19,0	21,0	7,1
Grecia	25,3	15,2	19,3	42,5
Irlanda	11,2	14,5	1,5	58,4
Italia	23,8	6,6	21,3	43,6
Luxemburgo	0,0	100,0	0,0	0,0
P. Bajos	30,8	35,1	5,0	42,3
Noruega	25,4	13,8	11,5	27,5
Portugal	47,0	0,0	47,0	-9,3
<b>España</b>	<b>36,5</b>	<b>7,4</b>	<b>32,6</b>	<b>17,5</b>
Suecia	15,4	17,1	5,4	27,1
Suiza	58,2	20,9	1,1	65,4
R. Unido	32,4	21,6	13,8	38,3
DJ Stoxx 600	34,4	19,9	13,4	35,6

(1) Bienes de consumo+farmacia+ telecoms+utilities. (2) Bienes de consumo+servicios al consumidor. (3) Telecoms+utilities. (4) Financieras+farmacia+petróleo-telecoms-utilities.  
Fuentes: DJ Stoxx y Santander Investment Bolsa.

En nuestra opinión, el mayor responsable del comportamiento relativo superior de España en los últimos años es el entorno de tipos de interés bajos que estamos disfrutando (los valores sensibles a los tipos de interés ponderan en España casi tres veces más que en el resto de Europa). Además, las familias españolas se han beneficiado de una bajada de tipos de interés que ha favorecido al mercado inmobiliario, al tiempo que sus recursos han crecido (gracias al endeudamiento financiero ya que el precio de la vivienda ha subido un 15% anual en los últimos cinco años y el apalancamiento financiero se ha multiplicado por más de dos —ha pasado del 40% de la renta disponible en 1997 a más del 100% hoy en día—).

#### Comportamiento de índices frente al bono a 10 años, 1992-2005



Fuentes: Bloomberg y Santander Investment Bolsa



En nuestra opinión, el mayor peligro del mercado español de renta variable deriva de un cambio en la política de tipos de interés (a su vez dependiente del crecimiento del PIB en Alemania, Francia e Italia). Con tipos de interés bajos, el mercado bursátil español ofrece un perfil defensivo (y garantiza el crecimiento de los beneficios) y seguiría mostrando un buen comportamiento. Sin embargo, si se produce una subida de los tipos de interés, el mercado español de renta variable tendría un comportamiento relativo inferior al de otros mercados europeos puesto que *utilities*, *telecoms*, bancos y compañías constructoras y de concesiones se verían perjudicadas.

---

## PUNTOS DE INTERÉS

- Revisamos al alza **Viscofán** (de Reducir a Comprar; precio objetivo: 10,00 €) tras confirmar que los buenos resultados del 2T05 podrían repetirse en lo que queda de 2005E y 2006P gracias a la mejora de cuota de mercado (en parte por las dificultades de algunos competidores) y de control de precios del sector. Además, esas dificultades de algunas compañías (Viskase declaró suspensión de pagos en mayo) podrían desencadenar movimientos de consolidación que tendrían un impacto positivo en el sector. Por otro lado, los cambios en la estructura accionarial han provocado una división de las participaciones del accionariado y podrían animar los rumores sobre la participación de Viscofán en movimientos corporativos gracias a su situación de bajo apalancamiento (ratio deuda sobre recursos propios 2005E de 25,5%).
- El sector eléctrico español vive momentos duros con la OPA hostil de **Gas Natural** (Infraponderar; precio objetivo: en revisión) sobre **Endesa** (Mantener; precio objetivo: 19,50 €) por 7,34 €/acción en metálico y 0,57 acciones de Gas Natural por cada acción de Endesa. Para superar los obstáculos regulatorios, Gas Natural desinvertirá activos por valor de 7.000-9.000 mn €, que serán adquiridos por **Iberdrola** (Comprar; 24,00 €). La operación ha llegado por sorpresa puesto que el sector español eléctrico se encuentra inmerso en una revisión del marco regulatorio cuyos resultados todavía se desconocen.
- El 21 de septiembre, **Inditex** (Comprar; precio objetivo: 27,85 €) publica los resultados del 2T05, que deberían tranquilizar al mercado sobre las perspectivas a medio plazo de la compañía y podrían desencadenar revisiones al alza de las estimaciones de beneficios para 2005-06. En los últimos meses, el comportamiento relativo de Inditex frente a su comparable más directo, H&M, ha sido pobre, y la acción cotiza con un innecesario descuento del 20% frente al distribuidor noruego (muy por encima del descuento histórico del 5%). Pese a la creciente polémica sobre las cuotas de los textiles chinos en el sector, creemos que su impacto en Inditex carecerá de importancia.
- La escasez de valores en el sector de renovables y cierto atractivo corporativo llevan a **Gamesa** (Infraponderar; precio objetivo: 12,50 €) a cotizar con una prima frente a nuestra valoración fundamental. Nos preocupa: (1) el cambio de su modelo de negocio (su expansión internacional está reduciendo la generación de flujo de caja); (2) la creciente importancia de Iberdrola, no sólo como cliente sino también como socia en una *joint venture*; y (3) la pérdida de atractivo para Iberdrola y compañías de capital riesgo para lanzar una OPA sobre la compañía.
- Seguimos siendo prudentes con **Barón de Ley** (Infraponderar; precio objetivo: 35,68 €), dado el exceso de capacidad productiva en el sector vinícola español e internacional, que está disparando la presión competitiva. La prima por concentración atribuida por el mercado a Barón de Ley es injustificada, ya que el principal accionariado puede bloquear cualquier oferta hostil y la compañía carece de las características que algunos compradores internacionales están buscando (por ejemplo, distribución en mercados en expansión como Reino Unido, EEUU y Asia). Una valoración ajustada (PER 2005E de 16,4 x y crecimiento del BpA del 0% en 2005E-07P) habría de provocar una progresiva caída de la acción.



### Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recom.		Pr. objetivo		%	BpA 2006P		%	Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior		Nuevo	Anterior		
12-Sept	Viscofán	Comprar	Infrapond.	10,00	8,20	22,0	0,50	0,19	163,2	Mejor entorno operativo
31-Ago	Barón de Ley	Infrapond.	Infrapond.	35,68	34,40	3,7	2,35	2,32	1,3	Valoración ajustada
30-Ago	Gamesa	Infrapond.	Comprar	12,50	12,50	0,0	0,94	0,94	0,0	La especulación de actividad corporativa se disipa
12-Ago	Aguas de Barcelona	Mantener	Comprar	20,50	17,50	17,1	1,33	1,28	3,9	Potencial limitado tras un excelente recorrido
10-Ago	REE	Infrapond.	Infrapond.	21,00	20,00	5,0	1,31	1,27	3,1	Introducimos nuestro precio objetivo 2006P
8-Ago	Repsol YPF	Comprar	Comprar	26,70	26,70	0,0	2,68	2,68	0,0	Reinicio de cobertura
29-Jul	ACS	Comprar	Comprar	28,10	22,30	26,0	1,83	1,72	6,0	Crecimiento del beneficio y mejora de la visibilidad
29-Jul	Telecinco	Infrapond.	Infrapond.	20,50	16,0	28,0	1,23	0,99	24,0	Potencial limitado y <i>rerating</i>

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		
		12-Sep-05	31-Dic-04								
Sogecable	30-Sep-04	28,75	32,66	-12,0	-22,8	-27,5	-1,9	-5,3	-5,9	-11,3	
BBVA	23-May-05	14,08	13,05	7,9	-3,0	-7,7	-0,6	9,2	8,5	7,4	
Ferrovial	16-May-03	65,60	39,32	66,8	56,0	51,3	4,5	25,5	51,2	65,7	
Endesa	22-Abr-05	20,61	17,29	19,2	8,4	3,6	11,4	13,3	20,3	19,2	
Repsol	17-Jul-03	25,95	19,16	35,4	24,6	19,9	7,0	27,3	23,9	34,8	
Inditex	04-Mar-05	23,40	21,70	7,8	-3,0	-7,7	7,8	7,5	1,8	7,0	
<b>Lista recom. large caps</b>	–	<b>124,39</b>	<b>100,00</b>	<b>24,4</b>	<b>13,5</b>	<b>8,8</b>	<b>ND</b>	<b>ND</b>	<b>ND</b>	<b>24,4</b>	
Large caps ibéricas	–	110,85	100,00	10,8	0,0	-4,7	ND	ND	ND	10,8	
IBEX35	–	10.494,70	9.080,80	15,6	4,7	0,0	2,6	9,2	12,1	15,1	
PSI20	–	7.867,00	7.571,85	3,9	-6,9	-11,7	1,8	4,6	-0,4	3,5	
DJ Stoxx 50	–	3.203,56	2.774,77	15,5	4,6	-0,1	1	5,4	10,4	14,8	

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

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

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comp. bursátil (%)							En el año
		Actual	31-Dic-04	Absoluto	Rel. a small-mid caps ibér.	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M		
		12-Sep-05	31-Dic-04								
Ebro Puleva	30-Dic-04	14,49	10,50	38,0	12,9	22,4	1,0	-4,0	9,2	37,2	
Sol Meliá	16-Feb-05	11,08	7,30	51,8	26,7	36,2	-3,3	21,8	22,6	50,7	
Prisa	30-Dec-04	15,34	15,62	-1,8	-26,9	-17,4	-0,3	-5,7	-2,8	-2,1	
Enagás	23-May-05	14,95	12,20	22,5	-2,5	7,0	6,2	11,6	29,6	22,3	
Indra	30-Dic-04	17,21	12,57	36,9	11,9	21,3	3,3	12,0	30,4	37,1	
Prosegur	08-Mar-05	19,00	14,48	31,2	6,2	15,6	1,5	8,4	18,1	30,5	
<b>Lista recom. SMC</b>	–	<b>125,06</b>	<b>100,00</b>	<b>25,1</b>	<b>0,0</b>	<b>9,5</b>	<b>ND</b>	<b>ND</b>	<b>ND</b>	<b>25,1</b>	
Small-mid caps ibéricas	–	10.494,70	9.080,80	15,6	-9,5	0,0	2,6	9,2	12,1	15,1	
IBEX35	–	7.867,00	7.571,85	3,9	-21,2	-11,7	1,8	4,6	-0,4	3,5	
PSI20	–	156,73	129,16	21,3	-3,7	5,8	2,9	7,9	12,8	20,7	
DJ Small 200 Europe	–	125,06	100,00	25,1	0,0	9,5	ND	ND	ND	25,1	

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

<b>Comprar</b>	Potencial alcista superior al 15%.
<b>Mantener</b>	Potencial alcista del 10%-15%.
<b>Infraponderar</b>	Potencial alcista inferior al 10%.

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

### INFORMACIÓN IMPORTANTE:

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

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

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

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

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

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

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

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

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



# ***THE IBERIAN QUANT OBSERVER***

---

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

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

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

## **CONTENIDO:**

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

# I. ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

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

PIB	2002	2003	2004	2005E	Cons.	2006P	Cons.
Alemania	0,1	-0,1	1,0	1,3	1,1	2,1	1,6
Francia	1,1	0,5	2,3	1,6	1,9	2,4	2,1
Italia	0,4	0,4	1,1	0,0	1,2	2,0	1,7
España	2,7	2,9	3,1	3,4	2,6	2,7	2,5
Portugal	0,4	-1,2	1,0	1,0	1,9	2,6	2,4
<b>Euro-12</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>
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
<b>EEUU</b>	<b>1,9</b>	<b>3,0</b>	<b>4,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>

IPC	2002	2003	2004	2005E	Cons.	2006P	Cons.
Alemania	1,4	1,1	1,8	1,2	1,4	1,3	1,3
Francia	1,9	2,2	2,3	1,8	1,7	1,8	1,6
Italia	2,6	2,8	2,3	2,0	2,0	2,0	1,9
España	3,6	3,1	3,1	2,8	2,7	2,3	2,5
Portugal	3,6	3,3	2,5	0,5	2,3	2,2	2,3
<b>Euro-12</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>
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
<b>EEUU</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>

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

(\*) En paréntesis las cifras medias anuales.

Fuentes: Consensus Forecasts (julio de 2005), Eurozone Barometer (julio 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)	
		05E	06P	07P	(%)	05E	06P	07P	EBITDA	05E	06P	07P	FCpA	06P	07P	06P	07P
		BpA	BpA	BpA	BpA	BpA	BpA	BpA	BpA	BpA	BpA	BpA	BpA	BpA	BpA	BpA	BpA
Francia (CAC 40)	736.688	13,4	12,2	11,0	3,5	5,6	5,3	4,7	1,3	7,8	6,4	6,1	-0,3	3,1	3,2	2,1	1,7
Alemania (DAX 30)	456.847	12,5	11,0	9,3	10,9	3,5	3,2	2,8	4,4	4,8	4,4	3,4	-3,7	3,4	3,3	1,5	1,2
Italia (MIB 30)	483.495	16,8	14,8	13,2	8,3	5,5	5,3	3,9	6,3	6,0	6,0	4,4	-1,9	3,9	4,4	2,4	2,1
Portugal (PSI 20)	49.588	14,2	12,7	11,9	9,8	8,6	8,1	7,6	6,7	6,2	5,6	5,4	6,2	4,1	4,4	2,0	1,8
España (IBEX35)	467.948	31,8	15,3	12,8	10,4	7,6	6,9	4,7	5,6	7,6	6,9	5,0	-9,0	3,5	4,0	3,2	2,7
DJ Stoxx 600	7.243.934	16,7	14,4	12,8	10,2	6,9	6,3	5,6	11,3	8,6	8,0	6,9	8,8	3,3	3,6	2,8	2,4
DJ Stoxx 50	2.939.686	14,4	13,2	12,2	9,8	5,1	4,9	4,1	10,7	7,0	6,6	5,3	3,3	3,6	3,9	2,7	2,5
DJ Euro Stoxx 50	1.315.995	12,8	11,9	11,3	9,2	4,6	4,4	3,9	7,4	5,9	5,6	4,3	3,0	3,8	4,1	2,1	1,9
P. Ibérica Bienes de capital	30.568	9,5	13,3	31,6	-31,7	4,3	5,6	15,5	-31,8	6,2	7,5	18,9	-30,9	2,6	1,4	1,7	4,9
P. Ibérica Construcción	31.482	19,0	16,9	15,0	14,3	9,8	8,8	8,0	11,4	11,5	10,5	9,5	25,7	1,8	2,0	2,8	2,5
P. Ibérica B. de consumo	35.073	21,2	19,4	26,8	-4,1	9,3	9,1	13,1	-7,2	12,5	12,2	16,7	-6,2	2,9	2,6	4,3	5,1
P. Ibérica Serv. consumidor	59.358	17,3	19,3	20,9	-1,2	11,8	12,6	14,4	-2,1	10,5	10,8	12,9	-5,9	1,7	1,7	2,9	3,1
P. Ibérica Financieras	167.433	13,3	12,4	10,9	17,3	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	3,7	4,2	2,0	1,7
P. Ibérica Petróleo y gas	57.632	13,8	12,3	18,0	4,6	7,0	6,8	8,6	-2,8	8,7	7,5	9,9	-3,6	2,3	1,9	2,3	2,8
P. Ibérica TMTs	131.634	35,7	27,2	98,7	-21,3	12,6	11,1	54,3	-34,9	15,7	15,3	74,2	-32,3	1,5	0,6	7,7	25,3
P. Ibérica Utilities	61.393	15,6	15,6	24,0	-10,6	7,4	7,9	10,8	-8,9	7,8	8,6	12,4	-17,5	3,6	2,3	4,2	3,9
Total P. Ibérica	574.574	16,7	16,0	19,4	2,6	11,8	12,0	18,7	-10,6	14,7	14,8	23,7	-12,1	2,6	2,3	2,9	3,2

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

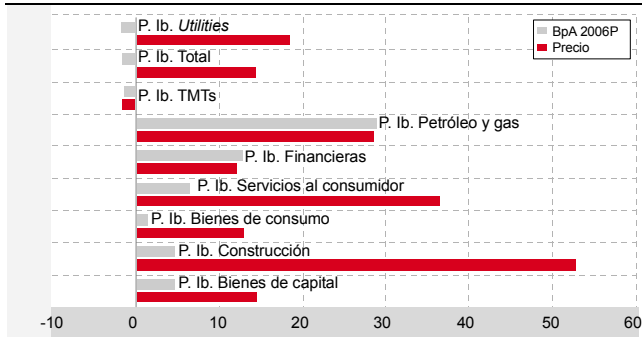
Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

### Comportamiento de los mercados (%)

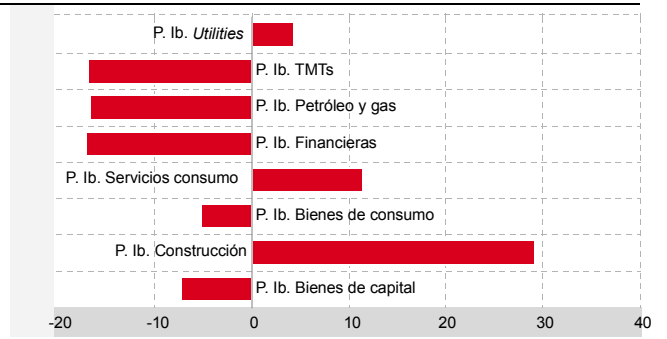
Índice	Cierre 12-Sep	Últimos 12M		En el						En el		Desde 12M	
		Máx.	Mín.	-1S	-1M	-3M	-6M	-12M	Trim.	Año	Máx.	Mín.	
Francia (CAC 40)	4.475	4.527	3.599	0,1	0,0	6,5	10,5	20,1	5,8	17,1	-1,1	24,3	
Alemania (DAX 30)	4.950	5.035	3.839	-0,4	0,2	7,6	13,5	25,2	7,9	16,3	-1,7	28,9	
Italia (MIB 30)	34.204	34.497	27.742	0,5	1,3	4,9	7,6	22,3	5,7	9,6	-0,8	23,3	
Portugal (PSI 20)	7.851	8.107	7.267	-0,8	1,7	4,5	-0,5	6,7	4,5	3,3	-3,2	8,0	
España (IBEX35)	10.460	10.533	7.912	0,8	2,7	9,2	12,1	28,8	6,9	15,2	-0,7	32,2	
DJ Stoxx 600	292	294	236	0,5	1,4	6,3	11,1	21,7	5,9	16,4	-0,6	23,9	
DJ Stoxx 50	3.190	3.216	2.635	0,4	0,7	5,6	10,6	18,2	5,0	15,0	-0,8	21,1	
DJ Euro Stoxx 50	3.340	3.377	2.714	-0,1	0,2	5,7	9,1	20,1	5,0	13,2	-1,1	23,1	
P. Ibérica Bienes de capital	ND	ND	ND	0,5	1,1	10,4	8,5	24,6	7,1	14,8	-5,8	32,6	
P. Ibérica Construcción	ND	ND	ND	1,0	5,5	14,7	36,8	70,2	12,8	51,6	-2,7	79,9	
P. Ibérica B. de consumo	ND	ND	ND	1,3	5,3	3,1	7,9	31,2	5,4	13,4	-4,2	33,5	
P. Ibérica Serv. consumidor	ND	ND	ND	1,9	4,2	14,9	29,3	ND	10,9	36,7	-3,6	55,5	
P. Ibérica Financieras	ND	ND	ND	0,3	1,0	7,4	6,6	23,4	6,5	11,5	-2,4	29,5	
P. Ibérica Petróleo y gas	ND	ND	ND	1,2	5,0	22,6	24,6	45,2	15,5	29,7	-2,0	47,7	
P. Ibérica TMTs	ND	ND	ND	-0,1	-1,1	-0,7	-3,7	7,4	0,5	-2,9	-10,8	13,5	
P. Ibérica Utilities	ND	ND	ND	0,7	7,3	8,6	16,3	28,5	4,8	19,3	-2,4	33,5	
Total P. Ibérica	ND	ND	ND	0,6	2,4	7,8	10,0	ND	6,4	14,1	-4,8	32,0	

Fuente: Bloomberg.

**DJ Stoxx 600 – Variación en el año de los precios y estimaciones del BpA 2006P por sectores (%)**

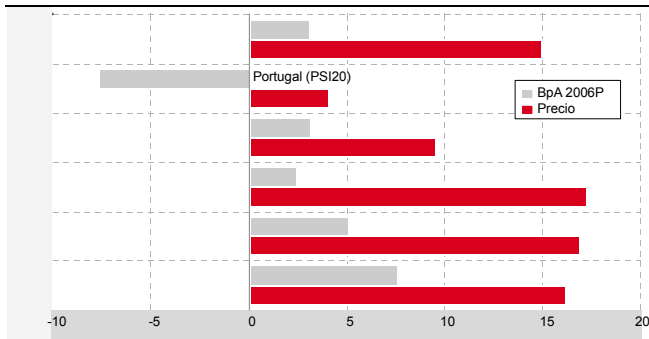


**DJ Stoxx 600 – Variación relativa en el PER 2006P por sectores (%)**

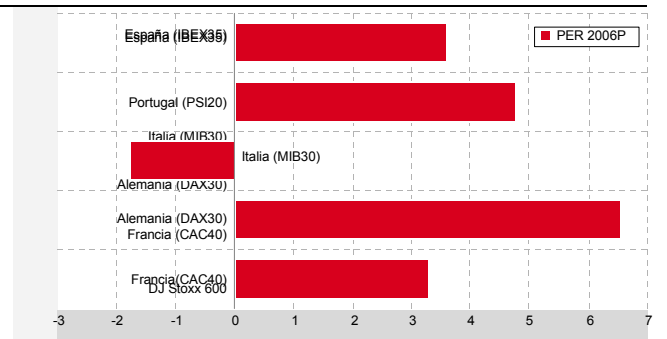


Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

**DJ Stoxx 600 – Variación en el año de los precios y estimaciones del BpA 2006P por países (%)**



**DJ Stoxx 600 – Variación relativa en el PER 2006P por países (%)**



Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

# III. RECOMENDACIONES Y MÚLTIPLOS DE MERCADO

Compañía	País	Moneda	Precio 12/09/05	Cap. burs. (€ mn)	SI Bolsa Recomen	Precio objetivo	Potencial alcista (%)	Ponderación (%) IBEX 35	PSI 20	Comport. burs. (%)			PER (x)			TACC 04-07P (%)	EV/EBITDA (x)			TACC 04-07P (%)	P/FC (x)			TACC FCPA 04-07P (%)	RpD (%)		P/Vc (x)		Compañía
										-1S	Trim.	Año	05E	06P	07P		05E	06P	07P		05E	06P	07P		05E	06P	07P	06P	
Acerinox	ESP	EUR	11,88	3082,86	Infrapond.	12,2	2,7	0,8		0,9	5,4	0,6	8,1	16,3	12,7	-6,7	4,8	7,8	6,4	-3,1	5,8	8,9	7,5	-5,5	2,9	2,9	1,4	1,3	Acerinox
Arceol	ESP	EUR	18,39	11765,45	Infrapond.	15,15	-17,6	1,8		2,2	13,9	4,2	5,8	8,3	ND	ND	ND	ND	ND	4,0	4,6	ND	ND	3,3	ND	1,0	ND	Arceol	
Cementos Portland Cimpor	ESP	EUR	69,05	1922,202	Compr	75	8,6			0,2	6,1	43,9	15,2	14,0	3,7	6,4	6,9	6,6	6,1	9,1	6,6	8,2	5,1	2,6	2,6	1,7	1,7	Cementos Portland Cimpor	
Ence	POR	EUR	4,58	3077,76	En rev.	4,9	7,0	3,4		-0,4	-1,3	10,4	15,5	ND	ND	ND	ND	ND	ND	7,0	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	Ence	
Gamesa	ESP	EUR	23,18	590,3946	Compr	28	20,8			1,5	3,8	2,9	8,5	7,5	11,1	7,0	4,4	3,7	5,9	12,6	4,9	4,9	6,3	2,7	3,1	3,2	0,9	0,9	Gamesa
Tubacex	ESP	EUR	13,55	3296,715	Infrapond.	12,5	-7,7	0,7		2,3	20,9	31,6	15,4	14,5	12,5	6,1	10,5	9,6	8,5	12,6	8,3	7,7	6,9	8,8	2,2	2,6	3,3	2,8	Tubacex
Uralita	ESP	EUR	3,25	432,1811	Infrapond.	1,9	-41,5			-5,8	6,6	72,0	21,5	18,7	26,3	6,7	10,9	10,0	12,3	0,2	12,5	10,6	14,2	1,0	2,2	1,5	2,0	2,0	Uralita
Zardoya Otis	ESP	EUR	4,46	880,8491	Compr	5,9	32,3			-0,4	3,5	19,6	21,4	18,6	14,8	11,2	6,4	5,9	5,1	1,3	7,3	6,7	5,9	-3,9	2,2	2,7	3,4	3,0	Zardoya Otis
Bienes de capital	ESP	EUR	23,18	5519,645	Compr	19,6	-15,4			-3,0	-4,7	35,1	35,4	32,2	29,3	6,3	23,0	21,0	19,2	9,0	32,3	29,6	27,5	8,3	3,0	3,3	32,0	29,2	Bienes de capital
Acciona	ESP	EUR	94,55	6008,653	Compr	En rev.	NS	1,2		1,7	15,3	45,2	20,8	17,6	15,3	19,0	9,8	8,9	8,5	15,6	11,1	9,7	8,5	22,0	2,8	3,3	2,0	1,9	Acciona
ACS	ESP	EUR	25,48	8991,206	Compr	28	10,00			0,7	10,1	51,7	15,9	13,9	12,4	17,1	7,7	6,7	5,8	8,2	12,3	11,5	10,7	18,3	1,8	2,0	3,0	2,5	ACS
FCC	ESP	EUR	47,58	6212,402	Mantener	En rev.	ND	0,9		0,4	2,1	34,3	15,1	14,3	13,0	7,1	7,6	6,9	6,0	5,0	3,6	4,0	8,0	5,0	3,6	4,0	2,5	2,3	FCC
Ferrovial	ESP	EUR	65,9	9125,8	Compr	71,2	9,5	1,8		0,9	22,3	65,8	27,0	25,3	23,0	11,1	14,1	17,7	11,6	13,6	14,7	13,4	11,9	10,6	1,9	3,9	3,5	3,5	Ferrovial
OHL	ESP	EUR	12,56	1124,671	En rev.	En rev.	NS			5,3	16,3	99,4	18,9	17,2	15,4	21,6	7,0	6,6	6,2	18,6	6,7	5,8	5,0	8,5	1,4	1,6	2,6	2,7	OHL
Construcción	ESP	EUR	31482,19	31482,19				6,2	0,0	1,0	12,8	51,6	19,0	16,9	15,0	14,3	9,8	8,8	8,0	11,4	11,5	10,5	9,5	25,7	1,8	2,0	2,8	2,5	Construcción
Aldeasa	ESP	EUR	36,57	767,97	Infrapond.	34,5	-5,7			-0,3	0,2	17,6	20,6	19,6	22,8	0,4	9,8	8,7	9,2	3,4	12,7	11,7	12,2	5,6	3,1	3,1	3,4	3,3	Aldeasa
Atladis	ESP	EUR	36,4	10309,26	Infrapond.	30,7	-15,7			0,6	5,0	8,0	18,1	16,0	ND	ND	ND	ND	ND	ND	11,7	10,6	ND	ND	3,1	ND	6,6	ND	Atladis
Barón de Ley	ESP	EUR	39	301,41	Infrapond.	35,68	-8,5			-1,3	2,6	2,6	16,4	16,6	16,3	-5,1	8,4	7,9	7,3	4,2	10,7	10,6	10,2	-4,1	0,0	0,0	1,6	1,4	Barón de Ley
Cortefiel	ESP	EUR	18,43	1441,41	En rev.	En rev.	NS			0,3	-2,6	58,3	17,4	15,3	ND	ND	ND	ND	ND	10,2	9,1	ND	ND	ND	2,5	ND	3,0	ND	Cortefiel
Ebro Puleva	ESP	EUR	14,35	2207,969	Compr	15,9	10,8			2,1	-2,4	36,7	15,5	12,7	15,9	4,7	9,2	7,8	8,4	4,7	7,2	7,1	7,9	4,4	2,6	2,9	1,8	1,7	Ebro Puleva
Faes	ESP	EUR	16,22	902,6268	Infrapond.	11,5	-29,1			0,4	1,4	34,2	40,1	37,7	36,8	-5,3	26,1	25,4	24,7	0,9	22,9	22,0	21,5	-4,5	0,0	0,0	5,4	5,1	Faes
Inditex	ESP	EUR	23,18	14448,8	Compr	27,85	20,1	2,2		1,1	8,9	6,8	20,3	17,5	15,3	13,9	10,0	8,4	7,2	15,6	13,4	11,5	10,0	13,3	4,2	5,5	4,3	3,9	Inditex
Jerónimo Martins	ESP	EUR	12,01	1511,562	Infrapond.	11,6	-3,4	1,7		1,8	1,4	23,8	20,4	14,0	ND	ND	ND	ND	ND	20,5	7,0	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	Jerónimo Martins
Sos Cústara	ESP	EUR	10,75	1477,523	Infrapond.	4,8	-44,2			1,4	2,0	41,3	31,5	29,0	22,6	22,1	15,0	13,0	11,1	14,2	17,1	18,8	14,2	14,2	0,9	0,9	2,7	2,4	Sos Cústara
Viscofán	ESP	EUR	8,61	416,2676	Compr	10	16,1			7,5	9,0	15,6	45,0	35,7	29,4	10,0	8,2	7,0	6,1	14,0	15,4	14,7	13,2	10,0	1,6	1,8	1,5	1,4	Viscofán
Zeltia	ESP	EUR	6,09	1287,895	Infrapond.	5	-17,9			8,0	8,8	18,3	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	0,0	0,0	4,3	3,5	Zeltia
Bienes consumo	ESP	EUR	35072,75	35072,75				4,7	1,7	1,3	5,4	13,4	21,2	19,4	26,8	-4,1	9,3	9,1	13,1	-7,2	12,5	12,2	16,7	-6,2	2,9	2,6	4,3	5,1	Bienes consumo
NH Hoteles	ESP	EUR	12,94	1546,756	Compr	12,1	-6,5			7,7	14,0	32,6	38,0	18,8	17,4	28,2	13,4	10,2	9,8	8,0	13,0	10,0	9,9	14,6	2,7	2,9	2,2	2,1	NH Hoteles
Sol Meliá	ESP	EUR	11,02	2036,24	En rev.	NS				7,7	15,0	51,7	17,6	13,8	12,0	4,3	11,0	9,9	7,7	10,3	7,8	6,9	6,2	19,9	1,1	1,3	2,0	1,8	Sol Meliá
TelePizza	ESP	EUR	1,75	391,2954	Infrapond.	1,35	-22,9			2,3	5,4	16,7	17,9	17,3	17,1	5,9	8,5	7,9	7,4	1,3	9,8	9,6	9,2	-0,6	2,8	3,0	3,9	3,6	TelePizza
Amadeus	ESP	EUR	7,36	4359,544	Infrapond.	7,35	-0,1	0,5		0,1	1,8	-2,8	21,6	18,3	ND	ND	ND	ND	ND	10,1	9,4	ND	ND	ND	1,6	ND	3,5	ND	Amadeus
Iberia	ESP	EUR	2,19	2065,369	Mantener	2,85	30,1			0,9	4,5	-2,9	4,1	24,9	28,1	-30,7	13,2	15,0	16,1	-11,7	4,0	7,4	7,5	-12,3	2,3	2,3	1,1	1,1	Iberia
Logista	ESP	EUR	40,8	1864,56	Compr	47	15,2			-0,6	-3,1	2,3	19,3	16,5	15,3	10,9	8,7	7,6	6,8	17,0	11,2	10,0	9,4	8,8	3,0	3,3	3,5	3,1	Logista
Abertis	ESP	EUR	22,33	12889,57	Infrapond.	18,2	-18,5	3,0		1,5	11,3	4,7	ND	ND	ND	ND	12,5	11,9	11,3	6,2	ND	ND	ND	2,8	2,9	ND	ND	ND	Abertis
Brisa	ESP	EUR	6,85	4101,974	N/R	N/R		8,2		-0,3	5,5	2,0	N/R	N/R	N/R	N/R	N/R	N/R	N/R	N/R	N/R	N/R	N/R	N/R	N/R	N/R	N/R	N/R	Brisa
Cintra	ESP	EUR	10,78	5294,232	Compr	En rev.	NS	0,8		1,4	11,0	33,4	32,1	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	19,1	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	Cintra
Inm. Colonial	ESP	EUR	47,7	2671,927	Compr	En rev.	NS			-0,7	8,4	61,1	17,7	17,6	17,7	12,8	15,3	15,3	14,2	9,6	11,6	11,4	10,5	-9,4	2,4	2,7	2,8	2,5	Inm. Colonial
Inm. Urbis	ESP	EUR	16,54	2110,292	Infrapond.	12,5	-24,4			1,0	6,5	54,9	17,1	15,0	13,8	18,6	15,1	14,2	13,5	16,8	26,4	13,3	12,3	1,1	2,2	2,4	2,4	2,2	Inm. Urbis
Metrovacesa	ESP	EUR	56,7	5771,323	Infrapond.	39,5	-30,3	1,4		3,1	16,4	90,4	16,5	14,2	14,7	-9,3	20,2	15,0	15,2	37,3	11,7	10,5	10,8	12,5	1,6	2,3	2,5	2,3	Metrovacesa
Sacyr Vallehermoso	ESP	EUR	23,11	6343,009	Mantener	En rev.	NS	1,3		8,5	18,6	98,2	13,7	18,8	16,5	-0,2	17,2	16,0	15,0	10,6	9,0	10,6	9,6	-5,7	1,3	1,5	2,2	2,0	Sacyr Vallehermoso
Abengoa	ESP	EUR	14,56	1317,239	N/R	N/R				0,5	-1,7	100,3	8,5	16,5	6,5	15,4	8,2	8,6	6,3	7,5	8,3	7,2	6,7	16,3	3,0	1,1	2,3	1,4	Abengoa
Agua Barcelona	ESP	EUR	19,4	2842,546	Mantener	20,5	5,7			-1,5	8,9	26,1	15,7	14,3	13,2	2,8	7,9	7,3	6,7	11,1	17,7	7,6	7,2	5,2	1,9	2,0	1,9	1,7	Agua Barcelona
Prosegur	ESP	EUR	19	1172,537	Compr	20	5,3			1,1	8,8	31,2	18,7	15,9	14,1	59,1	8,5	7,3	6,6	14,6	9,2	8,3	7,7	27,8	NS	NS	3,4	2,9	Prosegur
Sonae SGPS	POR	EUR	1,29	2580	Compr	1,5	16,3			-0,8	13,2	20,6	369,																

## IV. MONITOR DE LA TENDENCIA

Comportamiento bursátil 1M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Abengoa	26,6	Bankinter	-2,0
Gamesa	15,6	Sos Cuétara	-2,3
Sacyr Vallehermoso	12,0	Inm. Urbis	-2,7
Endesa	11,6	Sol Meliá	-3,2
Acciona	10,1	Acerinox	-3,4
Zeltia	7,8	Gas Natural	-3,6
OHL	7,6	Iberia	-4,4
Inditex	7,6	Portugal Telecom	-5,1
Sonae SGPS	7,5	PT Multimédia	-5,9
ACS	7,0	Jazztel	-8,7

Comportamiento bursátil 3M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Abengoa	43,3	Bankinter	-3,1
Sacyr Vallehermoso	43,3	Zeltia	-3,2
Repsol YPF	31,5	Sos Cuétara	-3,4
Ferrovial	27,3	Ebro Puleva	-4,4
Sol Meliá	25,6	Sogecable	-5,3
NH Hoteles	22,0	Portugal Telecom	-5,4
Metrovacesa	22,0	Prisa	-5,9
Acciona	20,4	PT Multimédia	-7,2
Gamesa	20,2	Antena 3	-7,6
Abertis	19,0	Jazztel	-23,0

Comportamiento desde máximo 12M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Altadis	-0,4	TelePizza	-9,8
Metrovacesa	-0,4	Iberia	-10,9
Abertis	-0,4	Ence	-11,8
Sacyr Vallehermoso	-0,8	Telefónica Móviles	-12,4
Repsol YPF	-1,0	Acerinox	-14,2
Iberdrola	-1,0	Zeltia	-15,2
Indra	-1,1	Sogecable	-15,3
Ferrovial	-1,2	Portugal Telecom	-22,6
Acciona	-1,3	PT Multimédia	-22,6
Corp. Mapfre	-1,3	Jazztel	-43,7

Comportamiento desde mínimo 12M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Jazztel	276,0	EDP	12,7
OHL	113,6	Brisa	12,7
Sacyr Vallehermoso	112,6	Acerinox	23,9
Abengoa	110,7	Telefónica Móviles	10,6
Cortefiel	104,8	Ence	9,2
Metrovacesa	100,3	Prisa	8,3
Tubacex	97,0	BES	5,3
Inm. Colonial	93,8	PT Multimédia	5,2
Ferrovial	88,4	Sogecable	4,1
Acciona	86,5	Portugal Telecom	1,2

Recomendaciones consenso 3M*			
10 más altos		10 más bajos	
B. Valencia	3,0	Brisa	1,5
OHL	2,9	BPI	1,5
Jazztel	2,8	PT Multimédia	1,5
B. Guipuzcoano	2,8	Ferrovial	1,5
Faes	2,8	Telefónica	1,5
Sos Cuétara	2,8	Inditex	1,4
Acciona	2,7	Grupo Santander	1,4
Metrovacesa	2,7	B. Pastor	1,3
Barón de Ley	2,6	Arcelor	1,2
Uralita	2,6	Sonae SGPS	1,0

Recomendaciones positivas-negativas 3M (x)			
10 más altos		10 más bajos	
Telefónica	22,0	Cortefiel	0,0
BBVA	19,0	Acciona	0,0
Ferrovial	12,0	Abertis	0,0
Endesa	12,0	Sos Cuétara	0,0
Arcelor	8,0	OHL	0,0
Repsol YPF	7,5	Aldeasa	0,0
Grupo Santander	7,3	Faes	0,0
Inditex	6,0	B. Valencia	0,0
Prisa	6,0	B. Guipuzcoano	0,0
BPI	5,0	Jazztel	0,0

BpA Consenso 2006P/BpA SI Bolsa 2005E (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Iberia	93,2	Ence	-14,3
Viscofán	72,3	Telefónica Móv.	-15,3
Acerinox	49,5	Metrovacesa	-17,3
OHL	32,0	Zeltia	-17,7
PT Multimédia	30,7	Portugal Telecom	-18,9
Tubacex	19,3	Aguas Barcelona	-22,3
Amadeus	18,6	NH Hoteles	-25,6
Uralita	18,3	Jazztel	-29,1
Arcelor	17,9	Gas Natural	-36,5
Barón de Ley	16,2	Sol Meliá	-38,6

Acciones más recomendadas (% de compra)			
10 más altos		10 más bajos	
Sonae SGPS	100,0	Cortefiel	0,0
Arcelor	88,9	Acciona	0,0
Grupo Santander	84,6	Abertis	0,0
B. Pastor	83,3	Sos Cuétara	0,0
Sogecable	73,3	OHL	0,0
Inditex	70,6	Aldeasa	0,0
Brisa	69,2	Faes	0,0
Corp. Mapfre	66,7	B. Valencia	0,0
Telefónica	64,7	B. Guipuzcoano	0,0
BBVA	63,3	Jazztel	0,0

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



## V. MONITOR DEL VALOR

PER 2006P (x)			
10 más altos		10 más bajos	
Faes	37,7	B. Sabadell	12,7
Viscofán	35,7	Iberdrola	12,7
Sogecable	32,8	Corp. Mapfre	11,9
Zardoya Otis	32,2	B. Popular	11,5
Sos Cuétara	29,0	BBVA	10,9
Iberia	24,9	Portugal Telecom	9,9
Ferrovial	24,6	Repsol YPF	9,6
B. Valencia	24,4	Gas Natural	8,8
PT Multimédia	23,7	Arcelor	8,3
Indra	22,2	Ence	7,5

RpD 2006P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Portugal Telecom	8,4	Sol Meliá	1,1
PT Multimédia	5,4	Abengoa	1,0
TPI	5,4	Sos Cuétara	0,9
Telecinco	5,0	B. Valencia	0,9
Antena 3	5,0	Prisa	0,7
BBVA	4,8	Faes	0,0
B. Popular	4,5	Jazztel	0,0
Iberdrola	4,5	Zeltia	0,0
Telefónica	4,4	Barón de Ley	0,0
Inditex	4,2	Sogecable	0,0

P/FC 2006P (x)			
10 más altos		10 más bajos	
Zardoya Otis	29,6	Sol Meliá	6,9
Faes	22,0	Endesa	6,7
Indra	17,6	Uralita	6,7
Sos Cuétara	16,8	Gas Natural	6,1
TPI	15,2	OHL	5,8
Telecinco	14,8	Telefónica	5,7
Viscofán	14,7	Repsol YPF	5,7
PT Multimédia	14,2	Ence	4,9
Antena 3	14,1	Arcelor	4,6
Ferrovial	13,4	Portugal Telecom	4,1

P/VC 2006P (x)			
10 más altos		10 más bajos	
Zardoya Otis	32,0	Repsol YPF	1,8
Jazztel	28,2	Ebro Puleva	1,8
TPI	10,1	B. Sabadell	1,8
Telecinco	7,2	Corp. Mapfre	1,7
Sogecable	6,7	Barón de Ley	1,6
Altadis	6,6	Viscofán	1,5
Faes	5,4	Acerinox	1,4
Indra	5,4	Iberia	1,1
Antena 3	5,0	Arcelor	1,0
Telefónica Móviles	4,7	Ence	0,9

Revisiones del BpA 2006P en el año (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Zeltia	814,4	Ence	-15,4
Inm. Colonial	44,8	NH Hoteles	-16,5
Repsol YPF	28,2	TelePizza	-18,0
Telecinco	26,2	Iberia	-23,2
Tubacex	25,9	Viscofán	-24,9
Cortefiel	25,5	Portugal Telecom	-26,0
Ebro Puleva	25,1	Sogecable	-26,3
Sol Meliá	22,3	Cimpor	-32,6
Jerónimo Martins	21,6	Faes	-39,3
Antena 3	18,9	Jazztel	-49,1

FCpA/DpA 2006P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Abengoa	14,4	Portugal Telecom	2,9
Sol Meliá	13,4	Iberdrola	2,8
Prisa	11,9	Aldeasa	2,7
OHL	11,8	Inditex	2,1
Sacyr Vallehermoso	7,1	Antena 3	1,4
Uralita	6,9	Telecinco	1,4
Aguas Barcelona	6,9	PT Multimédia	1,3
Arcelor	6,7	TPI	1,2
Ence	6,6	Zardoya Otis	1,1
Amadeus	6,5	Prosegur	0,1

Deuda/recursos propios 2006P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Jazztel	680,9	TPI	-7,0
REE	265,7	Inditex	-19,9
OHL	260,2	Antena 3	-22,1
Telefónica Móviles	241,0	Aldeasa	-31,5
Sacyr Vallehermoso	233,0	Indra	-34,6
Metrovacesa	232,0	Logista	-42,2
Ferrovial	229,5	Amadeus	-44,3
Inm. Colonial	227,5	Telecinco	-66,0
Sogecable	149,8	Iberia	-71,0
Inm. Urbis	149,3	Zardoya Otis	-143,8

ROE 2006P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Zardoya Otis	104,1	Arcelor	12,2
TPI	54,6	Acciona	11,6
Telecinco	49,0	Tubacex	11,3
Altadis	41,6	Barón de Ley	9,8
Telefónica Móviles	39,2	Sos Cuétara	9,5
Portugal Telecom	35,1	Acerinox	9,1
Antena 3	35,0	Viscofán	8,9
Inditex	26,5	Iberia	4,4
Indra	26,1	Zeltia	-3,3
Gamesa	24,9	Jazztel	-116,8

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

## VI. MONITOR DEL CRECIMIENTO

TACC BpA 2004-07P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Prosegur	59,1	Aguas Barcelona	2,8
Sol Meliá	41,3	Aldeasa	0,4
NH Hoteles	28,2	Sacyr Valleherm.	-0,2
Prisa	26,5	Barón de Ley	-5,1
Antena 3	25,1	Faes	-5,3
Sos Cuétara	22,1	Acerinox	-6,7
OHL	21,6	PT Multimédia	-19,5
B. Pastor	19,5	Jazztel	-23,7
B. Popular	19,5	Iberia	-30,7
Acciona	19,0	Sogecable	-211,0

TACC DpA 2004-07P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
PT Multimédia	57,7	Aguas Barcelona	5,0
Inditex	38,1	Ence	4,3
B. Sabadell	28,9	Acerinox	3,2
NH Hoteles	28,2	Aldeasa	3,2
Sol Meliá	26,0	Prisa	3,0
Unión Fenosa	23,4	Sos Cuétara	0,0
Metrovacesa	23,1	Iberia	0,0
B. Pastor	21,6	Abengoa	0,0
OHL	21,6	Sacyr Vallehermoso	-0,2
Indra	21,5	Telecinco	-0,9

TACC EBITDA 2004-07P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Metrovacesa	37,3	Ebro Puleva	4,7
Sogecable	22,6	Barón de Ley	4,2
Sos Cuétara	20,5	Aldeasa	3,4
Antena 3	19,6	Repsol YPF	2,1
OHL	18,6	TelePizza	1,3
Logista	17,0	Uralita	1,3
Inm. Urbis	16,8	Faes	0,9
Acciona	15,6	Tubacex	0,2
Inditex	15,6	Acerinox	-3,1
Enagás	15,0	Iberia	-11,7

TACC ingresos 2004-07P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Jazztel	32,3	Prisa	4,0
Metrovacesa	31,6	Faes	4,0
Zeltia	23,5	Enagás	3,5
Grupo Santander	20,6	Barón de Ley	3,4
Inditex	18,0	TelePizza	1,9
Logista	17,9	Cementos Portland	1,7
Gamesa	17,7	Repsol YPF	0,9
Inm. Urbis	15,5	PT Multimédia	0,1
Bankinter	13,8	Endesa	-0,3
B. Pastor	12,9	Uralita	-6,1

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

Margen neto 2006P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Abertis	42,1	Acerinox	4,3
B. Popular	34,9	Ferrovial	4,3
BBVA	33,4	Arcelor	4,2
Banesto	32,1	Sos Cuétara	4,0
Telecinco	31,3	Abengoa	3,4
B. Valencia	30,5	Corp. Mapfre	3,4
B. Sabadell	29,7	OHL	2,4
Bankinter	28,8	Iberia	1,6
Grupo Santander	28,2	Zeltia	-11,5
B. Guipuzcoano	27,8	Jazztel	-24,2

TACC FCpA 2004-07P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Prosegur	27,8	Endesa	-3,6
Sogecable	25,1	Uralita	-3,9
Acciona	22,0	Barón de Ley	-4,1
Antena 3	21,5	Faes	-4,5
Sol Meliá	19,9	Unión Fenosa	-5,6
Enagás	18,9	Sacyr Valleherm.	-5,7
ACS	18,3	Acerinox	-6,5
Abengoa	16,3	Inm. Colonial	-9,4
NH Hoteles	14,6	Iberia	-12,3
Sos Cuétara	14,2	PT Multimédia	-19,7

Margen EBITDA 2006P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Abertis	73,4	OHL	12,3
REE	52,5	Abengoa	12,2
Metrovacesa	47,4	Arcelor	11,6
Telecinco	45,0	Acerinox	11,0
Barón de Ley	44,9	Aldeasa	10,6
Telefónica	44,1	Sos Cuétara	9,7
Portugal Telecom	41,5	ACS	9,0
Telefónica Móviles	40,8	Iberia	5,3
Inm. Colonial	40,7	Zeltia	5,0
Enagás	39,0	Jazztel	-1,1

Potencial hasta el precio objetivo de SI Bolsa (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Sogecable	46,3	Abertis	-18,5
Uralita	32,3	Jazztel	-20,2
Iberia	30,1	TelePizza	-22,9
PT Multimédia	21,5	Inm. Urbis	-24,4
BES	21,0	Faes	-29,1
Ence	20,8	Metrovacesa	-30,3
Inditex	20,1	Abengoa	-34,1
Sonae SGPS	16,3	B. Valencia	-40,0
Viscofán	16,1	Tubacex	-41,5
Logista	15,2	Sos Cuétara	-44,2

## 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

<b>Comprar</b>	Potencial alcista superior al 15%.
<b>Mantener</b>	Potencial alcista del 10%-15%.
<b>Infraponderar</b>	Potencial alcista inferior al 10%.

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

### INFORMACIÓN IMPORTANTE:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

