

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:

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

I. ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

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

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

IPC	2002	2003	2004	2005E	Cons.	2006P	Cons.
Alemania	1,4	1,1	1,8	1,8	1,9	1,5	1,7
Francia	1,9	2,2	2,3	1,8	1,8	1,8	1,7
Italia	2,6	2,8	2,3	2,0	2,1	2,0	2,0
España	3,6	3,1	3,1	3,0	3,3	2,7	3,1
Portugal	3,6	3,3	2,5	2,0	2,3	2,2	2,2
Euro-12	2,3	2,1	2,1	2,1	2,2	1,7	1,9
Reino Unido	1,3	1,3	1,60	–	2,1	–	2,0
Argentina	41,0	3,7	6,1	11,0	10,9	11,0	9,8
Brasil	12,5	9,3	7,6	5,5	5,3	4,5	4,7
México	5,7	4,0	5,2	3,8	3,6	4,0	3,8
Japón	-1,0	-0,3	0,0	–	-0,2	–	0,2
EEUU	1,6	2,3	2,7	3,1	3,3	3,1	3,0

Datos financieros*	2002	2003	2004	2005E	Cons.	2006P	Cons.
Tipos intervención							
Zona euro	2,75 (3,21)	2,00 (2,25)	2,00 (2,00)	2,00 (2,00)	2,00	2,75 (2,44)	2,50
EEUU	1,25 (1,67)	1,00 (1,10)	2,25 (1,40)	4,25 (3,25)	4,00	4,75 (4,56)	4,50
Tipos 3 meses							
Zona euro	2,86 (3,26)	2,11 (2,26)	2,13 (2,08)	2,15 (2,12)	2,2	2,80 (2,56)	2,5
EEUU	1,29 (1,72)	1,09 (1,14)	2,52 (1,56)	4,15 (3,52)	4,2	4,45 (4,51)	4,4
Bono 2 años							
Zona euro	2,72 (3,62)	2,61 (2,46)	2,48 (2,48)	2,30 (2,28)	–	3,00 (2,74)	–
EEUU	1,60 (2,55)	1,82 (1,64)	3,06 (2,36)	4,50 (3,89)	–	4,25 (4,56)	–
Bono 10 años							
Zona euro	4,20 (4,77)	4,29 (4,09)	3,68 (4,06)	3,40 (3,36)	3,4	4,25 (3,88)	3,6
EEUU	3,82 (4,53)	4,25 (3,99)	4,22 (4,25)	4,30 (4,20)	4,6	4,40 (4,62)	4,9
Tipo de cambio							
Euro-dólar	1,05 (0,95)	1,26 (1,14)	1,36 (1,24)	1,23 (1,25)	1,23	1,15 (1,19)	1,27

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

Fuentes: Consensus Forecasts (noviembre de 2005), Eurozone Barometer (noviembre 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	BpA	05E	06P	07P	EBITDA	05E	06P	07P	FCpA	06P	07P	06P	07P	06P	07P	
Francia (CAC 40)	726.880	18,5	16,9	14,2	12,8	12,3	7,8	8,1	7,3	6,7	13,0	11,6	10,1	9,0	8,3	9,8	2,6			
Alemania (DAX 30)	534.007	19,5	16,0	17,0	12,7	13,2	6,4	6,8	6,0	5,5	10,1	9,2	8,7	7,9	7,2	6,6	2,8			
Italia (MIB 30)	506.507	18,0	16,1	14,4	12,9	13,1	6,5	6,7	6,3	6,0	5,8	7,7	7,3	7,1	6,9	4,8	4,6			
Portugal (PSI 20)	52.493	16,8	15,8	14,1	12,5	10,4	9,2	9,3	8,7	8,1	6,9	6,9	7,1	6,5	6,0	4,8	3,5			
España (IBEX35)	469.671	17,9	15,8	15,4	13,6	11,3	9,0	8,9	7,9	7,2	7,1	10,3	9,1	8,4	7,4	8,1	3,3			
DJ Stoxx 600	7.593.540	20,2	16,0	14,7	12,9	11,8	7,1	7,6	6,9	6,3	14,7	12,0	10,3	8,9	7,8	11,6	3,0			
DJ Stoxx 50	3.087.635	16,0	14,7	12,9	11,8	7,6	6,9	6,3	14,7	10,3	8,9	7,8	11,6	3,2	3,5	3,2	2,6			
DJ Euro Stoxx 50	1.334.632	14,6	13,3	12,2	12,7	8,8	8,0	7,3	11,5	11,2	10,2	9,3	10,2	3,5	3,8	2,8	2,5			
P. Ibérica Bienes de capital	32.028	10,4	12,3	24,1	-24,1	4,8	5,4	12,4	-24,5	6,7	7,0	14,8	-23,8	2,9	1,9	1,7	4,3			
P. Ibérica Construcción	30.542	18,5	16,5	14,5	14,4	9,6	8,7	7,9	11,2	11,1	10,2	9,3	25,3	1,8	2,1	2,7	2,5			
P. Ibérica B. de consumo	36.042	21,4	18,8	25,3	-1,8	9,8	8,8	12,1	-3,4	12,9	11,7	15,4	-2,6	3,0	2,7	4,2	4,9			
P. Ibérica Serv. consumidor	58.273	15,8	17,9	17,5	4,1	11,3	11,4	11,5	7,5	10,3	9,8	10,5	7,1	2,0	2,1	2,7	2,6			
P. Ibérica Financieras	175.232	13,7	11,8	10,3	21,4	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	3,9	4,5	2,1	1,9			
P. Ibérica Petróleo y gas	55.389	12,8	11,5	17,1	5,1	6,6	6,5	8,3	-2,6	8,1	7,1	9,4	-3,3	2,4	2,0	2,2	2,6			
P. Ibérica TMTs	128.548	29,0	22,8	59,2	-12,3	11,0	9,8	28,4	-22,0	13,2	12,7	37,1	-27,3	1,9	0,9	6,0	10,8			
P. Ibérica Utilities	65.069	18,4	16,0	23,8	-5,8	9,2	8,3	10,9	-2,3	9,6	8,8	12,3	-12,2	3,5	2,3	3,9	3,6			
Total P. Ibérica	581.123	16,5	14,9	17,4	6,4	12,0	11,4	16,7	-5,7	14,8	13,9	20,8	-8,8	2,8	2,6	2,8	3,0			

Nota: las TACC se calculan sobre 2004-07P.

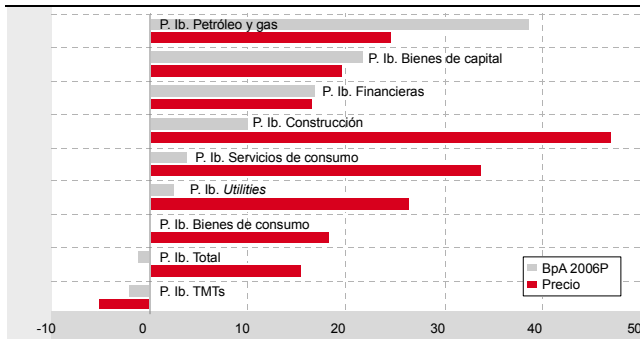
Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

Comportamiento de los mercados (%)

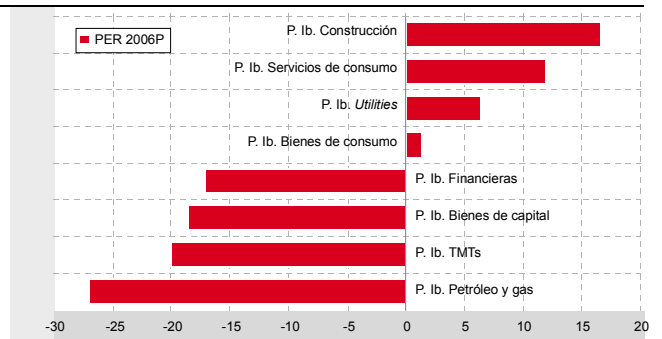
Índice	Cierre 9-Dic	Últimos 12M		En el						En el		Desde 12M	
		Máx.	Mín.	-1S	-1M	-3M	-6M	-12M	trim.	año	Máx.	Mín.	
Francia (CAC 40)	4.687	4.691	3.743	0,8	3,3	4,3	12,0	24,4	1,9	22,7	-0,1	25,2	
Alemania (DAX 30)	5.317	5.325	4.153	1,0	4,4	6,6	15,9	27,4	5,4	24,9	-0,2	28,0	
Italia (MIB 30)	34.989	35.210	30.469	0,6	4,0	1,9	8,1	14,5	0,0	12,1	-0,6	14,8	
Portugal (PSI 20)	8.272	8.291	7.378	1,3	3,1	5,1	10,5	10,2	2,3	8,8	-0,2	12,1	
España (IBEX35)	10.534	10.919	8.796	0,0	0,2	0,4	10,2	19,3	-2,6	16,0	-3,5	19,8	
DJ Stoxx 600	308	309	247	1,0	2,9	5,2	12,7	24,3	3,7	22,9	-0,1	24,7	
DJ Stoxx 50	3.360	3.376	2.749	0,9	1,9	4,9	11,7	21,7	3,0	21,1	-0,5	22,3	
DJ Euro Stoxx 50	3.521	3.531	2.884	0,6	3,4	4,9	12,0	21,2	2,7	19,3	-0,3	22,1	
P. Ibérica Bienes de capital	ND	ND	ND	1,5	4,7	3,8	14,8	26,1	2,2	19,6	-6,1	31,8	
P. Ibérica Construcción	ND	ND	ND	0,1	1,2	-4,5	11,5	57,8	-4,3	47,0	-9,2	58,5	
P. Ibérica B. de consumo	ND	ND	ND	0,7	2,7	3,8	4,6	21,0	1,0	18,3	-4,0	26,3	
P. Ibérica Serv. consumidor	ND	ND	ND	-0,3	-2,8	-2,4	13,2	39,5	-7,2	33,8	-12,0	43,0	
P. Ibérica Financieras	ND	ND	ND	0,5	-0,2	4,2	12,5	19,7	0,3	16,7	-3,1	22,8	
P. Ibérica Petróleo y gas	ND	ND	ND	-1,2	2,6	-4,3	18,7	29,7	-6,8	24,6	-11,4	31,1	
P. Ibérica TMTs	ND	ND	ND	1,0	-0,8	-2,9	-2,8	-4,1	-3,6	-5,2	-13,2	7,8	
P. Ibérica Utilities	ND	ND	ND	0,1	3,4	6,1	15,6	30,5	0,7	26,5	-4,3	33,4	
Total P. Ibérica	ND	ND	ND	0,4	0,6	0,7	9,2	18,8	-2,1	15,5	-7,9	24,8	

Fuente: Bloomberg.

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

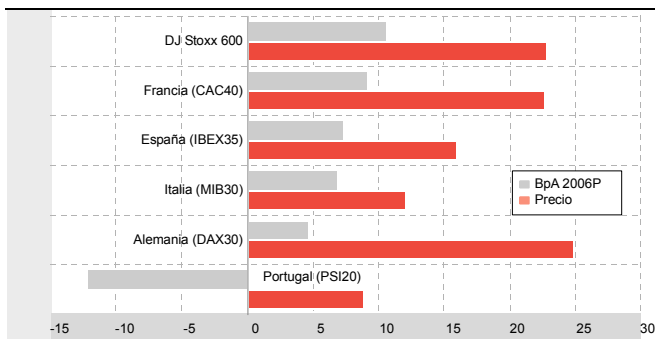


DJ Stoxx 600 – Variación relativa en el PER 2006P por sectores (%)

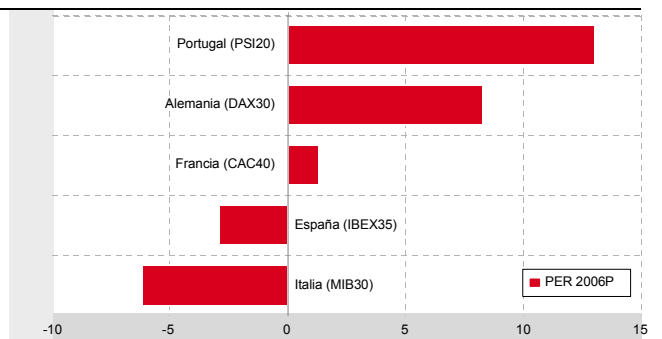


Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

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 estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

III. RECOMENDACIONES Y MÚLTIPLOS DE MERCADO

Compañía	País	Moneda	Precio 11/12/05	Cap. burs. (mn €)	SI Bolsa Recomen.	Precio objet.	Potencial alcista (%)	Ponderación (%) IBEX 35	PSI 20	Comport. burs. (%)			PER (x)			TACC BpA 04-07P (%)	EV/EBITDA (x)			TACC EBITDA 04-07P (%)	P/F (x)			TACC FCpA 04-07P (%)	RpD (%)		P/V (x)		Compañía
										-1S	Trim.	Año	05E	06P	07P		05E	06P	07P		05E	06P	07P		05E	06P	07P	06P	
Acerinox	ESP	EUR	11,6	3.010	Infrapond	12,2	5,2	0,8		1,2	0,3	-1,8	10,9	11,1	9,2	3,2	5,9	6,1	5,1	3,8	6,9	7,0	6,0	-0,4	3,0	3,0	1,4	1,3	Acerinox
Arcelor	ESP	EUR	21,4	13.678	Infrapond	15,2	-29,1	2,0		3,1	10,1	21,1	6,8	9,7	ND	ND	ND	ND	ND	4,7	5,3	ND	ND	2,8	ND	1,1	ND	Arcelor	
Cementos Portland Cimpor	ESP	EUR	68,5	1.907	Comprar	80,0	16,8			1,6	-4,7	42,7	12,9	10,6	10,7	15,2	6,1	5,1	4,8	10,1	8,2	7,2	7,1	10,9	3,4	3,4	1,8	2,6	Cementos Portland Cimpor
Ence	ESP	EUR	4,6	3.084	Infrapond	3,9	-15,5	3,3		0,0	0,0	10,7	19,3	16,7	13,0	8,4	9,4	8,8	7,6	4,3	8,7	8,1	7,1	1,0	3,6	4,6	2,8	1,6	Ence
Gamesa	ESP	EUR	26,3	893	Comprar	35,0	33,1	0,6		-0,2	11,8	24,0	10,7	10,1	13,3	5,3	6,7	5,5	7,2	11,8	5,9	6,3	7,3	2,1	2,7	2,8	1,1	1,0	Gamesa
Tubacex	ESP	EUR	12,1	2.951	Infrapond	12,5	3,1			1,6	-5,1	17,8	19,9	12,9	11,2	6,1	9,7	8,9	7,9	12,6	7,5	6,9	6,2	8,8	2,5	2,3	3,0	2,5	Tubacex
Uralita	ESP	EUR	3,7	491	Infrapond	2,5	-32,2			0,0	-4,7	95,7	18,6	15,1	22,3	17,6	9,4	8,4	10,9	7,1	11,3	10,2	13,5	7,0	1,9	1,3	2,2	2,1	Uralita
Zardoya Otis	ESP	EUR	3,7	727	Comprar	5,5	49,5			0,0	-17,7	-1,3	18,1	16,1	12,9	7,6	5,3	5,0	4,4	4,4	6,7	6,2	5,4	-6,4	2,5	3,1	3,0	2,7	Zardoya Otis
Bienes capital			22,2	5.286	Infrapond	20,7	-6,9			-0,8	-4,5	29,4	33,7	33,4	30,5	3,4	22,1	19,8	18,2	9,5	30,9	30,7	28,6	5,3	3,2	3,5	33,6	30,6	Bienes de capital
				32.028				3,4	3,3	1,5	2,2	19,6	10,4	12,3	24,1	-24,1	4,8	5,4	12,4	-24,5	6,7	7,0	14,8	-23,8	2,9	1,9	1,7	4,3	
Acciona	ESP	EUR	94,4	5.999	Comprar	105,0	11,2	1,2		-0,6	-0,9	45,0	20,8	17,6	15,3	19,0	9,8	8,9	8,5	15,6	11,1	9,6	8,5	22,0	2,8	3,3	2,0	1,9	Acción
ACS	ESP	EUR	25,3	8.914	En rev.	NS	2,2			1,9	4,2	50,4	15,8	13,8	12,3	17,1	7,7	6,7	5,7	8,2	12,1	11,5	10,6	18,4	1,8	2,0	2,9	2,5	ACS
FCC	ESP	EUR	48,1	6.276	Mantener	ND	0,9			1,0	-3,1	35,7	15,2	14,5	13,2	7,1	7,6	6,9	6,0	7,1	9,2	8,7	8,1	5,0	3,6	4,0	2,6	2,3	FCC
Ferrovial	ESP	EUR	58,6	8.220	Comprar	71,2	21,5	1,6		-2,2	-15,4	49,0	24,8	22,1	19,1	14,1	13,5	12,0	11,0	13,6	13,2	12,1	10,7	-32,1	1,8	2,1	3,5	3,1	Ferrovial
OHL	ESP	EUR	12,7	1.134	Comprar	14,2	12,2			2,6	1,4	101,0	19,8	18,1	15,2	22,4	7,0	6,9	6,6	15,6	6,6	6,2	5,7	4,1	1,4	1,6	2,6	2,7	OHL
Construcción				30.542				5,9	0,0	0,1	-4,3	47,0	18,5	16,5	14,5	14,4	9,6	8,7	7,9	11,2	11,1	10,2	9,3	25,3	1,8	2,1	2,7	2,5	Construcción
Altadis	ESP	EUR	35,5	9.557	Infrapond.	30,7	-13,5	2,4		-0,8	-4,7	5,3	17,6	15,6	ND	ND	ND	ND	ND	ND	11,4	10,3	ND	ND	3,2	ND	6,4	ND	Altadis
Barón de Ley	ESP	EUR	41,6	322	Infrapond.	35,7	-14,3			1,0	1,8	9,6	17,5	17,8	17,4	-5,1	8,9	8,4	7,8	4,2	11,4	11,3	10,9	-4,1	0,0	0,0	1,7	1,5	Barón de Ley
Ebro Puleva	ESP	EUR	14,3	2.200	Comprar	16,9	18,2			-1,2	-4,0	36,2	15,5	12,7	15,9	4,7	9,2	7,7	8,4	4,7	7,2	7,1	7,9	4,4	2,7	2,9	1,8	1,7	Ebro Puleva
Faes	ESP	EUR	15,9	886	Infrapond.	14,1	-11,4			-1,8	0,6	31,7	44,8	42,6	41,5	-5,5	26,8	25,3	24,6	0,4	24,9	24,7	24,0	-8,6	1,5	1,5	6,1	5,7	Faes
Inditex	ESP	EUR	25,7	16.032	Comprar	31,0	20,5	2,4		2,1	5,3	18,5	22,6	19,4	17,0	13,9	11,1	9,4	8,1	15,6	14,9	12,7	11,1	13,3	3,8	4,9	4,8	4,4	Inditex
Jerónimo Martins	POR	EUR	12,5	1.573	Infrapond.	12,4	-0,8	1,7		2,3	4,2	28,9	15,0	14,6	14,1	4,1	7,1	6,9	6,5	4,4	7,7	7,3	6,8	6,5	3,4	3,5	3,3	3,0	Jerónimo Martins
Sos Cuétara	ESP	EUR	10,6	1.457	Infrapond.	7,0	-34,0			0,5	0,5	39,3	30,8	28,6	22,2	22,1	14,8	12,8	10,9	20,5	16,9	16,5	14,0	14,2	0,9	0,9	2,6	2,4	Sos Cuétara
Viscofán	ESP	EUR	9,6	464	Comprar	12,0	25,0			-0,7	-3,0	29,9	50,1	38,7	31,0	12,2	9,0	7,5	6,5	15,3	17,1	16,2	14,4	11,0	1,4	1,7	1,0	1,5	Viscofán
Zelitia	ESP	EUR	6,2	1.309	Infrapond.	5,0	-19,2			0,0	2,7	20,2	NS	NS	NS	-1,8	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	0,0	0,0	4,3	3,6	Zelitia
Bienes de consumo				36.042				4,7	1,7	0,7	1,0	18,3	21,4	18,8	25,3	-1,8	9,8	8,8	12,1	-3,4	12,9	11,7	15,4	-2,6	3,0	2,7	4,2	4,9	Bienes de consumo
NH Hoteles	ESP	EUR	12,8	1.526	Comprar	14,3	11,6			2,2	-0,7	30,8	35,5	20,1	16,4	30,2	13,0	10,5	9,5	8,9	12,6	10,3	9,5	15,6	2,5	3,1	2,2	2,0	NH Hoteles
Sol Meliá	ESP	EUR	10,5	1.948	Comprar	13,3	23,4			1,2	-8,2	44,4	19,7	13,5	10,4	64,8	9,6	8,0	6,7	14,8	9,3	7,7	6,6	31,4	1,1	1,3	2,3	1,9	Sol Meliá
TelePizza	ESP	EUR	1,8	400	Infrapond.	1,6	-13,4			-1,7	-5,8	19,3	19,5	18,7	19,4	0,9	6,9	6,2	5,7	2,5	10,6	10,3	10,7	-3,0	2,7	3,0	2,7	3,0	TelePizza
Iberia	ESP	EUR	2,2	2.037	Infrapond.	2,0	-7,4	0,5		-0,5	1,9	-4,2	3,1	30,0	14,1	-10,4	4,3	15,8	11,3	-1,0	3,1	7,9	6,4	-5,4	2,3	3,0	2,3	1,0	Iberia
Logista	ESP	EUR	41,6	1.901	Comprar	47,0	13,0			0,2	-3,3	4,3	19,6	16,8	15,6	10,9	8,9	7,8	7,0	17,0	11,4	10,2	9,6	8,8	3,0	3,2	3,5	3,1	Logista
Abertis	ESP	EUR	22,1	12.753	Infrapond.	17,5	-20,8	3,0		-2,4	-8,7	43,2	ND	ND	ND	ND	12,4	11,8	11,2	6,2	ND	ND	ND	ND	2,8	3,0	ND	ND	Abertis
Brisa	POR	EUR	7,0	4.187	Mantener	7,3	4,6	7,9		-0,4	-2,9	3,4	20,0	20,0	19,9	4,6	13,3	13,7	13,3	2,2	15,4	15,4	14,9	1,3	4,2	4,5	2,5	2,5	Brisa
Cintra	ESP	EUR	10,3	5.044	Buy	12,7	23,7	0,7		2,2	-10,1	27,1	7,7	4,7	3,6	5,5	23,4	18,5	14,7	23,1	2,7	2,2	1,9	4,3	1,6	1,6	2,7	2,6	Cintra
Inm. Colonial	ESP	EUR	45,7	2.726	Comprar	54,2	18,7			-1,0	-9,6	54,3	9,9	16,4	15,1	12,6	10,1	12,7	12,0	14,9	6,9	10,1	9,5	-7,6	2,5	2,8	1,9	1,6	Inm. Colonial
Inm. Urbis	ESP	EUR	15,9	2.034	Infrapond.	16,7	4,8			0,9	-15,0	49,3	12,6	10,9	9,8	25,0	11,4	10,5	9,8	24,3	18,1	10,2	9,2	7,8	2,6	3,0	2,3	2,0	Inm. Urbis
Metrovacesa	ESP	EUR	52,2	5.308	Infrapond.	55,0	5,5	1,3		-1,7	-14,9	7,9	15,2	13,1	13,6	9,3	19,6	14,6	14,8	37,3	10,7	9,7	9,9	12,5	1,6	2,0	2,4	2,2	Metrovacesa
Sacyr Vallehermoso	ESP	EUR	21,3	5.843	Mantener	24,5	15,1	1,2		0,0	-8,8	80,7	19,0	23,2	19,4	-1,8	15,5	14,0	12,8	14,5	9,4	10,2	9,2	60,4	1,1	1,3	2,9	2,6	Sacyr Vallehermoso
Abengoa	ESP	EUR	12,8	1.154	Comprar	16,0	25,4			6,7	-12,8	75,5	19,0	12,8	12,6	-7,2	8,2	6,2	5,8	1,5	8,4	6,7	6,5	4,1	1,1	1,1	2,3	2,0	Abengoa
Aguas Barcelona	ESP	EUR	19,2	2.841	Mantener	20,5	6,8			-0,2	-4,1	26,0	15,5	14,2	13,0	2,8	7,9	7,3	6,7	11,1	17,5	7,6	7,1	5,2	1,9	2,0	1,9	1,7	Aguas Barcelona
Prosegur	ESP	EUR	19,4	1.197	Comprar	23,5	21,1			-2,5	-10,2	34,0	19,6	15,4	14,0	60,7	8,8	7,1	6,5	15,2	9,6	8,3	7,7	28,4	1,4	1,8	3,5	3,0	Prosegur
Sonae SGPS	POR	EUR	1,5	3.020	Comprar	1,8	29,0			2,7	6,3	4,1	14,3	17,3	15,8	-12,3	6,7	7,0	6,6	3,0	5,2	5,5	5,2	5,7	1,2	1,2	2,1	1,9	Sonae SGPS
Serv. de consumo				58.273																									

IV. MONITOR DE LA TENDENCIA

Comportamiento bursátil 1M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Cementos Portland	8,3	TEM	-3,7
Acerinox	8,2	Logista	-4,3
Inditex	8,1	Corp. Mapfre	-4,4
EDP	7,2	Ferrovial	-4,6
Unión Fenosa	7,0	Sol Meliá	-5,5
Sonae SGPS	6,3	Sacyr Valleherm.	-6,6
Zeltia	6,0	Inm. Colonial	-8,3
ACS	5,6	Abengoa	-10,0
Antena 3	5,5	Metrovacesa	-13,0
Arcelor	5,5	Jazztel	-17,0

Comportamiento desde máximo 12M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Inditex	-0,5	Abertis	-14,0
Sonae SGPS	-0,7	Inm. Colonial	-14,7
Enagás	-0,8	Abengoa	-16,1
REE	-1,1	Portugal Telecom	-16,1
EDP	-1,2	Acerinox	-16,2
CF Alba	-1,3	Inm. Urbis	-17,0
BES	-1,5	Ferrovial	-18,0
Cimpor	-1,5	Metrovacesa	-19,5
Grupo Santander	-1,5	Uralita	-21,7
BPI	-1,8	Jazztel	-53,3

Recomendaciones consenso 3M*			
10 más altos		10 más bajos	
Aldeasa	3,0	Tubacex	1,6
B. Valencia	2,8	Brisa	1,5
Jazztel	2,8	BBVA	1,5
Metrovacesa	2,8	Prisa	1,5
B. Guipuzcoano	2,8	BPI	1,5
Amadeus	2,6	Grupo Santander	1,5
Faes	2,6	B. Pastor	1,4
Inm. Colonial	2,6	Sonae SGPS	1,4
Abertis	2,6	Arcelor	1,3
CF Alba	2,5	Inditex	1,3

Consenso/Santander Inv, Bolsa BpA 2005E (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Iberdrola	29,3	Unión Fenosa	-19,2
TPI	29,1	Aguas Barcelona	-24,6
Cimpor	20,2	Portugal Telecom	-27,2
Barón de Ley	18,8	Aldeasa	-28,5
Faes	13,9	REE	-29,6
Ferrovial	13,2	Gas Natural	-37,5
Amadeus	11,2	Sol Meliá	-37,7
BPI	10,9	PT Multimédia	-57,0
Tubacex	10,4	Sogecable	-61,6
Brisa	10,3	EDP	-86,0

Comportamiento bursátil 3M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
PT Multimédia	21,4	Inm. Colonial	-5,3
Ence	21,4	BCP	-5,4
Unión Fenosa	20,4	Sacyr Valleherm.	-6,8
Sogecable	19,8	Metrovacesa	-7,6
Arcelor	18,5	Telefónica	-7,8
Sonae SGPS	15,8	Ferrovial	-10,7
Tubacex	14,4	Gamesa	-11,5
Viscofán	12,8	Abengoa	-13,8
Antena 3	12,3	Jazztel	-17,0
B. Pastor	12,2	Uralita	-17,5

Comportamiento desde mínimo 12M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
OHL	107,2	Jazztel	9,9
Tubacex	105,0	TPI	9,8
Sacyr Vallehermoso	93,6	Telefónica Móviles	9,2
Metrovacesa	79,2	Gas Natural	7,9
Cortefiel	78,9	B. Popular	7,4
Abengoa	76,7	Amadeus	6,8
Inm. Colonial	64,5	BES	6,3
Unión Fenosa	62,7	Prisa	5,5
B. Guipuzcoano	61,6	Uralita	5,1
B. Pastor	60,3	Telefónica	3,3

Recomendaciones positivas-negativas 3M (x)			
10 más altos		10 más bajos	
Inditex	15,0	BES	0,0
Arcelor	10,5	Amadeus	0,0
Ferrovial	10,0	Metrovacesa	0,0
Brisa	8,0	Cortefiel	0,0
Telefónica	7,5	Abertis	0,0
Grupo Santander	5,7	Aldeasa	0,0
Telecinco	5,0	Faes	0,0
Iberdrola	4,5	B. Valencia	0,0
BPI	4,0	B. Guipuzcoano	0,0
Enagás	3,7	Jazztel	0,0

Acciones más recomendadas (% de compra)			
10 más altos		10 más bajos	
Sonae SGPS	100,0	BES	0,0
Arcelor	87,5	Amadeus	0,0
Inditex	83,3	Metrovacesa	0,0
B. Pastor	81,8	Cortefiel	0,0
Tubacex	75,0	Abertis	0,0
BPI	66,7	Aldeasa	0,0
Brisa	66,7	Faes	0,0
Grupo Santander	65,4	B. Valencia	0,0
Prisa	62,5	B. Guipuzcoano	0,0
Enagás	61,1	Jazztel	0,0

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

Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.



V. MONITOR DEL VALOR

PER 2006P (x)			
10 más altos		10 más bajos	
B. Valencia	25,8	Inm. Urbis	10,9
TPI	23,3	PT Multimédia	10,9
Sacyr Valleherm.	23,2	Portugal Telecom	10,7
Ferrovial	22,1	Cementos Portland	10,6
B. Guipuzcoano	21,8	BCP	10,2
NH Hoteles	20,1	Ence	10,1
Brisa	20,0	Arcelor	9,7
Aldeasa	19,6	Repsol YPF	9,0
Inditex	19,4	Gas Natural	8,5
TelePizza	18,7	EDP	1,7

RpD 2006P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
B. Popular	4,4	Sacyr Valleherm.	1,1
Brisa	4,2	Sos Cuétara	0,9
REE	3,9	B. Valencia	0,8
Inditex	3,8	Indra	0,6
Gas Natural	3,7	Unión Fenosa	0,5
Cimpor	3,6	Sogecable	0,3
FCC	3,6	PT Multimédia	0,0
B. Sabadell	3,6	Jazztel	0,0
Cementos Portland	3,4	Zeltia	0,0
Jerónimo Martins	3,4	Barón de Ley	0,0

P/FC 2006P (x)			
10 más altos		10 más bajos	
Sos Cuétara	16,5	OHL	6,2
Viscofán	16,2	Uralita	6,2
Brisa	15,4	Gas Natural	6,0
Antena 3	14,0	Sonae SGPS	5,5
Prisa	13,2	Repsol YPF	5,4
Inditex	12,7	Arcelor	5,3
Ferrovial	12,1	Telefónica	5,3
Aldeasa	11,7	Portugal Telecom	4,4
ACS	11,5	PT Multimédia	4,0
Barón de Ley	11,3	EDP	0,8

P/VC 2006P (x)			
10 más altos		10 más bajos	
Faes	6,1	Repsol YPF	1,7
Inditex	4,8	Corp. Mapfre	1,7
Telefónica Móviles	4,7	Viscofán	1,7
Prisa	4,6	Barón de Ley	1,7
Zeltia	4,3	Acerinox	1,4
B. Valencia	3,8	BES	1,4
Portugal Telecom	3,5	Arcelor	1,1
Logista	3,5	Ence	1,1
Prosegur	3,5	Iberia	1,0
Ferrovial	3,5	EDP	0,3

Revisiones del BpA 2006P en el año (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Tubacex	63,1	Sonae SGPS	-24,4
Arcelor	44,3	BES	-25,1
Repsol YPF	42,1	Viscofán	-26,3
Cortefiel	35,6	Ence	-26,6
Telecinco	31,3	Faes	-31,9
Antena 3	30,4	Cimpor	-32,5
Inm. Colonial	27,3	Portugal Telecom	-33,5
B. Pastor	26,0	Iberia	-34,0
OHL	22,8	Aldeasa	-35,0
Sol Meliá	21,4	Sogecable	-65,7

FCpA/DpA 2006P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Sacyr Vallehermoso	9,1	Portugal Telecom	2,9
Prosegur	8,5	Endesa	2,8
Aguas Barcelona	6,9	Aldeasa	2,7
Arcelor	6,7	Faes	2,7
Repsol YPF	6,7	Inditex	2,1
Metrovacesa	6,6	TPI	1,6
Uralita	6,5	Brisa	1,5
Amadeus	6,5	Prisa	1,4
Sos Cuétara	6,4	Antena 3	1,4
Ence	5,9	Zardoya Otis	1,0

Deuda/recursos propios 2006P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Metrovacesa	239,4	TelePizza	-10,6
Ferrovial	229,5	Inditex	-19,9
Unión Fenosa	221,0	Prisa	-22,1
Brisa	155,6	Aldeasa	-31,5
PT Multimédia	149,8	Telecinco	-32,4
Enagás	147,3	Logista	-42,2
Inm. Urbis	134,8	Amadeus	-44,3
Inm. Colonial	134,4	Iberia	-63,1
EDP	133,4	Antena 3	-66,0
Gamesa	128,3	Zardoya Otis	-136,3

ROE 2006P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Telecinco	26,1	NH Hoteles	11,3
Gamesa	24,9	Ence	10,8
Prosegur	24,8	BES	10,4
Jerónimo Martins	23,6	Barón de Ley	9,8
Telefónica	23,2	Sos Cuétara	9,5
ACS	23,1	Viscofán	9,1
PT Multimédia	22,7	Unión Fenosa	7,5
Inm. Urbis	22,5	Iberia	3,5
Abertis	22,3	Zeltia	-3,3
Gas Natural	22,2	Jazztel	-116,8

Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

VI. MONITOR DEL CRECIMIENTO

TACC BpA 2004-07P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
BES	28,6	TelePizza	0,9
Sogecable	26,5	Aldeasa	0,4
Prisa	25,1	Barón de Ley	-5,1
Inm. Urbis	25,0	Faes	-5,5
OHL	22,4	Abengoa	-7,2
Indra	22,4	Iberia	-10,4
Sos Cuétara	22,1	Sonae SGPS	-12,3
B. Sabadell	20,3	TPI	-21,8
B. Popular	20,2	Jazztel	-23,7
Acciona	19,0	PT Multimédia	-211,0

Margen neto 2006P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
B. Sabadell	29,7	Arcelor	4,2
Grupo Santander	28,2	Sos Cuétara	4,0
B. Pastor	28,1	Abengoa	3,9
B. Guipuzcoano	27,8	Corp. Mapfre	3,4
Bankinter	27,7	Jerónimo Martins	2,7
BPI	25,2	Sonae SGPS	2,5
Prisa	23,0	OHL	2,3
BES	22,3	Iberia	1,3
Barón de Ley	21,7	Zeltia	-11,5
Zardoya Otis	20,7	Jazztel	-24,2

TACC DpA 2004-07P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Sol Meliá	26,0	Ence	4,3
REE	23,4	Acerinox	3,2
OHL	22,4	Aldeasa	3,2
Telecinco	21,4	Sogecable	3,0
BCP	20,0	Sacyr Vallehermoso	1,8
BBVA	19,6	Sonae SGPS	0,0
Logista	19,1	Sos Cuétara	0,0
Acciona	19,0	Iberia	0,0
B. Popular	18,8	Abengoa	0,0
Repsol YPF	17,3	Faes	0,0

TACC FCpA 2004-07P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Prisa	21,5	TelePizza	-3,0
Enagás	18,9	EDP	-3,6
ACS	18,4	Barón de Ley	-4,1
NH Hoteles	15,6	Iberia	-5,4
Sos Cuétara	14,2	REE	-5,6
Inditex	13,3	Uralita	-6,4
Telecinco	13,0	Inm. Colonial	-7,6
Metrovacesa	12,5	Faes	-8,6
Viscofán	11,0	TPI	-15,2
Cement. Portland	10,9	Indra	-24,8

TACC EBITDA 2004-07P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Prisa	19,6	Barón de Ley	4,2
Logista	17,0	Acerinox	3,8
Indra	16,0	Aldeasa	3,4
OHL	15,6	Sonae SGPS	3,0
Acciona	15,6	TelePizza	2,5
Inditex	15,6	Repsol YPF	2,4
Viscofán	15,3	Brisa	2,2
Prosegur	15,2	Abengoa	1,5
Enagás	15,0	Faes	0,4
Inm. Colonial	14,9	Iberia	-1,0

Margen EBITDA 2006P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Inm. Colonial	47,4	OHL	12,0
Antena 3	45,0	Arcelor	11,6
Barón de Ley	44,9	Abengoa	10,9
Telefónica	44,1	Aldeasa	10,6
Portugal Telecom	41,5	Sos Cuétara	9,7
Telefónica Móviles	40,8	ACS	9,0
Enagás	39,0	Jerónimo Martins	7,9
Prisa	34,5	Iberia	5,0
EDP	34,5	Zeltia	5,0
Cementos Portland	34,4	Jazztel	-1,1

TACC ingresos 2004-07P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Logista	17,9	Enagás	3,5
Gamesa	17,7	Barón de Ley	3,4
Bankinter	14,3	BES	3,1
Indra	13,9	Iberia	2,8
Corp. Mapfre	11,6	Brisa	2,8
Banesto	11,6	Repsol YPF	1,5
Telecinco	11,2	TelePizza	1,0
B. Popular	11,0	EDP	-0,3
B. Sabadell	10,8	TPI	-0,4
Abertis	10,7	Uralita	-4,5

Potencial hasta el precio objetivo de SI Bolsa (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Uralita	49,5	Telecinco	-15,3
Ence	33,1	Cimpor	-15,5
Sol Meliá	25,7	Zeltia	-19,2
Abengoa	25,4	Abertis	-20,8
Viscofán	25,0	B. Guipuzcoano	-25,1
Ferrovial	21,5	Arcelor	-29,1
Prosegur	21,1	Tubacex	-32,2
Inditex	20,5	Sos Cuétara	-34,0
Inm. Colonial	18,7	B. Valencia	-42,6
TPI	18,5	Sogecable	-48,6

Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

Delegaciones internacionales

Madrid

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

Lisboa

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

Londres

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

Nueva York

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

Bogotá

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

Buenos Aires

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

Caracas

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

Lima

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

México

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

Santiago

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

São Paulo

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

Tokio

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

Clave de recomendaciones

Comprar	Potencial alcista superior al 15%.
Mantener	Potencial alcista del 10%-15%.
Infraponderar	Potencial alcista inferior al 10%.

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

INFORMACIÓN IMPORTANTE:

Santander Investment Bolsa espera recibir ingresos de las siguientes compañías en los próximos tres meses por servicios de banca de inversión: Ence, Acciona, ACS, FCC, NH Hoteles, Iberia, Cintra, Metrovacesa, Sacyr-Vallehermoso, Corp Mapfre, Enagás, Jazztel, Sogecable, Antena 3, EDP, Indra, REE y Unión Fenosa.

Santander Investment Bolsa ha recibido ingresos de las siguientes compañías en los últimos 12 meses por servicios de banca de inversión: Arcelor, Ence, Uralita, Acciona, FCC, Ferrovial, OHL, Altadis, Ebro Puleva, Faes, Inditex, SOS, Zeltia, TelePizza, Iberia, Brisa, Cintra, Metrovacesa, Sacyr-Vallehermoso, Banesto, Banco Sabadell, Bankinter, BES, Grupo Santander, Corp Mapfre, Enagás, Repsol YPF, Telefónica, Portugal Telecom, Jazztel, TPI, Sogecable, Antena 3, Telecinco, REE, EDP, Endesa, Iberdrola y Unión Fenosa.

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

Grupo Santander o sus filiales poseen el 1% o más de cualquier clase de valores de: Ferrovial Urbis, Banco Popular, Banesto, BBVA, Bankinter, REE, Repsol YPF, Antena 3, Telefónica, Iberdrola, Endesa y 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 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 12-Dic	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	306,9	1,0	2,9	3,7	22,9
S&P 500	1.259,4	-0,5	2,0	2,5	3,9
Bono a 10 a. zona euro	3,44	0,5	-2,3	9,3	-6,8
Bono a 10 años EEUU	4,52	-1,0	-0,2	4,6	7,2
Tipo inter. 3M zona euro	2,45	0,1	5,7	12,8	13,9
Tipo interés 3M EEUU	3,93	-1,6	-0,8	11,1	77,6
Euro-dólar	1,18	0,6	1,7	-1,2	-12,3
Barril de Brent (US\$)	56,0	0,6	3,2	-9,4	40,9
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	
	05	06	05	06	BpA	EBITDA	06	06
CAC40	18,5	16,9	12,3	7,8	12,8	7,3	9,0	9,8
DAX30	19,5	16,0	13,2	6,4	12,7	6,0	7,9	6,6
MIB30	18,0	16,1	13,1	6,5	12,9	6,3	7,1	4,8
PSI20	16,8	15,8	10,4	9,2	12,5	8,7	6,5	4,8
IBEX35	17,9	15,8	11,3	9,0	13,6	7,9	8,4	8,1
DJ Stoxx 600	20,2	16,0	11,8	7,1	12,9	6,9	8,9	11,6
DJ Stoxx 50	16,0	14,7	7,6	6,9	11,8	14,7	3,2	3,2
DJ Euro Stoxx 50	14,6	13,3	8,8	8,0	12,7	11,5	3,5	2,8
P. lb. B. capital	10,4	12,3	4,8	5,4	-24,1	-24,5	2,9	1,7
P. lb. Construcc.	18,5	16,5	9,6	8,7	14,4	11,2	1,8	2,7
P. lb. B. cons.	21,4	18,8	9,8	8,8	-1,8	-3,4	3,0	4,2
P. lb. Serv. cons.	15,8	17,9	11,3	11,4	4,1	7,5	2,0	2,7
P. lb. Finan.	13,7	11,8	ND	ND	21,4	ND	3,9	2,1
P. lb. Petr. y gas	12,8	11,5	6,6	6,5	5,1	-2,6	2,4	2,2
P. lb. TMTs	29,0	22,8	11,0	9,8	-12,3	-22,0	1,9	6,0
P. lb. Utilities	18,4	16,0	9,2	8,3	-5,8	-2,3	3,5	3,9

Fuentes: Bloomberg, JCF.

Puntos destacados

- Se espera que en 2006P continúe la intensa actividad corporativa en el mercado español.
- La diversificación fuera del Mercado doméstico, los incentivos fiscales, unas valoraciones baratas y unos tipos de interés bajos aumentan el riesgo de adquisición de compañías españolas.
- La elaboración de una cartera basada en especulación sobre actividad corporativa debería ser una estrategia válida en 2006P.

Puntos de interés

- Evitar **Arcelor** antes de la reunión del consejo del 15 de diciembre.
- Reducir posiciones en **Barón de Ley**.
- Recomendamos Comprar **Cementos Pórtland**.
- Las reducciones del descuento en el NAV de **Sonae SGPS** refuerzan nuestra recomendación de Comprar.
- Ya ha pasado lo peor, Comprar **Impresa**.

Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 12-Dic	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	4.687,1	0,8	3,3	1,9	22,7
DAX30	5.316,9	1,0	4,4	5,4	24,9
MIB30	34.989,0	0,6	4,0	0,0	12,1
PSI20	8.272,0	1,3	3,1	2,3	8,8
IBEX35	10.533,7	0,0	0,2	-2,6	16,0
DJ Stoxx 600	308,4	1,0	2,9	3,7	22,9
DJ Stoxx 50	3.360,3	0,9	1,9	3,0	21,1
DJ Euro Stoxx 50	3.520,7	0,6	3,4	2,7	19,3
P. lb. B. capital	ND	1,5	4,7	2,2	19,6
P. lb. Construcción	ND	0,1	1,2	-4,3	47,0
P. lb. B. consumo	ND	0,7	2,7	1,0	18,3
P. lb. Serv. consumo	ND	-0,3	-2,8	-7,2	33,8
P. lb. Financieras	ND	0,5	-0,2	0,3	16,7
P. lb. Petróleo y gas	ND	-1,2	2,6	-6,8	24,6
P. lb. TMTs	ND	1,0	-0,8	-3,6	-5,2
P. lb. Utilities	ND	0,1	3,4	0,7	26,5

Fuente: Bloomberg.

RESUMEN DE ESTRATEGIA SECTORIAL

Península Ibérica – Resumen de estrategia sectorial

Sector	Pond. en el índice	Posición S.I.		Comentarios	Valores preferidos
		Táctica	Estratég.		
Bancos	27,4%	↑	↑	Las últimas señales de un aterrizaje suave para el sector inmobiliario español podrían motivar un <i>de-rating</i> de los bancos más pequeños, que se han beneficiado de la especulación de adquisiciones en los últimos años. La diversificación de los <i>blue chips</i> y las valoraciones en línea con el resto del sector en Europa deberían favorecer a los bancos de mayor tamaño.	BBVA, BCP
Bienes de capital	5,3%	↑	↑	El ciclo inversor toca fondo y ya se vislumbran síntomas de recuperación de la inversión de capital. Creemos que las valoraciones de las compañías ligadas al metal (Acerinox, Arcelor) incorporan una fuerte recuperación en precios y volúmenes. Preferimos las compañías de pasta y papel (Ence) y las industriales con procesos de reestructuración (Tubacex, Uralita).	ENCE, Uralita
Construcción	4,0%	↑	↑	El auge del sector de la construcción en España parece no tener fin, en claro contraste con las compañías portuguesas, que se están viendo perjudicadas por las restricciones en la obra civil. La diversificación en los servicios y en el área de concesiones debería de traer estabilidad a largo plazo. La actividad corporativa podría seguir despertando interés en el sector.	Ferrovial, ACS
Bienes de consumo	6,2%	↑	↑	En los últimos años, el crecimiento económico en España se ha debido principalmente al consumo doméstico, pero ya son evidentes ciertos signos de preocupación. Preferimos los operadores defensivos, con historial de recuperación (Ebro Puleva) a los de riesgo regulatorio (Altadis) o a los valores expuestos al consumo discrecional.	Inditex, Ebro Puleva, Viscofán
Servicios financieros	0,9%	↓	↓	La prudencia de los equipos directivos de las aseguradoras del sur de Europa ofrece un nivel de seguridad en este sector, castigado en el pasado por el acusado descenso de los mercados de renta variable, pero esta compañía debería registrar un comportamiento peor que su sector en un entorno de mejora de los mercados de renta variable. En la actualidad, el reducido descuento en la valoración de suma de partes ofrece un potencial alcista limitado para las compañías <i>holding</i> sin un historial de inversión sólido.	Corp. Mapfre
Petróleo y gas	9,0%	↑	↑	Unos precios estables (y elevados) del petróleo y la mejora de la situación en Latinoamérica son dos factores que invitan al optimismo en el mercado ibérico del petróleo. Los riesgos de reinversión y regulatorios complican la inversión en los operadores de gas. En Enagás nos gusta la combinación de crecimiento y un marco regulatorio "desgastado".	Repsol YPF, Enagás
Servicios	8,0%	↓	↓	A pesar de su apalancamiento a la fase de recuperación del ciclo, la industria de ocio podría mostrar un escaso poder de fijación de precios debido al exceso de capacidad. El sector inmobiliario podría sufrir ante la percepción de que el valor de los activos reales está alcanzando el límite y por la resaca de tanta actividad corporativa. Apostamos por el sector de las autopistas portugués por su crecimiento y carácter defensivo.	Sol Meliá, Logista
TMTs	28,8%	↑	↑	Las compañías de telecomunicaciones muestran dinámicas preocupantes debido a una competencia más dura tanto en línea fija como móvil y al cambio tecnológico. Además, las valoraciones comparables de las compañías en EEUU siguen ofreciendo cierto riesgo a la baja. A corto plazo, recomendamos sustituir compañías de TV en abierto por periódicos.	PT Prisa, Sogecable
Utilities	10,4%	↓	↓	En un entorno de cambio regulatorio, las <i>utilities</i> tienen a registrar un comportamiento peor. La actividad corporativa ha ayudado a sostener este sector, pero la concentración debería ser limitada en el futuro y el sector tenderá a cotizar en línea con sus deteriorados fundamentales.	Endesa

Fuentes: estimaciones Santander Investment Bolsa.

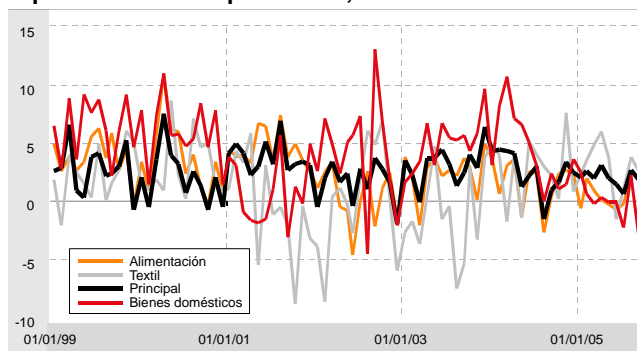
THE IBERIAN MACRO OBSERVER

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

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

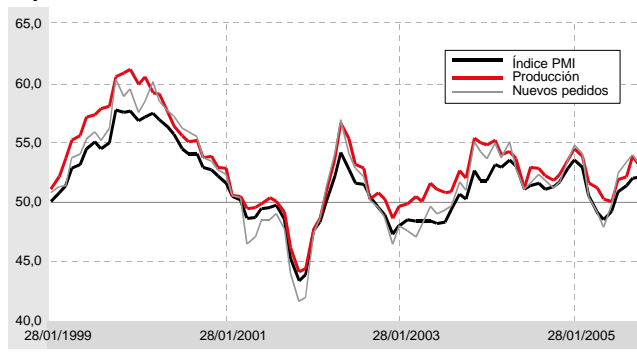
Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespasa@gruposantander.com

España – Ventas al por menor, 1999-2005



Fuente: Bloomberg.

España – PMI, 1999-2005



Fuente: Bloomberg.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) Reunión del FOMC, con una subida de tipos de 25 pb en la agenda
- (2) Posibilidad razonable de que haya un cambio en el comunicado
- (3) Se espera una gran divergencia entre el IPC general y el subyacente
- (4) El déficit por cta. corriente podría registrar nuevo récord en 3T05
- (5) Prevemos -0,1% en ventas al por menor en noviembre

En la zona euro:

- (1) Se espera un descenso de la inflación en Europa del 0,3%
- (2) Estimamos una subida de 3 puntos en la confianza empresarial (ZEW) hasta 41 puntos
- (3) Posible aumento del sentimiento económico en el informe IFO
- (4) El IPC final en Alemania confirmaría una caída del 0,5%
- (5) La producción industrial en Italia podría aumentar un 0,4%

- En las últimas dos semanas se han publicado escasos indicadores económicos en España, aunque suficientes para encontrar signos de debilidad en la actividad real. Así, las ventas al por menor en octubre se redujeron un 0,1% interanual desde el 2,1% en septiembre. Por su parte, la cifra de producción industrial fue del -0,4% en octubre, desde el 0,5% en septiembre. Los indicadores de precios, como el IPC o los precios de producción, se mantienen en niveles muy elevados, que afectan al nivel de competitividad de España en el exterior.
- La última semana traía datos positivos, que siguen justificando nuestra apuesta por la recuperación en la zona euro en 2006P y 2007P (encabezada por Alemania). En particular, los datos que llegan de Alemania sorprendían al alza, con un fuerte incremento de las ventas al por menor y un nuevo descenso del desempleo, siguiendo su tendencia a la baja. Los datos de confianza en la zona euro (empresarial, consumidor y económica) continuaban con su tendencia al alza.
- La semana pasada se publicaron un gran número de noticias importantes al otro lado del Atlántico. El dato clave fue el informe de empleo, que registraba la creación de 215.000 nuevos empleos en el sector no agrícola. Otros indicadores siguen adelantando crecimiento futuro. La confianza del consumidor escalaba 13 puntos. Las ventas de nuevas viviendas rozaban un nuevo máximo, los pedidos de bienes duraderos se incrementaban, el PIB se revisaba al alza y el ISM, aunque retrocedía, se mantenía en niveles muy altos desde una perspectiva a largo plazo.
- El BCE subía los tipos de interés 25 puntos básicos, justificando su decisión como necesaria para ajustar su política monetaria acomodaticia. Creemos que se trata del primer paso en el camino hacia la normalización de los tipos de interés de la zona euro, que llevan mucho tiempo en niveles muy bajos y que estimamos se situarán en el 3% a finales de 2006P.

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real	
LUNES	9:15	Spain	PMI Servicios	Nov	51,8	-	53,81	
5-Dic	9:45	Italia	PMI Servicios	Nov	52,8	53,0	54,62	
	9:50	Francia	PMI Servicios	Nov	56,6	56,0	56,52	
	9:55	Alemania	PMI Servicios	Nov	55,2	54,5	54,81	
	10:00	Zona euro	PMI Servicios	Nov	54,9	54,7	55,2	
	11:00	Zona euro	Comercio al por menor (m/a)	Oct	-0,9 R/0,5 R	0,5/1,0	0,5/0,4	
MARTES	16:00	EEUU	ISM No manufacturero	Nov	60,0	59,0	58,5	
	8:45	Francia	Déficit presupuestario (miles mn €)	Oct	-50,8	-	-53,6	
	6-Dic	10:00	Zona euro	Bloomberg PMI Distribución	Nov	50,4	50,6	50,7
		10:00	Alemania	Bloomberg PMI Distribución	Nov	48,1	-	49,4
	10:00	Italia	Bloomberg PMI Distribución	Nov	-	-	54,1	
	10:00	Francia	Bloomberg PMI Distribución	Nov	50,5	-	49,7	
	12:00	Alemania	Pedidos a fábrica (m/a) (desest./no desest.)	Oct P	2,9 R/8,0 R	0,5/7,3	2,0/5,4	
	14:30	EEUU	Productividad no agrícola	3TF	4,1	4,5	4,7	
	14:30	EEUU	Costes laborales unitarios	3TF	-0,5	-0,9	-1,0	
	16:00	EEUU	Pedidos de fábrica	Oct	-1,4 R	2,2	2,2	
16:00	EEUU	Ventas de viviendas pendientes (m)	Oct	-1,0 R	-1,2	-3,2		
MIÉRCOLES	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Dic 4	-15	-	-14	
	13:00	EEUU	Solicitudes de hipotecas	Dic 2	-1,8	-	5,2	
7-Dic	21:00	EEUU	Crédito al consumo (miles mn)	Oct	4,0 R	5,0	-7,2	
JUEVES	12:00	Alemania	Prod. industrial (m/a) (desest./no desest. ajust)	Oct P	1,5 R/3,5 R	0,5/2,9	1,1/3,8	
8-Dic	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Nov 3	321.000 R	318.000	327.000	
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	Nov 26	2.740.000 R	2.745.000	2.603.000	
VIERNES	8:00	Alemania	Saldo balanza por cta. corriente (miles mn €)	Oct	7,8 R	7,9	6,4	
	8:00	Alemania	Balanza comercial (miles mn)	Oct	15,0	15,3	12,2	
9-Dic	8:00	Alemania	Importaciones (desest.) (m)	Oct	-1,4 R	0,7	3,1	
	8:00	Alemania	Exportaciones (desest.) (m)	Oct	2,4 R	-0,1	-0,6	
	8:00	Francia	Producción industrial (m/a)	Nov	-0,1/2,7	-	-0,6/2,2	
	8:45	Francia	Producción manufacturera (m/a)	Oct	0,6 R/0,6 R	0,2/0,8	-2,5/-1,4	
	8:45	Italia	PIB (desest. y ajust.) (t/a)	Oct	1,3 R/0,9 R	0,0/1,0	-2,4/-0,1	
	10:00	Italia	Consumo privado	3TF	0,7/0,2 R	0,3/0,0	0,3/0,1	
	10:00	Italia	Gasto público	3T	0,6	0,2	0,4	
	10:00	Italia	Inversiones totales	3T	0,4 R	0,3	0,0	
	10:00	Italia	Exportaciones	3T	1,6 R	0,6	1,3	
	10:00	Italia	Importaciones	3T	5,2 R	1,8	2,9	
	10:00	Alemania	Saldo balanza por cta. corriente (miles mn €)	3T	4,2 R	1,1	1,1	
	11:00	Zona euro	Producción construcción (t/a)(desest./ajust.)	3T	2,0 R/-0,5 R	-	0,2/0,3	
	12:00	Zona euro	Indicadores adelantados OCDE	Oct	106,2 R	-	106,7	
	15:45	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	Dic P	81,6	84,0	88,7	
	16:00	EEUU	Inventarios al por mayor	Oct	0,6	0,4	0,2	

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión	
LA SEMANA	14-19	Alemania	Precios de producción (m/a)	Nov	0,7/4,6	-	
LUNES	11:00	Zona euro	Saldo balanza por cta. corriente (t) (miles mn)	3T	-13,3	-	
12-Dic	20:00	EEUU	Avance del presupuesto mensual (miles mn)	Nov	-57,9	-80,0	
MARTES	8:45	Francia	IPC (m/a)	Nov	-0,1/1,8	-0,1/1,7	
	13-Dic	8:45	Francia	Balanza comercial (mn €)	Oct	-1.724	-1850
MIÉRCOLES	10:00	Italia	Producción industrial (desest./ajust.) (m/a)	Oct	-1,0/1,7	0,4/0,5	
	11:00	Zona euro	Informe ZEW (sentimiento económico)	Dic	40,0	41,0	
	11:00	Alemania	Informe ZEW (sentimiento económico)	Dic	38,7	41,0	
	11:00	Alemania	Informe ZEW (sentimiento económico)	Dic	-55,2	-53,0	
	14:30	EEUU	Avance de ventas al por menor	Nov	-0,1	0,4	
	14:30	EEUU	Excluyendo automóviles	Nov	0,9	-0,1	
	16:00	EEUU	Inventarios empresariales	Oct	0,5	0,5	
	20:15	EEUU	Se espera la decisión del FOMC	Dic 13	4,00	4,25	
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Dic 11	-14	-	
	14-Dic	8:00	Zona euro	Nuevas matriculaciones de coches (a)	Nov	-1,4	-
8:00		Zona euro	Nuevas matriculaciones de coches EU-25	Nov	-2,6	-	
8:00		Alemania	IPC (m/a)	Nov F	-0,5/2,3	-0,5/2,3	
10:00		Italia	IPC (NIC. incl. tabaco) (m/a)	Nov F	0,0/2,2	0,0/2,2	
13:00		EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Dic 9	5,2	-	
14:30		EEUU	Balanza comercial (miles mn)	Oct	-66,1	-62,5	
14:30		EEUU	Índice de precios de importación (m/a)	Nov	-0,3/8,1	-0,5/-	
JUEVES		8:45	Francia	Empleos no agrícolas (t)	3TF	0,1	0,1
15-Dic		9:00	España	IPC (m/a)	Nov	0,8/3,5	0,2/3,4
		-	-	Saldo balanza por cta. corriente (mn €)	Sep	-4.887,1	-
	11:00	Zona euro	Costes laborales (a)	3T	2,3	2,4	
	14:30	EEUU	IPC (m/a)	Nov	0,2/4,3	-0,4/3,6	
	14:30	EEUU	IPC excl alimentación y energía (a)	Nov	2,1	2,1	
	14:30	EEUU	Empire – Manufacturas	Dic	22,8	18,2	
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Dic 10	327.000	320.000	
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	Dic 3	2.603.000	-	
	15:00	EEUU	Compras de activos estadounid. por extranjeros (miles mn)	Oct	101,9	-	
	15:15	EEUU	Producción industrial	Nov	0,9	0,5	
15:15	EEUU	Utilización de capacidad	Nov	79,5	79,8		
18:00	EEUU	Fed de Filadelfia	Dic	11,5	14,0		
VIERNES	10:00	Alemania	IFO – Clima empresarial	Dic	97,8	98,2	
	10:00	Italia	Balanza comercial (total) (mn €)	Oct	-2.150,0	-	
	10:00	Alemania	IFO – Condiciones actuales	Dic	97,8	98,1	
	10:00	Alemania	IFO – Expectativas empresariales	Dic	97,7	98,0	
	11:00	Zona euro	IPC (m/a)	Nov	0,3/2,4	-0,2/2,4	
14:30	EEUU	Saldo balanza por cuenta corriente (miles mn)	3T	-195,7	-204,6		

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

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



RINCÓN DEL ESTRATEGA

INTERÉS POR COMPRAR DE LAS COMPAÑÍAS ESPAÑOLAS

Sólo en los últimos dos años, las compañías españolas han adquirido activos por valor de 70.000 mn € incluyendo grandes transacciones como la compra de O2 por Telefónica, la de Abbey por Grupo Santander y la de Bancomer por BBVA. También las compañías más pequeñas han crecido significativamente vía adquisiciones: Metrovacesa y Colonial compraron compañías inmobiliarias en Francia, Ebro Puleva adquirió Riviana y Panzani, etc.

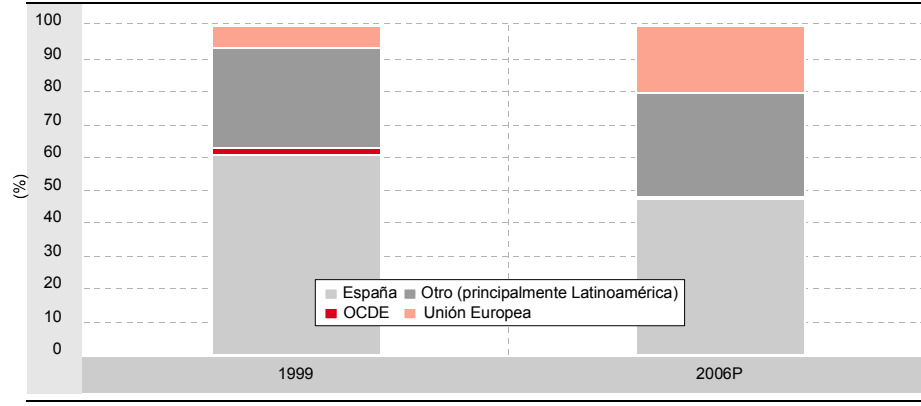
Compañías españolas – Adquisiciones, 2004-05

Comprador	Compañía adquirida	País	Cantidad pagada
Abertis	Retevisión Audiovisual	España	423 mn €
	TBI PLC	Reino Unido	1.171 mn €
Acciona	EHN	España	307 mn €
	Ramel Services group	España	95 mn €
	Ionosa	España	217 mn €
ACS	Unión Fenosa	España	2.200 mn €
Altadis	Balkan Star	Rusia	147 mn €
Antena 3	Europa FM radio	España	18 mn €
	Unipublic	España	42 mn €
Arcelor	CST	Brasil	1.170 mn €
BBVA	Granahorrar	Colombia	348 mn €
	Laredo National Bank	EEUU	710 mn €
	Hipotecaria nacional	México	308 mn €
Colonial	SFL	Francia	1.638 mn €
Ebro Puleva	Riviana	EEUU	325 mn €
	Panzani	Francia	639 mn €
Endesa	Endesa Italia	Italia	817 mn €
	Séchilienne-Sidéc	England	104 mn €
	SNET	Francia	571 mn €
FCC	Grupo Santos	España	121 mn €
Ferrovial	Swissport	Suiza	646 mn €
	Webber	EEUU	185 mn €
	Tube Lines	Reino Unido	206 mn €
	Amey	Reino Unido	117 mn €
Gas Natural	LNG plant	Italia	400 mn €
	Brancato Group (gas distribution)	Italia	100 mn €
	DEPA	Brasil	285 mn €
	Gas en Brasil	Brasil	129 mn €
	Smedigas Group	Italia	54 mn €*
	Nettis Group	Italia	140 mn €*
Logista	Geopost Logistic Holding	Francia	13 mn €
	Etinera	Italia	566 mn €
Prosegur	Bissa	México	11 mn €
	Nordest	España	51 mn €
	Pstv	Brasil	9 mn €
REE	Activos de Viesgo	España	46 mn €
Repsol YPF	Planta petroquímica de Borealis	Portugal	200 mn €
Santander	Sovereign Bank	EEUU	2.400 mn €
	Abbey	Reino Unido	13.400 mn €
SOS	American Rice	EEUU	35 mn €
	Minerva Oil	Italia	52 mn €
	Sara Lee's	Holanda	65 mn €
TEF	Cesky Telecom	República Checa	3.600 mn €
	China Netcom	China	660 mn €
	O2**	Reino Unido	26.000 mn €
TEM	BellSouth Latam	Latinoamérica	5.100 mn €
	CTC MOBILE	Chile	1.000 mn €
TPI	Publigas	Chile	52 mn €
	Telinver	Argentina	62 mn €
SacyrVallehermoso	Sufi	España	142 mn €
	ENA	España	1.622 mn €
Vidrala	Ricardo Gallo	Portugal	3.67 mn €

Fuente: informes de las compañías y Santander Investment Bolsa

Los factores principales que han motivado esta frenética actividad corporativa en el mercado español han sido: (1) un entorno de tipos de interés bajos; (2) una valoración atractiva de la renta variable; y (3) las deducciones fiscales por fondo de comercio. Estos factores siguen existiendo y deberían seguir promoviendo mayor actividad corporativa en el mercado español en 2006P.

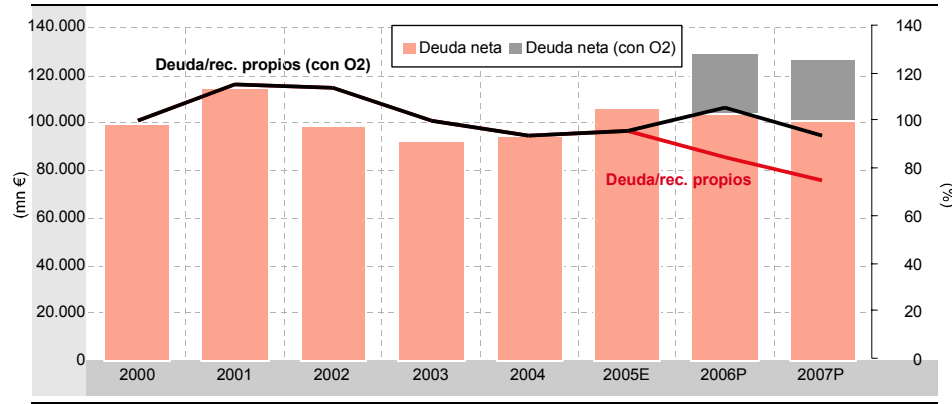
Compañías españolas – Desglose de ingresos, 1999-2006P



Fuente: informes de las compañías y previsiones Santander Investment Bolsa.

Es interesante ver que las compañías españolas han aprovechado el entorno mundial de tipos de interés bajos para adquirir activos, principalmente en países desarrollados. Las compañías españolas han apalancado sus balances para diversificarse fuera de su mercado doméstico y reducir su exposición a Latinoamérica. En 1999 el 60% de los ingresos de las compañías españolas se generaba en España antes de que comenzara la fiebre compradora, en 2006P esta cifra debería reducirse hasta el 47%. La proporción de ingresos generada en los países europeos se ha incrementado desde el 7% hasta el 21% en este periodo.

IBEX35 – Deuda neta y deuda/recursos propios, 2000-07P



Fuente: informes de las compañías y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

Creemos que la actividad corporativa seguirá siendo una tesis importante de inversión para el mercado español en 2006P. Identificar los valores que puedan resultar interesantes por actividad corporativa y elaborar una cartera de posibles objetivos de actividad corporativa debería ayudar a los inversores institucionales a obtener un comportamiento relativo superior en 2006P.



Compañías españolas – Objetivos

Objetivo	Negocio	Cap. bursátil (mn €)	Free float		Socios potenciales
			mn €	%	
Banco Pastor	Bancos	2.355	1.271	54,0	Sabadell, Popular, Barclays, RBOS
Bankinter	Bancos	3.745	2.696	72,0	Sabadell, RBOS, Barclays
Banco de Valencia	Bancos	2.165	1.256	58,0	Bancaja, Popular
Banco Guipuzcoano	Bancos	1.262	694	55,0	Barclays, Sabadell, Pastor, BBK, Kutxa
Banco Popular	Bancos	12.227	7.825	64,0	Sabadell
Barón de Ley	Bebidas	318	201	63,0	Diageo, Allied Domecq, fondo de capital riesgo
Cementos Portland	Materiales de construcción	5.835	1.926	33,0	FCC (una participación del 59%)
Uralita	Materiales de construcción	456	201	44,0	Lafarge, Nefinsa (una participación del 46%)
Vidrala	Materiales de construcción	420	210	50,0	Saint Gobain, Owens Illinois, BSN Group
FCC	Construcción	3.580	1.146	32,0	Acciona (una participación del 15%)
Zardoya Otis	Ingeniería y maquinaria	3.000	1.140	38,0	UTH (una participación del 51%)
SOS Cuétara	Alimentación	1.114	468	42,0	Grandes multinacionales de alimentación (ej., Nestlé)
TelePizza	Alimentación	389	323	83,0	Fondo de capital riesgo
Viscofán	Alimentación	453	385	85,0	Fondo de capital riesgo
Ence	Papel	664	345	52,0	Productores escandinavos de papel
Amper	Hardware	229	206	90,0	Compañías europeas de IT o defensa (Indra)
NH Hoteles	Alojamiento	1.509	905	60,0	Accor, Ortega, fondo de capital riesgo
Cepsa	Petróleo y gas	10.703	856	8,0	Total (una participación del 45%), otras majors
Repsol YPF	Petróleo y gas	30.168	23.380	77,5	BP, Royal Dutch, cualquier <i>supermajor</i> en EEUU
Zeltia	Farmacia	1.239	582	47,0	Johnson & Johnson
Inmob. Urbis	Inmobiliaria	796	215	27,0	Otras inmobiliarias europeas, fondo de capital riesgo
Indra	Software y serv. informáticos	2.456	2.186	89,0	EADS, Thales y Raytheon
TPI	Software y serv. informáticos	1.906	762	40,0	Telefónica (una participación del 60%)
Tubacex	Acero y otros materiales	484	450	93,0	Tenaris, Tubos Reunidos, fondo de capital riesgo
Prosegur	Servicios auxiliares	743	282	38,0	Group 4 Falck
Jazztel	Servicios de telecomun.	942	706	75,0	Auna, ONO, Uni2
Telefónica Móviles	Servicios de telecomun.	3.833	268	7,0	Telefónica (una participación del 93%)
Altadis	Tabaco	9.506	9.126	96,0	BAT, Imperial
Iberia	Transporte	2.037	1.243	61,0	Fusión con BA (una participación del 10%)

(*) Cantidad estimada. (**) Acuerdo probable pendiente de ejecución.

Fuente: Santander Investment Bolsa.

PUNTOS DE INTERÉS

Continúa la batalla entre **Arcelor** (Infraponderar, precio objetivo 15,15 €) y ThyssenKrupp para hacerse con el fabricante canadiense Dofasco. El director financiero de la compañía ha comunicado que sólo sería posible mejorar la oferta actual (superada por ThyssenKrupp) si el coste de capital de la transacción igualara al de Arcelor. A pesar de la disciplina de Arcelor en las últimas transacciones en el sector, seríamos prudentes hasta ver la decisión final sobre Dofasco, que se tomará en la reunión del consejo del 15 de diciembre. Creemos que la opción de incrementar la oferta tendrá un efecto negativo en la cotización de Arcelor.

Seguimos negativos en **Barón de Ley** (Infraponderar, precio objetivo 35,70 €) tras una reunión con el Presidente de las bodegas Rioja Alta, Guillermo Aranzábal, que destacó el difícil entorno actual, con precios cayendo en el mercado doméstico y en los internacionales. Debido a la falta de control de las bodegas sobre el precio final, este descenso de los precios no se traslada a los consumidores. Por consiguiente, es probable que unos precios más bajos estimulen la demanda. En este contexto, no creemos que las bodegas españolas sean el objetivo de las compañías internacionales, por lo que la prima de concentración de Barón de Ley debería desaparecer.

Cementos Portland (Comprar, precio objetivo 80,00 €) decidió lanzar una oferta de adquisición por Cementos Lemona por 248.3 mn €. Los múltiplos de la transacción (deduciendo sinergias futuras) son un 15% superiores a los múltiplos de sus comparables y consideramos que son razonables para esta compra. Este acuerdo debería ayudar a FCC (con una participación del 66,8% en Cementos Portland) a completar su programa de inversión de 3.000 mn €. Nuestra opinión hacia Cementos Portland es positiva y esta transacción debería tener un efecto aditivo para los beneficios desde 2006P (4%).

Sonae SGPS (Comprar, precio objetivo 1,75 €) debería registrar una buena tendencia en 2006P, con un fuerte flujo de noticias que podrían provocar una reducción del descuento sobre su VNA (actualmente en el 17%). Como parte de los planes de Sonae de reducir su deuda financiera neta a nivel de *holding*, esperamos que venda sus operaciones minoristas en Brasil por 670-740 mn € en los próximos dos meses y un 16% de Sonae Sierra, con lo que obtendría cerca de 200 mn €. Estos movimientos deberían ayudar a recortar su deuda de *holding* en hasta un 70% desde los 1.300 mn € actuales, lo que reduciría la preocupación de los inversores sobre este tema en los últimos cuatro años.

Recientemente revisamos al alza **Impresa** (Comprar, precio objetivo 5,40 €) ya que creemos que ha concluido la revisión a la baja de las estimaciones de los beneficios. Además, la tendencia respecto a la mayor erosión de la cuota de audiencia de Impresa (ahora relegada a la tercera posición detrás de la estatal RTP) podría haber cambiado gracias al nombramiento del renombrado Francisco Penim como Jefe de Programación y a eventos concretos (por ejemplo, *Rock en Río*, la *World Cup 2006* en Alemania) que serán transmitidos por SIC.

Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recom.		Pr. objetivo		%	BpA 2006P		%	Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior		Nuevo	Anterior		
12-Dic	Sonae SGPS	Comprar	Comprar	1,75	1,60	9,4	0,09	0,09	0,0	Descuento sobre VNA reducido
12-Dic	Modelo Continente	Infrapond.	Infrapond.	1,90	1,50	26,7	0,12	0,10	20,0	Nuevas aperturas en Portugal Se introduce la valoración de comparables
12-Dic	Sonae Industria	Infrapond.	Infrapond.	5,50	5,60	-1,8	0,38	0,35	8,6	
12-Dic	Sonaeacom	Mantener	Comprar	4,05	4,05	0,0	0,02	0,02	0,0	Buen comportamiento
24-Nov	Impresa	Comprar	Infrapond.	5,40	5,30	1,9	0,31	0,36	-13,9	¿Mejora económica en 2006?
21-Nov	Telefonica	Mantener	Comprar	14,00	15,30	-8,5	1,07	0,99	8,1	Tras la compra de O2
11-Nov	Brisa	Mantener	-	7,30	-	-	0,35	-	-	Reinicio de cobertura
4-Nov	La Seda	Comprar	-	3,05	-	-	0,16	-	-	Reinicio de cobertura

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.



CARTERA MODELO IBÉRICA

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

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comportamiento bursátil (%)							En el año
		Actual	31-Dic-04	Absoluto	Rel. a large caps ibéricas	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M		
Sogecable	30-sep-04	34,12	32,66	4,5	-6,6	-11,0	-0,9	18,4	11,8	5,2	
BBVA	23-may-05	14,70	13,05	12,6	1,6	-2,9	-1,1	5,3	16,0	13,6	
Ferrovial	16-may-03	58,20	39,32	48,0	37,0	32,5	-4,6	-10,7	12,5	48,9	
Endesa	22-abr-05	21,47	17,29	24,2	13,1	8,7	2,9	4,8	19,5	24,9	
Repsol	17-jul-03	25,01	19,16	30,5	19,5	15,0	1,6	-3,1	25,0	31,2	
Inditex	04-mar-05	25,50	21,70	17,5	6,5	2,0	8,1	10,0	11,2	18,6	
Lista recom. large caps	-	126,53	100,00	26,5	15,5	11,0	ND	ND	ND	26,5	
Large caps ibéricas	-	111,05	100,00	11,0	0,0	-4,5	ND	ND	ND	11,0	
IBEX35	-	10.489,30	9.080,80	15,5	4,5	0,0	0,4	0,6	10,4	16,3	
PSI20	-	8.247,84	7.571,85	8,9	-2,1	-6,6	3,1	5,1	10,5	8,8	
DJ Stoxx 50	-	3.343,57	2.774,77	20,5	9,5	5,0	2	4,8	11,6	21,0	

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		
Obrascón Huarte	30-dic-04	12,78	6,30	102,9	76,1	87,3	2,7	-1,2	10,0	100,8	
Sol Meliá	16-feb-05	10,43	7,30	42,9	16,1	27,4	-5,9	-5,3	17,6	43,7	
Prisa	30-dic-04	14,89	15,62	-4,7	-31,5	-20,2	2,0	-2,4	-7,7	-4,2	
Enagás	23-may-05	15,08	12,20	23,6	-3,2	8,1	2,4	2,5	16,0	25,6	
Viscofán	30-dic-04	9,72	7,45	30,5	3,7	15,0	4,3	13,3	17,5	30,1	
Prosegur	08-mar-05	19,09	14,48	31,8	5,0	16,3	-0,8	1,8	14,5	33,6	
Lista recom. SMC	-	133,43	100,00	33,4	6,6	17,9	ND	ND	ND	33,4	
Small-mid caps ibéricas	-	126,80	100,00	26,8	0,0	11,3	ND	ND	ND	26,8	
IBEX35	-	10.489,30	9.080,80	15,5	-11,3	0,0	0,4	0,6	10,4	16,3	
PSI20	-	8.247,84	7.571,85	8,9	-17,9	-6,6	3,1	5,1	10,5	8,8	
DJ Small 200 Europe	-	161,27	129,16	24,9	-1,9	9,3	3,6	3,3	12,5	25,4	

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

Delegaciones internacionales

Madrid

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

Lisboa

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

Londres

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

Nueva York

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

Bogotá

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

Buenos Aires

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

Caracas

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

Lima

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

México

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

Santiago

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

São Paulo

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

Tokio

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

Clave de recomendaciones

Comprar	Potencial alcista superior al 15%.
Mantener	Potencial alcista del 10%-15%.
Infraponderar	Potencial alcista inferior al 10%.

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

INFORMACIÓN IMPORTANTE:

Santander Investment Bolsa espera recibir ingresos de las siguientes compañías en los próximos tres meses por servicios de banca de inversión: Ence, Acciona, ACS, FCC, NH Hoteles, Iberia, Cintra, Metrovacesa, Sacyr-Vallehermoso, Corp Mapfre, Enagás, Jazztel, Sogecable, Antena 3, EDP, Indra, REE y Unión Fenosa.

Santander Investment Bolsa ha recibido ingresos de las siguientes compañías en los últimos 12 meses por servicios de banca de inversión: Arcelor, Ence, Uralita, Acciona, FCC, Ferrovial, OHL, Altadis, Ebro Puleva, Faes, Inditex, SOS, Zeltia, TelePizza, Iberia, Brisa, Cintra, Metrovacesa, Sacyr-Vallehermoso, Banesto, Banco Sabadell, Bankinter, BES, Grupo Santander, Corp Mapfre, Enagás, Repsol YPF, Telefónica, Portugal Telecom, Jazztel, TPI, Sogecable, Antena 3, Telecinco, REE, EDP, Endesa, Iberdrola y Unión Fenosa.

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

Grupo Santander o sus filiales poseen el 1% o más de cualquier clase de valores de: Ferrovial Urbis, Banco Popular, Banesto, BBVA, Bankinter, REE, Repsol YPF, Antena 3, Telefónica, Iberdrola, Endesa y Unión Fenosa.

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

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

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

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

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



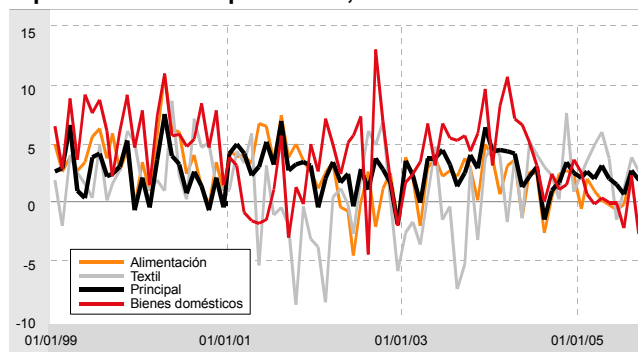
THE IBERIAN MACRO OBSERVER

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

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

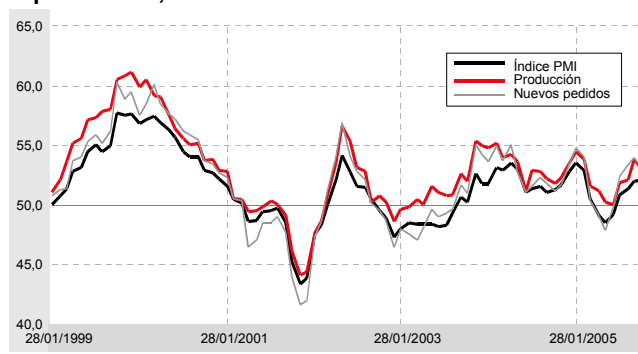
Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespasa@gruposantander.com

España – Ventas al por menor, 1999-2005



Fuente: Bloomberg.

España – PMI, 1999-2005



Fuente: Bloomberg.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) Reunión del FOMC, con una subida de tipos de 25 pb en la agenda
- (2) Posibilidad razonable de que haya un cambio en el comunicado
- (3) Se espera una gran divergencia entre el IPC general y el subyacente
- (4) El déficit por cta. corriente podría registrar nuevo récord en 3T05
- (5) Prevemos -0,1% en ventas al por menor en noviembre

En la zona euro:

- (1) Se espera un descenso de la inflación en Europa del 0,3%
- (2) Estimamos una subida de 3 puntos en la confianza empresarial (ZEW) hasta 41 puntos
- (3) Posible aumento del sentimiento económico en el informe IFO
- (4) El IPC final en Alemania confirmaría una caída del 0,5%
- (5) La producción industrial en Italia podría aumentar un 0,4%

- En las últimas dos semanas se han publicado escasos indicadores económicos en España, aunque suficientes para encontrar signos de debilidad en la actividad real. Así, las ventas al por menor en octubre se redujeron un 0,1% interanual desde el 2,1% en septiembre. Por su parte, la cifra de producción industrial fue del -0,4% en octubre, desde el 0,5% en septiembre. Los indicadores de precios, como el IPC o los precios de producción, se mantienen en niveles muy elevados, que afectan al nivel de competitividad de España en el exterior.
- La última semana traía datos positivos, que siguen justificando nuestra apuesta por la recuperación en la zona euro en 2006P y 2007P (encabezada por Alemania). En particular, los datos que llegan de Alemania sorprendían al alza, con un fuerte incremento de las ventas al por menor y un nuevo descenso del desempleo, siguiendo su tendencia a la baja. Los datos de confianza en la zona euro (empresarial, consumidor y económica) continuaban con su tendencia al alza.
- La semana pasada se publicaron un gran número de noticias importantes al otro lado del Atlántico. El dato clave fue el informe de empleo, que registraba la creación de 215.000 nuevos empleos en el sector no agrícola. Otros indicadores siguen adelantando crecimiento futuro. La confianza del consumidor escalaba 13 puntos. Las ventas de nuevas viviendas rozaban un nuevo máximo, los pedidos de bienes duraderos se incrementaban, el PIB se revisaba al alza y el ISM, aunque retrocedía, se mantenía en niveles muy altos desde una perspectiva a largo plazo.
- El BCE subía los tipos de interés 25 puntos básicos, justificando su decisión como necesaria para ajustar su política monetaria acomodaticia. Creemos que se trata del primer paso en el camino hacia la normalización de los tipos de interés de la zona euro, que llevan mucho tiempo en niveles muy bajos y que estimamos se situarán en el 3% a finales de 2006P.

LA SEMANA PASADA

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos refer.	Previsión	Real
LUNES	9:15	Spain	PMI Servicios	Nov	51,8	–	53,81
5-Dic	9:45	Italia	PMI Servicios	Nov	52,8	53,0	54,62
	9:50	Francia	PMI Servicios	Nov	56,6	56,0	56,52
	9:55	Alemania	PMI Servicios	Nov	55,2	54,5	54,81
	10:00	Zona euro	PMI Servicios	Nov	54,9	54,7	55,2
	11:00	Zona euro	Comercio al por menor (m/a)	Oct	-0,9 R/0,5 R	0,5/1,0	0,5/0,4
	16:00	EEUU	ISM No manufacturero	Nov	60,0	59,0	58,5
MARTES	8:45	Francia	Déficit presupuestario (miles mn €)	Oct	-50,8	–	-53,6
6-Dic	10:00	Zona euro	Bloomberg PMI Distribución	Nov	50,4	50,6	50,7
	10:00	Alemania	Bloomberg PMI Distribución	Nov	48,1	–	49,4
	10:00	Italia	Bloomberg PMI Distribución	Nov	–	–	54,1
	10:00	Francia	Bloomberg PMI Distribución	Nov	50,5	–	49,7
	12:00	Alemania	Pedidos a fábrica (m/a) (desest./no desest.)	Oct P	2,9 R/8,0 R	0,5/7,3	2,0/5,4
	14:30	EEUU	Productividad no agrícola	3TF	4,1	4,5	4,7
	14:30	EEUU	Costes laborales unitarios	3TF	-0,5	-0,9	-1,0
	16:00	EEUU	Pedidos de fábrica	Oct	-1,4 R	2,2	2,2
	16:00	EEUU	Ventas de viviendas pendientes (m)	Oct	-1,0 R	-1,2	-3,2
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Dic 4	-15	–	-14
MIÉRCOLES	13:00	EEUU	Solicitudes de hipotecas	Dic 2	-1,8	–	5,2
7-Dic	21:00	EEUU	Crédito al consumo (miles mn)	Oct	4,0 R	5,0	-7,2
JUEVES	12:00	Alemania	Prod. industrial (m/a) (desest./no desest. ajust)	Oct P	1,5 R/3,5 R	0,5/2,9	1,1/3,8
8-Dic	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Nov 3	321.000 R	318.000	327.000
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	Nov 26	2.740.000 R	2.745.000	2.603.000
VIERNES	8:00	Alemania	Saldo balanza por cta. corriente (miles mn €)	Oct	7,8 R	7,9	6,4
9-Dic	8:00	Alemania	Balanza comercial (miles mn)	Oct	15,0	15,3	12,2
	8:00	Alemania	Importaciones (desest.) (m)	Oct	-1,4 R	0,7	3,1
	8:00	Alemania	Exportaciones (desest.) (m)	Oct	2,4 R	-0,1	-0,6
	8:00	Francia	Producción industrial (m/a)	Nov	-0,1/2,7	–	-0,6/2,2
	8:45	Francia	Producción manufacturera (m/a)	Oct	0,6 R/0,6 R	0,2/0,8	-2,5/-1,4
	8:45	Italia	PIB (desest. y ajust.) (t/a)	Oct	1,3 R/0,9 R	0,0/1,0	-2,4/-0,1
	10:00	Italia	Consumo privado	3TF	0,7/0,2 R	0,3/0,0	0,3/0,1
	10:00	Italia	Gasto público	3T	0,6	0,2	0,4
	10:00	Italia	Inversiones totales	3T	0,4 R	0,3	0,0
	10:00	Italia	Exportaciones	3T	1,6 R	0,6	1,3
	10:00	Italia	Importaciones	3T	5,2 R	1,8	2,9
	10:00	Alemania	Saldo balanza por cta. corriente (miles mn €)	3T	4,2 R	1,1	1,1
	11:00	Zona euro	Producción construcción (t/a)(desest./ajust.)	3T	2,0 R/-0,5 R	–	0,2/0,3
	12:00	Zona euro	Indicadores adelantados OCDE	Oct	106,2 R	–	106,7
	15:45	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	Dic P	81,6	84,0	88,7
	16:00	EEUU	Inventarios al por mayor	Oct	0,6	0,4	0,2

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

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

LA SEMANA PASADA: DATOS DEL PIB EN ESPAÑA

Últimas dos semanas en España: primeros síntomas de desaceleración

En las últimas dos semanas se han publicado escasos indicadores económicos en España, aunque suficientes para encontrar signos de debilidad en la actividad real. Así, las ventas al por menor en octubre se redujeron un 0,1% interanual desde el 2,1% en septiembre. Por su parte, la cifra de producción industrial fue del -0,4% en octubre, desde el 0,5% en septiembre. Los indicadores de precios, como el IPC o los precios de producción, se mantienen en niveles muy elevados, que afectan al nivel de competitividad de España en el exterior.



ESPAÑA, SIGNOS DE DEBILIDAD EN LA DEMANDA

Datos de inflación en España todavía muy altos

El dato preliminar de la tasa anual de inflación armonizada en noviembre en nuestro país fue del 3,4% frente al 3,5% en octubre. Los datos de inflación de noviembre suelen utilizarse para revisar el pago de las pensiones, por lo que una tasa de inflación por encima de las expectativas (3,4%, frente a la previsión del Gobierno del 2,0%) habría de traer una subida de las pensiones de 896 mn € en 2005E. Según nuestras previsiones, la inflación debería rondar el 3,4% a finales de 2005E, en línea con los datos de noviembre. No esperamos grandes caídas hasta 2007P, en línea con nuestra previsión de desaceleración de la demanda interna.

Las estimaciones de la OCDE hablan de desaceleración en 2006

Según la OCDE, la economía española crecerá un 3,4% en 2005 y un 3,2% en 2006. La OCDE espera que la economía española mantenga fuertes niveles de crecimiento gracias a la positiva demanda interna y a la mejora de las exportaciones. Por otro lado, la OCDE advirtió de la crítica situación del déficit de balanza por cuenta corriente, que podría dispararse hasta un nuevo máximo del 10% del PIB en 2007 debido a una balanza comercial muy deteriorada. Esto restaría 1,5 puntos porcentuales al PIB en 2005, 1,2 en 2006 y 1,3 en 2007. Creemos que el crecimiento del PIB españoles desacelerará en 2006P (+2,8%) y 2007P (+2,4%) y coincidimos con la previsión de la OCDE de un crecimiento del 3,4% en 2005. En cuanto a la composición del crecimiento, si la demanda interna no pierde ritmo, coincidimos con la OCDE en que el déficit de la balanza por cuenta corriente podría llegar a niveles cercanos al 10% del PIB, o incluso superiores en 2006P.

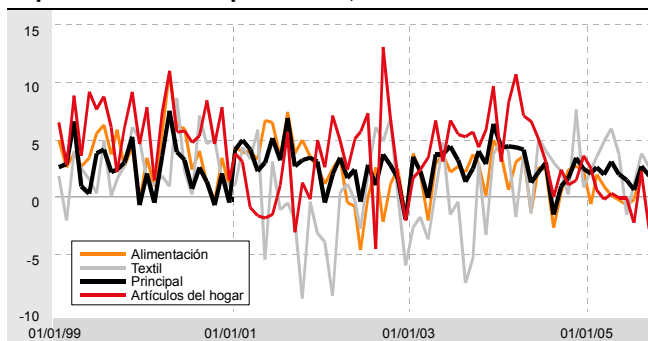
Caen las ventas al por menor en octubre

Las ventas al por menor caían un 0,2% interanual en octubre, frente al incremento del 1,9% interanual del mes anterior. Si nos fijamos en los componentes principales, alimentación caía un 0,1% interanual, bienes de consumo avanzaba un 2,0% interanual, enseres domésticos perdía un 0,2% interanual y otros bienes subía un 0,8% interanual. Todo apunta a que la desaceleración del consumo privado podría estar en marcha. Seguimos esperando un crecimiento del consumo privado del 4,0% en 2005E, aunque prevemos una desaceleración en 2006P (2,8%) y 2007P (2,3%). La subida de 25 puntos básicos en los tipos de interés introducida por el BCE y el mantenimiento de una política de subida de tipos en 2006P deberían desacelerar el consumo privado en España.

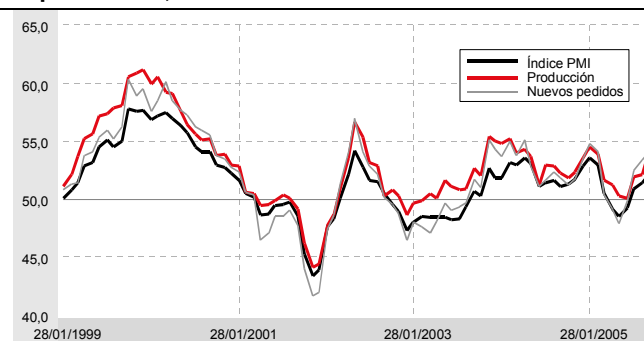
La producción industrial sigue desacelerándose

La producción industrial continúa desacelerándose en España: en octubre cayó un 0,4% interanual. Este descenso se debe al mal comportamiento de casi todos sus componentes, pero especialmente de bienes duraderos e intermedios. La producción de bienes de capital sigue en terreno negativo.

España – Ventas al por menor, 1999-2005



España – PMI, 1999-2005



Fuente: Bloomberg.

Noticias internacionales

Las últimas dos semanas en la zona euro: Los datos de la última semana traían noticias positivas que siguen justificando nuestra apuesta por la recuperación de la economía europea en 2006P y 2007P (encabezada por Alemania). En particular, los datos que llegan de Alemania sorprendían al alza con un fuerte incremento de las ventas al por menor y un nuevo descenso del desempleo, siguiendo su tendencia a la baja. Los datos de confianza en la zona euro (empresarial, consumidor y económica) continuaban con su tendencia al alza.

Ligera desaceleración de la M3, aunque todavía por encima del objetivo

El crecimiento de la M3 caía hasta el 8,0% interanual, y la media móvil de tres meses, vigilada muy de cerca por el BCE, se quedaba en el 8,2% en octubre. A pesar del retroceso del índice general, los préstamos al sector privado mantenían una tasa anual del 8,8% en octubre frente al 8,6% en el último mes. El crédito al consumo sigue creciendo a un ritmo elevado. Los préstamos a las familias aumentaron hasta el 9,0% en octubre frente al 8,6% en septiembre (con expansión de créditos al consumo y préstamos para la compra de casas, 7,8% y 10,8%, respectivamente).

En Alemania, suben las ventas al por menor

En Alemania, las ventas al por menor crecían un 1,9% en octubre, muy por encima de las estimaciones del consenso, lo que deja la tasa interanual en el -0,8%. Esta subida llega tras el fuerte retroceso del 3,0% en septiembre. Por sectores, cosmética y farmacia registran los incrementos más significativos, y alimentos frescos y bebidas la mayor caída. Para el próximo año, unas perspectivas más favorables para el mercado laboral y unos precios de la gasolina más bajos deberían redundar en una mejora del gasto del consumidor.

Cae el desempleo en Alemania

El desempleo en Alemania volvía a caer más de lo previsto (-53.000), con lo que la tasa de desempleo se sitúa en el 11,5%. Se mantiene así la tendencia a la baja (gracias a los programas gubernamentales), que apoya nuestra apuesta por una recuperación del consumo.

La producción industrial en Alemania creció un 1,1% intermensual

En Alemania, la producción industrial de octubre superó las expectativas con un aumento del 1,1% intermensual, tras el 1,5% intermensual en septiembre, gracias a que la producción de manufacturas aumentó en un 1,0% intermensual. Es probable que la fuerte tendencia subyacente del crecimiento de los pedidos de manufacturas sostenga la tendencia de la producción en los próximos meses.

Nuevo aumento de los pedidos de manufacturas en Alemania

Los pedidos manufactureros aumentaron un 2,0% intermensual en octubre hasta el 9,0% interanual, superando con creces las expectativas (de nuevo). Este incremento se debe principalmente a los pedidos extranjeros, que crecieron un 2,8% intermensual. Si éstos continúan creciendo a este ritmo y, dadas las señales de recuperación de la demanda doméstica, los pedidos podrían seguir su tendencia de crecimiento en los próximos meses.

En Italia, IPC plano en noviembre

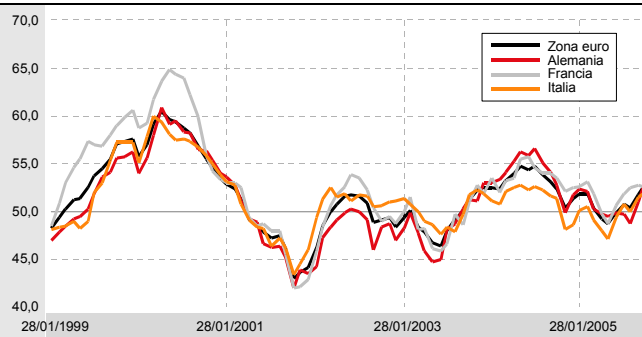
En Italia, el IPC subía un 0% en noviembre, lo que deja la tasa de inflación sin cambios en el 2,2%, al tiempo que un efecto base positivo hacía caer la tasa interanual hasta el 2,4% (desde el 2,6%, en línea con las previsiones). El motivo principal de la bajada de precios ha sido la notable caída del precio del petróleo y de los productos refinados en dicho periodo (el precio de la gasolina se reducía más del 7% en el mes).

El BCE sube los tipos e incrementa las estimaciones de crecimiento

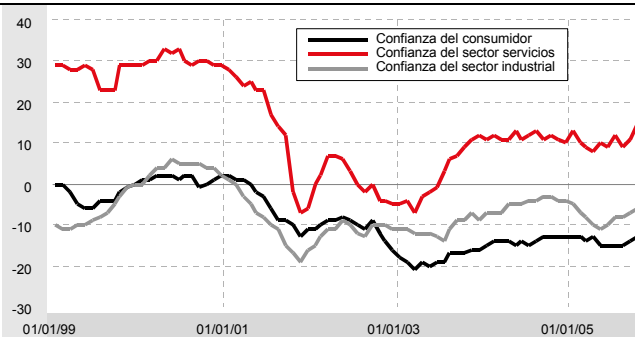
Los economistas del BCE revisaban ligeramente al alza sus previsiones de crecimiento para 2005 y 2006 hasta el 1,4% y 1,9%, respectivamente. También se revisaban al alza las previsiones de la inflación en la zona euro, en 2,2% y 2,1% para 2005 y 2006, respectivamente.



Zona euro – PMI manufacturero, 1999-2005



Zona euro – Indicadores de confianza, 1999-2005



Fuente: Bloomberg.

Las últimas dos semanas en EEUU: La semana pasada se publicaron un gran número de noticias importantes al otro lado del Atlántico. El dato clave fue el informe de empleo, que registraba la creación de 215.000 nuevos empleos en el sector no agrícola en noviembre. Otros indicadores siguen adelantando crecimiento económico futuro. La confianza del consumidor escalaba 13 puntos. Las ventas de nuevas viviendas rozaban un nuevo máximo, los pedidos de bienes duraderos se incrementaban, el PIB se revisaba al alza y el ISM, aunque retrocedía, se mantenía en niveles muy altos desde una perspectiva a largo plazo.

Ventas de casas de segunda mano por debajo de las expectativas

El informe de ventas de viviendas de octubre no cumplió las expectativas, ya que se registró un **retroceso del 2,7% intermensual**, pero se sigue manteniendo por encima de los 7 millones por octavo mes consecutivo (7,09 mn). Incluso a este ritmo de ventas, los inventarios siguen creciendo de forma significativa. Aunque esto aún no está afectando a los precios de la vivienda (de hecho, los precios de la vivienda han aumentado este mes), el incremento de los inventarios apunta a un mercado más equilibrado, que debería redundar en un enfriamiento de los precios.

La confianza del consumidor avanza 13 puntos

La confianza del consumidor del Conference Board de noviembre superaba las expectativas (98,9 frente a 90,0 del consenso), con un avance de 13,9 puntos desde octubre. Se trata de la cuarta mayor ganancia histórica, superada tan sólo por la recuperación posterior al 11 de septiembre o a la victoria en Irak. El Conference Board no habló de las razones de esta recuperación, aunque no hay duda de que el reciente desplome del precio de la gasolina (-26%) ha tenido mucho que ver. La mayor parte de esa recuperación incluía un aumento de 18,7 puntos en el índice de expectativas hasta los 88,8 puntos. La mayor contribución se debe a un cambio significativo en las expectativas para el conjunto de la economía a seis meses vista, que tras dos meses de duro pesimismo muestran de nuevo más optimismo.

Nuevo máximo de las ventas de casas de segunda mano

La publicación de los **datos de ventas de casas nuevas revelaba un registro superior al esperado**, con las ventas de residencias de nueva construcción en máximos históricos. La actividad registraba fuertes avances en el nordeste y el oeste, y algo menos significativos en el sur.

Se disparan los pedidos de bienes duraderos

Los pedidos de bienes duraderos se disparaban en octubre un 3,4%, aunque gran parte de la subida vino condicionada por un dato tan volátil como el componente de aviones (+50%). En cualquier caso, los pedidos subyacentes también resultaban fuertes, como refleja el índice de pedidos subyacente (bienes de capital civil excluyendo aviación), que avanzaba un 1,3%, encabezado por las fuertes ganancias en los componentes de maquinaria y telecomunicaciones. Las ventas de bienes de capital civil crecían un 4,4%, adelantando un fuerte comienzo del gasto en inversión en el 4T05.

Revisión al alza del PIB del 3T05 hasta 4,3%

El dato general del PIB del 3T05 se revisó al alza por encima de las expectativas (ventas finales más fuertes y ajuste al alza inferior a lo previsto de los inventarios). Los deflatores de precios se revisaban ligeramente a la baja: revisión del deflactor del consumo subyacente hasta el +1,2% (desde +1,3%) y del deflactor del consumo subyacente a precios de mercado hasta el +1,0% (desde +1,2%). Las revisiones al alza de consumo y construcción cumplieron las expectativas.

El índice PMI Chicago caía en noviembre, desde 62,7 hasta 61,7. Se registraron fuertes retrocesos en componentes clave: producción (63,8 frente a 68,3) y pedidos (61,6 frente a 72,6). El índice de precios pagados subía hasta 94,1 desde 79,6.

Ligero retroceso del índice ISM general, en línea con el consenso

La expansión del sector manufacturero medida por el índice ISM en noviembre se basó en gran medida en el crecimiento reportado de 17 de las 20 industrias frente a 15 de octubre y 12 el verano pasado. Se produjo un retroceso de los componentes de pedidos y producción, aunque se mantienen todavía en niveles relativamente elevados desde una perspectiva a largo plazo. Así, la subida de septiembre debió obedecer, al menos parcialmente, al impacto inicial del proceso de reconstrucción tras los huracanes, efecto que se está reduciendo gradualmente. El índice de empleo sigue subiendo. El indicador de precios refleja una disminución notable del número de participantes que pagan precios más elevados (53% en noviembre frente a 70% en octubre). Sin embargo, tan sólo un 5% de los participantes dijo pagar precios más bajos en noviembre. En general, la mayoría de los comentarios incluidos en el informe hablan de que continúa la fortaleza.

La tasa interanual del consumo subyacente cae al 1,8%

Los datos de ingresos y gastos personales en octubre se acercaron a las expectativas: +0,4% y +0,2%, respectivamente. Con una subida del deflactor del consumo privado del 0,1%, el gasto real ganó un 0,1%. La gran sorpresa la dio una inflación subyacente más baja de lo esperado. El deflactor del consumo subyacente subió un 0,1%, por debajo del +0,25% del IPC subyacente, lo que deja la tasa interanual en el 1,8% desde el 2,0%.

Buen informe sobre empleo

El empleo no agrícola aumentó en 215.000 en noviembre, gracias principalmente al sector servicios (+29,000), construcción (+37,000) y ocio (+29,000). El aumento en el sector de ocio se aproximó a los datos anteriores a la época de huracanes, pero parece que se han perdido alrededor de 140.000 empleos en este sector durante los huracanes, que deberían recuperarse en los próximos meses. La tasa de desempleo se mantuvo estable en el 5,0% y la jornada semanal media se redujo de 33,8 horas a 33,7 horas. El salario medio por hora aumentó un 0,2% tras una subida del 0,6% el mes pasado, dejando la tasa interanual en el +3,2%.

Productividad revisada al alza y costes laborales unitarios a la baja

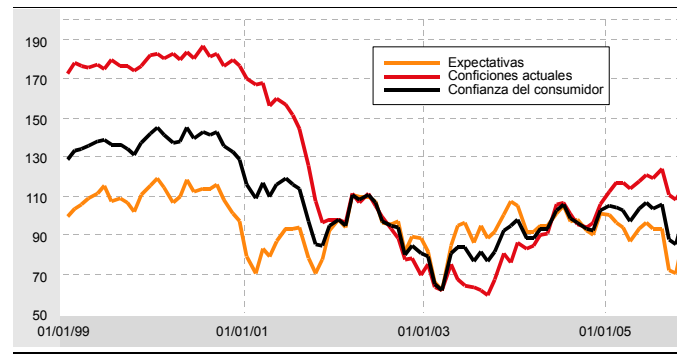
En el 3T05, **el crecimiento de la productividad laboral no agrícola se revisó al alza hasta el 4,7%** desde el 4,1%, mientras que los costes laborales unitarios fueron revisados a la baja hasta el -1,0% desde el -0,5%. El ajuste al alza de la productividad reflejó un crecimiento mayor de la producción (+4,8% frente al +4,4%) y menor de las horas trabajadas (+0,1% frente a +0,4%). Además de la revisión a la baja del 3T05, los costes laborales unitarios ya habían sido rebajados significativamente en el 2T05, hasta el -1,2% desde el +1,8%, en línea con el acusado ajuste a la baja de la compensación del segundo trimestre que se incluyó en la revisión del PIB (tras la inclusión de los resultados del último censo trimestral de Empleo y Sueldo). En la actualidad, la tasa interanual de los costes laborales unitarios interanuales del 2T05 y 3T05 se mantiene relativamente contenida en el +1,8%.



Los pedidos de fábrica aumentaron un 2,2% en octubre

Los pedidos de fábrica crecieron un 2,2% en octubre, ya que el componente de bienes duraderos se revisó al alza hasta el +3,7% desde el +3,4% y el de no duraderos se incrementó un 0,5%. El indicador clave de pedidos generales —bienes de capital excluyendo defensa y aviones— aumentó un 1,4%, mientras que las ventas de bienes de capital excluyendo defensa crecieron un 4,4%. Esto sigue suponiendo un fuerte punto de partida para el gasto de capital del 4T05. Las ventas en general se incrementaron un 1,0% e inventarios un 0,6%, lo que lleva a un descenso del ratio inventarios/ventas hasta un mínimo de 1,17.

EEUU – Confianza del consumidor, 1999-2005



Fuente: Bloomberg.

ESTA SEMANA

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión
LA SEMANA	14-19	Alemania	Precios de producción (m/a)	Nov	0,7/4,6	-
LUNES	11:00	Zona euro	Saldo balanza por cta. corriente (t) (miles mn)	3T	-13,3	-
	12-Dic	EEUU	Avance del presupuesto mensual (miles mn)	Nov	-57,9	-80,0
MARTES	8:45	Francia	IPC (m/a)	Nov	-0,1/1,8	-0,1/1,7
	13-Dic	Francia	Balanza comercial (mn €)	Oct	-1724	-1850
	10:00	Italia	Producción industrial (desest./ajust.) (m/a)	Oct	-1,0/1,7	0,4/0,5
	11:00	Zona euro	Informe ZEW (sentimiento económico)	Dic	40,0	41,0
	11:00	Alemania	Informe ZEW (sentimiento económico)	Dic	38,7	41,0
	11:00	Alemania	Informe ZEW (sentimiento económico)	Dic	-55,2	-53,0
	14:30	EEUU	Avance de ventas al por menor	Nov	-0,1	0,4
	14:30	EEUU	Excluyendo automóviles	Nov	0,9	-0,1
	16:00	EEUU	Inventarios empresariales	Oct	0,5	0,5
	20:15	EEUU	Se espera la decisión del FOMC	Dic 13	4,00	4,25
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Dic 11	-14	-
MIÉRCOLES	8:00	Zona euro	Nuevas matriculaciones de coches (a)	Nov	-1,4	-
	14-Dic	Zona euro	Nuevas matriculaciones de coches EU-25	Nov	-2,6	-
	8:00	Alemania	IPC (m/a)	Nov F	-0,5/2,3	-0,5/2,3
	10:00	Italia	IPC (NIC. incl. tabaco) (m/a)	Nov F	0,0/2,2	0,0/2,2
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Dic 9	5,2	-
	14:30	EEUU	Balanza comercial (miles mn)	Oct	-66,1	-62,5
	14:30	EEUU	Índice de precios de importación (m/a)	Nov	-0,3/8,1	-0,5/-
JUEVES	8:45	Francia	Empleos no agrícolas (t)	3TF	0,1	0,1
	15-Dic	España	IPC (m/a)	Nov	0,8/3,5	0,2/3,4
		-	Saldo balanza por cta. corriente (mn €)	Sep	-4.887,1	-
	11:00	Zona euro	Costes laborales (a)	3T	2,3	2,4
	14:30	EEUU	IPC (m/a)	Nov	0,2/4,3	-0,4/3,6
	14:30	EEUU	IPC excl alimentación y energía (a)	Nov	2,1	2,1
	14:30	EEUU	Empire – Manufacturas	Dic	22,8	18,2
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Dic 10	327.000	320.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	Dic 3	2.603.000	-
	15:00	EEUU	Compras de activos estadounidenses por extranjeros (miles mn)	Oct	101,9	-
	15:15	EEUU	Producción industrial	Nov	0,9	0,5
	15:15	EEUU	Utilización de capacidad	Nov	79,5	79,8
	18:00	EEUU	Fed de Filadelfia	Dic	11,5	14,0
VIERNES	10:00	Alemania	IFO – Clima empresarial	Dic	97,8	98,2
	16-Dic	Italia	Balanza comercial (total) (mn €)	Oct	-2.150,0	-
	10:00	Alemania	IFO – Condiciones actuales	Dic	97,8	98,1
	10:00	Alemania	IFO – Expectativas empresariales	Dic	97,7	98,0
	11:00	Zona euro	IPC (m/a)	Nov	0,3/2,4	-0,2/2,4
	14:30	EEUU	Saldo balanza por cuenta corriente (miles mn)	3T	-195,7	-204,6

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

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

ESTA SEMANA: ESCASAS NOTICIAS MACRO, AUNQUE INTERESANTES

En EEUU: (1) Reunión del FOMC, con una subida de tipos de 25 pb en la agenda. (2) Posibilidad razonable de que haya un cambio en el comunicado. (3) Se espera una gran divergencia entre el IPC general y el subyacente. (4) El déficit por cuenta corriente podría registrar nuevo récord en 3T05. (5) Prevemos un descenso del 0,1% en ventas al por menor en noviembre.

En la zona euro: (1) Se espera un descenso de la inflación en Europa del 0,3%. (2) Estimamos una subida de 3 puntos de la confianza empresarial (ZEW) hasta 41 puntos. (3) Posible aumento del sentimiento económico en el informe IFO. (4) El IPC final en Alemania confirmaría una caída del 0,5%. (5) La producción industrial en Italia podría aumentar un 0,4%.



TIPOS Y DIVISAS

- El BCE subía los tipos de interés 25 puntos básicos y justificaba su decisión como necesaria para ajustar su política monetaria acomodaticia. A pesar de que el BCE sonaba relativamente poco agresivo, la política monetaria “sigue siendo acomodaticia”.
- Aunque Trichet dejaba bien claro que el BCE no tenía previsto “a priori” embarcarse en una sucesión de subidas de tipos, comentó que: (1) la política adoptada seguía siendo acomodaticia; (2) los tipos de interés continúan “muy bajos”; y (3) hay mucha liquidez por todas las medidas. Cuando menos, estas palabras apuntan a posibles subidas de tipos de interés en el futuro.
- En nuestra opinión, la subida de tipos de la semana pasada es el primer paso en el camino hacia la normalización de los tipos de interés de la zona euro, que llevan mucho tiempo en niveles muy bajos y que estimamos podrían situarse en el 3% en diciembre de 2006P.

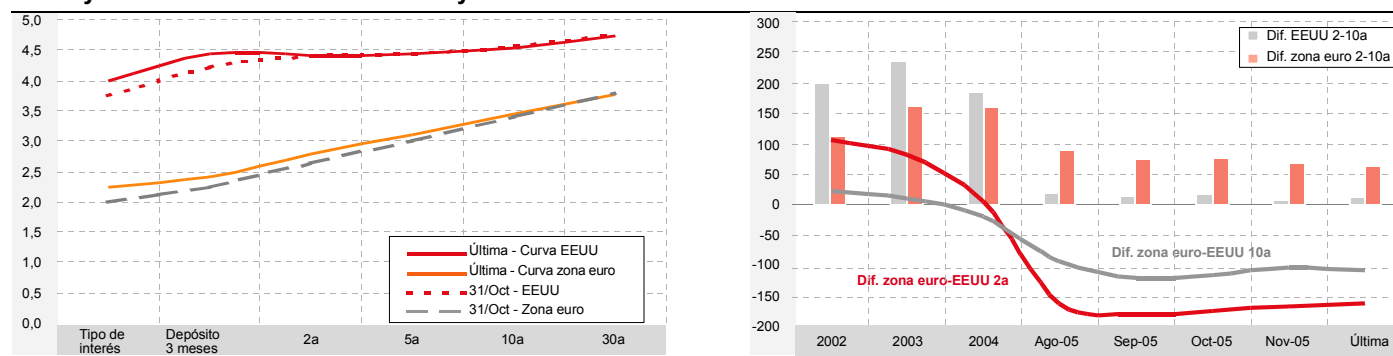
EEUU y zona euro – Tipos de interés y divisas

		Anual ¹		Trimestral ¹				Mensual				Semanal				
		2002	2003	2004	sep-04	dic-04	mar-05	jun-05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	25-nov	02-dic	09-dic	Última ²
Tipos interés corto plazo																
	Tipo intervención BCE	3,2	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,00	2,25	2,25	2,25
	Fondos de la Fed	1,7	1,1	1,4	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	3,8	3,8	4,0	4,00	4,00	4,00	4,00
	Euribor 3 meses	3,3	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,5	2,44	2,45	2,41	2,43
	Dep. 3 meses EEUU	1,7	1,1	1,6	1,8	2,3	2,9	3,3	3,8	4,0	4,2	4,4	4,20	4,42	4,44	4,45
Tipos inter. largo plazo																
Zona euro	2 años	3,6	2,5	2,5	2,5	2,4	2,5	2,1	2,2	2,4	2,6	2,8	2,72	2,64	2,79	2,79
	5 años	4,2	3,3	3,3	3,4	3,1	3,0	2,6	2,5	2,7	3,0	3,1	3,04	3,02	3,09	3,09
	10 años	4,8	4,1	4,1	4,1	3,8	3,6	3,3	3,1	3,1	3,4	3,5	3,42	3,40	3,44	3,43
	30 años	5,2	4,8	4,7	4,7	4,4	4,1	3,8	3,6	3,6	3,8	3,8	3,75	3,73	3,76	3,75
EEUU	2 años	2,5	1,6	2,4	2,6	2,9	3,5	3,6	3,8	4,2	4,4	4,4	4,32	4,42	4,40	4,41
	5 años	3,7	2,9	3,4	3,5	3,5	4,0	3,8	3,9	4,2	4,4	4,4	4,33	4,44	4,42	4,43
	10 años	4,5	4,0	4,2	4,2	4,2	4,3	4,0	4,0	4,3	4,6	4,5	4,43	4,51	4,52	4,53
	30 años	5,3	4,9	5,0	5,0	4,9	4,7	4,3	4,3	4,6	4,8	4,7	4,66	4,71	4,73	4,73
Diferencial																
Dif. zona euro	3 m-30 a	195	257	265	262	228	199	170	148	142	156	133	132	129	135	132
	2 a-10 a	115	164	160	154	136	117	113	90	75	77	69	71	76	65	65
Dif. EEUU	3 m-30 a	354	376	338	321	254	180	103	48	53	54	30	46	30	29	28
	2 a-10 a	198	235	184	168	133	78	41	20	16	18	8	11	9	12	12
Dif. zona euro-EEUU	Int.	154	115	60	50	0	-50	-100	-150	-175	-175	-200	-200	-175	-175	-175
	2 a	107	82	5	-2	-45	-109	-148	-161	-178	-174	-165	-160	-178	-161	-162
	10 a	24	11	-20	-16	-42	-71	-77	-91	-119	-115	-103	-100	-112	-108	-109
Divisas																
	€/US\$	0,95	1,14	1,25	1,22	1,32	1,31	1,24	1,233	1,203	1,199	1,179	1,172	1,171	1,182	1,183
	€/¥	118	132	134	135	137	137	134	137	137	140	141	140	141	143	143
	US\$/¥	125	116	107	110	104	105	108	111	114	116	120	120	121	121	121

(1) Las cifras representan la media del periodo. (2) Última: 9 de diciembre de 2005.

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

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



Fuente: Bloomberg.

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	0,9	0,8	1,7	1,2
Francia	1,1	0,5	2,3	1,6	1,5	1,8	1,8
Italia	0,4	0,4	1,1	0,2	0,0	1,7	1,1
España	2,7	2,9	3,1	3,4	3,3	2,8	3,1
Portugal	0,4	-1,2	1,0	1,0	0,7	2,6	1,5
Euro-12	0,6	0,5	1,8	1,3	1,3	1,9	1,6
Reino Unido	1,8	2,2	4,9	–	1,8	–	2,2
Argentina	-10,9	8,8	9,0	7,3	7,3	4,5	4,3
Brasil	1,9	0,5	4,9	3,4	3,3	3,5	3,6
México	0,9	1,6	4,4	3,2	3,2	3,8	3,4
Japón	-0,3	2,5	2,9	–	2,1	–	1,7
EEUU	1,6	2,7	4,2	3,5	3,5	3,3	3,3

IPC	2002	2003	2004	2005E	Cons.	2006P	Cons.
Alemania	1,4	1,1	1,8	1,8	1,9	1,5	1,7
Francia	1,9	2,2	2,3	1,8	1,8	1,8	1,7
Italia	2,6	2,8	2,3	2,0	2,1	2,0	2,0
España	3,6	3,1	3,1	3,0	3,3	2,7	3,1
Portugal	3,6	3,3	2,5	2,0	2,3	2,2	2,2
Euro-12	2,3	2,1	2,1	2,1	2,2	1,7	1,9
Reino Unido	1,3	1,3	1,60	–	2,1	–	2,0
Argentina	41,0	3,7	6,1	11,0	10,9	11,0	9,8
Brasil	12,5	9,3	7,6	5,5	5,3	4,5	4,7
México	5,7	4,0	5,2	3,8	3,6	4,0	3,8
Japón	-1,0	-0,3	0,0	–	-0,2	–	0,2
EEUU	1,6	2,3	2,7	3,1	3,3	3,1	3,0

Datos financieros*	2002	2003	2004	2005E	Cons.	2006P	Cons.
Tipos intervención							
Zona euro	2,75 (3,21)	2,00 (2,25)	2,00 (2,00)	2,00 (2,00)	2,00	2,75 (2,44)	2,50
EEUU	1,25 (1,67)	1,00 (1,10)	2,25 (1,40)	4,25 (3,25)	4,00	4,75 (4,56)	4,50
Tipos 3 meses							
Zona euro	2,86 (3,26)	2,11 (2,26)	2,13 (2,08)	2,15 (2,12)	2,2	2,80 (2,56)	2,5
EEUU	1,29 (1,72)	1,09 (1,14)	2,52 (1,56)	4,15 (3,52)	4,2	4,45 (4,51)	4,4
Bono 2 años							
Zona euro	2,72 (3,62)	2,61 (2,46)	2,48 (2,48)	2,30 (2,28)	–	3,00 (2,74)	–
EEUU	1,60 (2,55)	1,82 (1,64)	3,06 (2,36)	4,50 (3,89)	–	4,25 (4,56)	–
Bono 10 años							
Zona euro	4,20 (4,77)	4,29 (4,09)	3,68 (4,06)	3,40 (3,36)	3,4	4,25 (3,88)	3,6
EEUU	3,82 (4,53)	4,25 (3,99)	4,22 (4,25)	4,30 (4,20)	4,6	4,40 (4,62)	4,9
Tipo de cambio							
Euro-dólar	1,05 (0,95)	1,26 (1,14)	1,36 (1,24)	1,23 (1,25)	1,23	1,15 (1,19)	1,27

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

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



APÉNDICE 1

Resumen de indicadores de la zona euro, 2001-4T04

PIB y sus componentes	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas					
	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	2T04	3T04	4T04	1T05	2T05	3T05
Consumo privado	1,0	1,1	1,4	1,8	1,3	1,5	1,5	0,3	0,9	3,4	0,6	0,9	1,2
Consumo público	2,6	1,6	1,1	0,7	0,9	1,1	1,4	1,5	1,3	-0,4	1,1	2,2	2,6
F.B. Capital fijo	-2,0	0,8	1,7	1,6	1,3	1,9	3,2	1,0	1,5	2,4	0,5	3,2	6,6
Var. existencias (contrib.)	0,0	-0,4	-0,1	0,4	0,3	0,3	-0,3	0,6	1,2	0,0	-0,3	0,4	-1
Demanda interna	0,4	1,4	1,8	2,0	1,6	1,8	1,5	1,3	2,4	2,4	0,3	2,0	1,3
Exportaciones	1,8	1,3	5,9	5,9	3,2	2,9	5,2	10,4	4,9	1,3	-3,3	9,1	14,5
Importaciones	0,4	3,1	6,1	7,1	4,2	4,5	5,3	9,7	8,4	5,5	-5,9	10,7	11,7
Aportac. Sector Exterior	0,5	-0,6	0,0	-0,4	-0,4	-0,6	0,1	0,5	-1,2	-1,6	1,0	-0,4	1,3
PIB	1,0	0,7	1,8	1,6	1,2	1,2	1,6	1,8	1,1	0,8	1,3	1,6	2,6
PIB nom. (€ mds)	7213,6	7411,8	7686,1										
Indicadores de actividad	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
Producción industrial (IPI)	-0,2	0,2	2,1	1,1	-0,5	0,9	0,3	0,8	0,2	-0,1	0,7	-	-
-ex construcción	-0,5	0,3	2,0	1,1	0,5	0,5	1,3	0,6	0,6	2,7	1,0	-	-
Producción manufacturera	-0,8	0,0	1,9	0,7	0,5	0,6	1,3	0,5	0,0	2,7	1,1	-	-
Ventas al por menor	0,3	0,4	0,8	1,0	1,2	0,7	0,8	0,5	-0,2	2,1	0,5	0,4	-
Nuevas matriculaciones	-2,4	-1,3	1,7	2,9	-0,9	1,0	4,0	2,1	3,1	6,8	2,1	-0,6	-
Utilización Capacidad prod	81,1	81,0	81,5	82,1	81,9	81,1	80,9						
Indicadores de confianza	Media anual			Media trimestral				Índice					
	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
Clima económico	94,3	93,5	99,5	100,5	98,7	96,1	97,8	96,1	97,3	97,6	98,4	100,2	99,9
Clima empresarial	-0,56	-0,44	0,32	0,45	0,16	-0,33	-0,03	-0,30	-0,08	-0,08	0,07	0,18	0,13
Confianza industria	-11	-11	-5	-3	-6	-10	-8	-10	-8	-8	-7	-6	-6
Confianza construcción	-18	-20	-15	-12	-12	-12	-10	-13	-12	-9	-8	-8	-3
Confianza comercio minorista	-17	-12	-8	-8	-8	-9	-9	-9	-10	-9	-8	-4	-6
Confianza servicios	2	4	11	11	11	9	11	9	12	10	11	14	14
Confianza consumidores	-11	-18	-14	-13	-13	-14	-15	-15	-15	-15	-14	-13	-13
PMI	48	50	49	54,4	53,9	51,4	51,4	48,7	49,9	50,8	50,4	51,7	52,7
- Producción	49	52	51	56,0	55,9	52,3	52,8	50,0	51,0	52,7	51,8	53,8	54,3
- Nuevos pedidos	47	51	50	56,1	55,2	51,3	52,1	48,5	50,9	52,3	51,7	53,2	54,3
- Empleo	49	47	47	48,9	49,5	48,4	48,7	47,5	48,2	47,8	48,3	48,9	49,9
- Existencias	47	46	46	48,4	49,2	49,5	49,1	46,7	46,8	46,6	46,7	47,0	47,3
- Tiempos de entrega proveedores	53	50	50	40,4	43,1	44,6	47,3	50,0	49,5	48,8	48,9	47,6	45,9
- Precios	48	52	52	70,7	69,4	72,8	64,6	50,7	50,0	51,3	56,3	59,1	62,8
Precios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
IPC	2,3	2,1	2,1	2,3	2,0	2,0	2,3	0,2	-0,2	0,3	0,5	0,3	-
Infl. Subyacente	2,4	1,8	1,8	1,8	1,5	1,5	1,3	0,0	-0,4	0,3	0,3	0,3	-
PPI (exc construction)	-0,1	1,4	2,3	3,8	4,1	3,9	4,2	0,5	0,5	0,4	0,5	0,6	-
GDP deflator	2,5	2,0	1,8	1,7	1,9	1,6	1,4						
Domestic demand deflator	1,9	1,8	1,9	2,1	2,2	1,9	2,9						
Costes y Salarios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
Coste laboral unitario	2,2	2,1	0,9	1,1	1,2	1,0	-						
remuneración asalariado	2,6	2,4	2,1	1,9	1,8	1,6	-						
productividad	0,4	0,4	1,2	0,8	0,6	0,6	-						
Mercado de trabajo	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
Tasa de desempleo	8,3	8,7	8,9	8,8	8,8	8,6	8,4	8,6	8,5	8,4	8,3	8,3	-
Sec. monetario y financiero	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
M3	6,6	6,4	6,3	6,3	6,5	7,9	8,5	1,1	1,1	0,7	0,9	0,2	-
M3 m.average 3m	7,1	7,0	6,5	6,5	6,6	7,6	8,2	7,6	7,9	8,2	8,2	-	-
Préstamos al sector privado	4,0	4,7	6,4	6,4	6,9	8,2	9,0	1,7	0,7	0,0	1,1	0,8	-
Finan fig (tasas interanuales)	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05
Tipo efectivo €	3,0	11,4	4,0	3,7	0,8	1,2	-0,9	-1,2	-1,2	-0,4	-1,2	-2,7	-4,6
Tipo efectivo real € (CPI)	4,1	12,6	4,1	3,3	1,0	1,5	-0,8	-0,7	-1,0	-0,3	-1,0	-2,6	-4,5
Tipo efectivo real € (PPI)	3,9	11,2	3,0	2,4	0,6	0,6	-1,9	-1,5	-2,0	-1,3	-2,3	-3,6	-5,4
Tipo efectivo real € (ULC)	3,1	12,5	5,6	4,8	-0,5	-0,5	-						
Sector exterior	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05
Saldo cta. corriente (% PIB)	0,8	0,5	0,6	0,8	0,2	-0,7	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
- € Mds (1)	58	34	46	46	33	18	1	18	11	6	1	-	-
Cuentas Públicas (% PIB)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Total recursos	47,1	47,7	46,7	46,2	47,0	47,2	46,7	47,2	46,9	46,1	45,5	45,5	45,0
Total empleos	52	52,9	51,8	51,3	51,3	49,9	49,0	48,6	47,9	48,0	48,1	48,5	47,7
Déficit/Superávit	-5,0	-5,9	-5,2	-5,1	-4,3	-2,7	-2,3	-1,3	-1,0	-1,9	-2,6	-3,0	-2,7

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

APÉNDICE 2

ESTADOS UNIDOS: Indicadores, 2001-1T04

PIB y sus componentes	2003	2004	Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas			
			4T04	1T05	2T05	3T05	4T04	1T05	2T05	3T05
Consumo privado	2,9	3,9	3,8	3,5	3,9	3,9	4,3	3,5	3,4	4,3
Consumo e Inv. públicos	2,8	2,2	2,1	1,7	1,8	2,1	0,9	1,9	2,5	3,2
Inversión privada	3,9	11,9	10,4	10,1	4,0	4,3	6,8	8,6	-3,7	5,8
- Equipo	3,2	11,9	13,8	12,8	11,8	10,6	12,4	8,3	11,0	10,8
- Construcción	4,0	7,7	5,4	6,3	4,7	5,8	2,5	5,9	8,3	6,7
Demanda interna	3,1	4,8	4,5	4,2	3,5	3,6	4,1	4,0	2,0	4,3
Exportaciones	1,8	8,4	6,1	6,7	7,7	6,5	7,1	7,5	10,7	0,8
Importaciones	4,6	10,7	10,6	9,4	5,7	5,1	11,3	7,4	-0,2	2,1
PIB	2,7	4,2	3,8	3,6	3,6	3,7	3,3	3,8	3,3	4,3
PIB nominal (M.M. \$)	10971	11734								
Actividad general	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
Indicador adelantado	5,6	3,7	2,2	1,7	2,6	2,1	2,0	1,1	2,0	-
Indicador coincidente	3,2	2,9	2,7	2,3	2,9	2,7	2,0	2,3	1,9	-
Ratio existencias/Ventas	1,18	1,20	1,19	1,18	1,19	1,20	1,17	1,18	1,17	-
Producción industrial	4,3	4,0	3,1	2,6	3,8	3,1	3,0	1,7	1,9	-
Utilización capacidad (1)	79,7	79,9	80,3	78,9	80,3	80,2	80,2	78,9	79,5	-
Índice ISM	-4,8	-10,8	-14,8	-5,9	-12,1	-8,1	-10,1	0,5	2,8	0,9
Índice ISM (1)	57,3	55,2	53,8	59,4	53,8	56,6	53,6	59,4	59,1	58,1
Consumo privado	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
Ganancia real por hora	-0,8	-0,4	-0,4	-1,3	0,1	-0,4	-1,1	-2,3	-1,5	-
Ventas al por menor	8,3	7,3	8,4	8,4	9,8	10,3	8,2	6,6	5,7	-
-sin autos	8,7	7,9	8,4	9,4	8,7	8,4	9,6	10,1	9,9	-
Gastos de consumo	3,8	3,5	3,9	3,9	4,6	4,7	3,8	3,0	2,7	-
Confianza consumidores (1)	102,7	103,0	106,2	87,5	106,2	103,6	105,5	87,5	85,2	98,9
Expectativas consumidor (1)	100,7	93,7	96,4	72,3	96,4	93,2	93,3	72,3	70,1	88,8
Tasa de ahorro familiar (1)	4,4	0,4	-0,6	-0,8	-0,6	-1,5	-2,2	-0,8	-0,7	-
Crédito al consumo	4,4	4,0	4,3	4,2	4,3	4,5	4,7	4,2	3,0	-
Inversión en equipo	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
Nuevos pedidos	8,9	8,5	8,6	7,0	9,8	5,7	7,9	7,4	9,0	-
-ex autos	10,7	11,3	8,2	7,6	9,1	7,1	7,9	7,9	7,4	-
Pedidos b. capital sin def. y aviones	12,7	14,7	10,7	7,6	9,2	7,1	8,6	7,1	7,7	-
ISM: Producción	-12,3	-14,4	-14,3	-4,0	-12,3	-6,7	-7,6	2,4	4,6	6,3
ISM: Nuevos pedidos	-10,6	-15,9	-15,1	-2,7	-7,4	-5,0	-9,3	6,5	4,1	-1,5
Benef. después de impuestos	21,3	21,1	21,0	17,2	17,7	6,4	7,1	31,5	31,6	36,0
Construcción	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
Viviendas iniciadas	-3,1	8,0	6,3	6,0	13,0	3,8	2,8	11,6	-2,3	-
Ventas nuevas viviendas	10,8	5,1	6,9	11,1	7,7	24,2	7,2	3,0	9,0	-
Gastos de construcción	10,2	12,4	8,4	7,1	7,7	6,8	7,4	7,2	7,9	-
Permisos de construcción	5,9	4,0	2,1	5,1	5,9	2,7	3,9	8,8	0,5	-
Empleo y salarios	4T04	1T05	2T05	3T05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05
Población activa	0,8	1,0	1,3	1,5	1,2	1,2	1,5	1,7	1,5	1,3
Empleo total	1,3	1,4	1,8	1,9	1,8	1,8	2,0	2,1	2,0	1,6
Tasa de paro (% pob. activa) (1)	5,4	5,2	5,0	5,1	5,0	5,0	4,9	5,1	5,0	5,0
Duración media paro (sem.) (1)	19,3	19,5	17,1	18,3	17,1	17,6	18,9	18,3	18,1	17,7
Jornada media laboral (horas) (1)	33,7	33,7	33,7	33,8	33,7	33,7	33,7	33,8	33,8	33,7
Ganancia media por hora	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,7	2,7	3,0	3,2
Coste del empleo total	3,8	4,0	4,0	3,9	4,0	3,9	3,9	3,4	3,1	3,0
Precios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
Inflación	3,3	3,0	3,0	3,8	2,5	3,2	3,6	4,7	4,4	-
Inflación subyacente	2,1	2,3	2,2	2,1	2,0	2,1	2,1	2,0	2,1	-
Precios producción	4,6	4,6	4,1	5,5	3,7	4,7	5,1	6,9	5,9	-
P. producc sin energía y alim	2,0	2,6	2,6	2,6	2,4	2,8	2,4	2,6	1,9	-
Precios importación	8,5	6,5	7,2	8,9	7,4	8,2	8,2	10,2	8,1	-
Precios exportación	4,2	3,6	2,9	3,2	3,2	2,8	3,2	3,7	3,6	-
Sector exterior	4T04	1T05	2T05	3T05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05
Saldo B. bienes y servicios (4)	-618,0	-652,0	-673,0	-699,0	-673	-680	-685	-699	-	-
Saldo B. bienes y servicios (4) %PIB	-5,1	-5,3	-5,4	-5,5	-	-	-	-	-	-
Saldo Balanza comercial (4)	-706,7	-744,6	-769,0	-799,5	-769	-777	-784	-800	-	-
Saldo Balanza comercial (4) %PIB	-5,9	-6,1	-6,2	-6,3	-	-	-	-	-	-
Tipo cambio efectivo nominal	-6,3	-4,4	-4,6	-1,5	-2,5	-0,1	-2,2	-2,2	1,8	7,9
Política económica	4T04	1T05	2T05	3T05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05
Oferta monetaria (M2)	5,2	5,3	3,8	3,9	3,7	3,8	3,9	3,9	4,1	-
Tipo fondos federales (1)	2,16	2,63	3,04	3,62	3,04	3,26	3,50	3,62	3,78	4,00
Ingresos federales (3)	487	452	665	549	235	142	155	252	149	139
Gastos federales (3)	605	628	620	618	212	195	207	216	197	222
Déficit público federal (3)	-118	-177	45	-69	23	-53	-51	36	-47	-83

(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.

