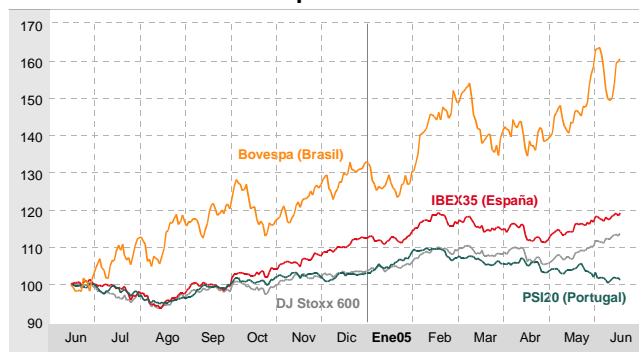


# THE IBERIAN STRATEGY OBSERVER

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

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

## Índices mundiales – Comportamiento bursátil



Fuente: JCF.

## Comportamiento de los activos

	Cierre 16-Jun	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	275,5	1,3	6,9	5,7	10,4
S&P 500	1.211,0	0,8	3,2	2,6	-0,1
Bono a 10 a. zona euro	3,31	5,2	0,0	-8,8	-10,3
Bono a 10 años EEUU	4,07	0,6	-0,9	-9,1	-3,4
Tipo inter. 3M zona euro	2,12	0,1	-0,5	-1,4	-1,8
Tipo interés 3M EEUU	2,95	-1,4	2,8	6,7	33,4
Euro-dólar	1,21	-0,7	-3,9	-6,3	-11,0
Barril de Brent (US\$)	54,7	6,9	15,5	4,0	37,1
CRB (US\$)	344,2	1,5	6,8	2,1	-1,2

Fuentes: Bloomberg.

## Universo de cobertura Santander Investment – Valoración

	PER		EV/EBITDA		TACC 3 a		RpD P/Vc	
	04E	05P	04E	05P	BpA	EBITDA	04E	05P
CAC40	13,9	12,6	7,2	6,6	13,5	9,1	2,9	2,3
DAX30	14,0	12,4	6,2	5,4	25,0	6,7	2,8	2,1
MIB30	16,0	14,5	6,4	6,3	19,2	4,2	4,3	2,7
PSI20	13,2	12,9	7,9	7,3	13,3	7,5	0,0	1,9
IBEX35	15,3	13,0	7,8	11,3	13,6	5,1	3,3	3,2
DJ Stoxx 600	15,3	13,7	6,5	7,1	13,5	9,4	3,1	3,2
DJ Stoxx 50	13,8	12,8	7,8	7,2	13,4	7,7	3,4	2,9
DJ Euro Stoxx 50	13,4	12,3	6,5	6,0	15,6	6,6	3,5	2,4
P. lb. B. capital	8,9	12,6	4,7	6,0	29,9	11,8	3,1	1,7
P. lb. Construcc.	16,2	14,6	9,0	8,3	-15,2	13,2	3,1	2,5
P. lb. B. cons.	20,4	18,7	9,3	9,0	19,8	10,9	2,4	4,4
P. lb. Serv. cons.	14,3	16,8	10,3	11,7	6,8	3,1	2,3	2,6
P. lb. Finan.	9,6	9,0	n.d.	n.d.	32,4	n.d.	3,2	1,1
P. lb. Petr. y gas	14,7	12,6	7,0	6,7	11,5	6,6	2,5	2,1
P. lb. TMTs	38,0	28,4	15,1	13,3	48,9	14,6	1,3	9,4
P. lb. Utilities	14,2	14,3	7,0	7,5	6,7	2,6	4,0	2,9

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

## Puntos destacados

- La sequía que afecta a España es una de las peores de los últimos 60 años.
- En periodos de fuerte sequía, el mercado español ha tenido un comportamiento relativo peor que Europa (cerca del 8% de media).
- Atención a: compañías de alimentación y eléctricas.
- Reducir en **Ebro Puleva, SOS, Barón de Ley, Aguas de Barcelona e Iberdrola.**

## Puntos de interés

- Reducir posiciones en el sector portugués de medios de comunicación, especialmente en **Media Capital.**
- Somos cautos respecto a los bancos españoles. Nuestros favoritos son **BBVA y Banco Pastor.**
- Las noticias sobre los fondos estructurales podrían afectar a los valores españoles de la construcción. Excelente oportunidad para volver a **Ferrovial y ACS.**
- Atención a los medios de comunicación españoles, en especial **Antena 3 TV.**

## Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 16-Jun	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	4.193,0	0,2	4,7	3,1	9,7
DAX30	4.589,3	0,1	7,9	5,5	7,8
MIB30	32.786	1,2	5,4	0,8	5,0
PSI20	7.469,8	-0,2	-2,6	-4,1	-1,7
IBEX35	9.632,5	0,7	4,6	4,0	6,1
DJ Stoxx 600	275,9	0,8	6,4	5,2	9,9
DJ Stoxx 50	3.033,2	0,8	6,4	5,8	9,3
DJ Euro Stoxx 50	3.166,1	0,7	6,1	3,6	7,3
P. lb. B. capital	n.d.	2,7	8,5	3,5	7,0
P. lb. Construcción	n.d.	-2,0	10,1	15,5	29,2
P. lb. B. consumo	n.d.	-3,4	-1,3	3,5	9,2
P. lb. Serv. consumo	n.d.	1,0	9,8	10,9	19,1
P. lb. Financieras	n.d.	0,6	3,4	1,5	4,3
P. lb. Petróleo y gas	n.d.	2,5	6,0	3,9	7,6
P. lb. TMTs	n.d.	0,7	0,9	-0,6	-1,5
P. lb. Utilities	n.d.	-0,3	3,6	4,0	9,1

Fuente: Bloomberg.

# RESUMEN DE ESTRATEGIA SECTORIAL

## Península Ibérica – Resumen de estrategia sectorial

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

Fuentes: estimaciones Santander Investment Bolsa.

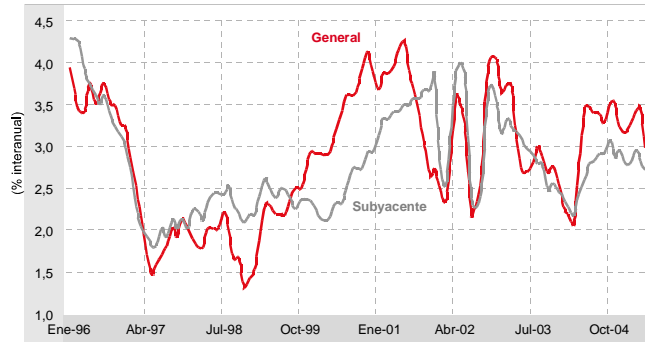
# THE IBERIAN MACRO OBSERVER

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

**Paulo Guerreiro**  
(351) 21-381-6540  
Paulo.guerreiro@bsnp.pt

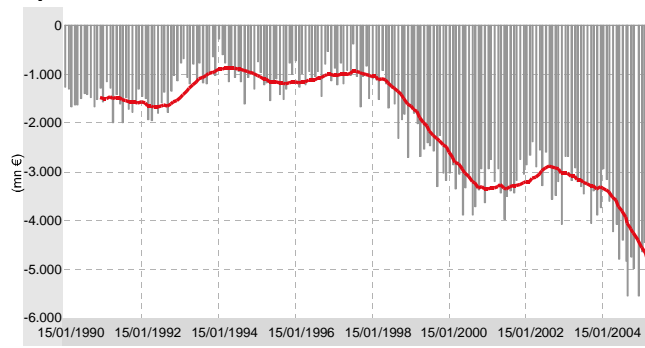
**Antonio Espasa**  
(34) 91-289-3313  
aespasa@gruposantander.com

## España – IPC. Índice general vs subyacente, 1996-2005



Fuentes: INE y SI Bolsa.

## España – Balanza comercial, 1990-2005



Fuentes: Ministerio de Economía y Santander Investment Bolsa.

## Asuntos a tener en cuenta esta semana

### En EEUU:

- (1) Los indicadores adelantados podrían volver a caer en mayo
- (2) La venta de viviendas de segunda mano podría caer en mayo
- (3) Las solicitudes de subsidio de desempleo semanales se mantendrían estables
- (4) Los pedidos de bienes duraderos podrían crecer 1,0% en mayo
- (5) La venta de viviendas nuevas subiría ligeramente en mayo

### En la zona euro:

- (1) El informe ZEW podría avanzar en junio
- (2) La confianza del consumidor podría bajar en junio en Italia
- (3) El IPC en Alemania subiría en junio
- (4) El gasto del consumidor podría reducirse en mayo en Francia
- (5) Las ventas al por menor caerían en Italia en abril

■ En **España**, el déficit de balanza por cuenta corriente sigue deteriorándose a un ritmo acelerado. Dos datos: (1) el déficit de balanza por cuenta corriente aumentó un 64% interanual en marzo de 2005; (2) el déficit la balanza por cuenta corriente se duplicó en el periodo de enero-marzo de 2005 frente al mismo periodo de 2004. En Portugal, los datos siguen siendo relativamente positivos, considerando las últimas noticias. Sin embargo, dadas las medidas que va a introducir el Gobierno (el 1 de julio, sube el IVA), la situación podría empeorar en el futuro más próximo.

■ **La semana en EEUU.** Datos positivos en general en EEUU: inflación controlada, buena producción industrial y crecimiento de inventarios menor de lo previsto. En el lado negativo: ventas al por menor e índice de la Fed de Filadelfia. El Libro Beige de la Fed cumplía las expectativas, y Thomas Hoenig de la Fed confirmó que el tipo neutral de los fondos de la Fed se encontraría entre el 3,5% y el 4,5%.

■ **La semana en la zona euro.** Como en EEUU, semana positiva en términos de datos macro en la zona euro: comportamiento positivo de la inflación y datos de la actividad igualmente buenos, con fuerte avance de la producción industrial.

■ En los últimos años, los precios de consumo en España han crecido a un ritmo mayor que en el resto de la zona euro. Los principales responsables serían una fuerte demanda interna, condicionada por el consumo privado y una política monetaria muy expansiva. En nuestra opinión, estas tasas de crecimiento del IPC van a mantenerse. Las nuevas subidas del precio del petróleo, junto con la depreciación del euro frente al dólar estadounidense encarecerán los precios de la energía y el transporte. Por otro lado, la sequía sufrida en España este invierno afectará a la cosecha, lo que elevará el precio de los alimentos. Además, los consumidores no esperan que los precios bajen de los niveles actuales a corto plazo.

**Datos macro publicados la semana pasada**

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real	
14-Junio	8:45	Francia	IPC (m/a)	Mayo	0,2 / 1,6	-	0,1 / 1,5	
Martes	9:00	España	IPC (m/a)	Mayo	1,4 / 3,5	0,2 / 3,1	0,2 / 3,1	
	10:00	Italia	Producción industrial (m/a)	Abril	-0,1 / -2,9 R	-0,1 / -2,5	1,9 / 0,8	
	11:00	Zona euro	Producción construcción (m/a)	1T	0,0 / -0,1 R	-	-2,3 / -3,8	
	14:30	EEUU	Precios de producción (m/a)	Mayo	0,6 / 4,8	-0,2 / n.d.	-0,6 / 3,5	
	14:30	EEUU	Excl alimentación y energía (m/a)	Mayo	0,3 / 2,6	-	0,1 / 2,6	
	14:30	EEUU	Ventas minoristas	Mayo	1,5 R	-0,2	-0,5	
	14:30	EEUU	Ventas minoristas excl automóviles	Mayo	1,4 R	0,2	-0,2	
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	12-Jun	-12	-	-	
	15-Junio	10:00	Italia	IPC (m/a)	Mayo	0,2 / 1,9	-	0,3 / 1,9
		Miércoles	13:00	EEUU	MBA solicitudes de hipotecas	10-Jun	8,5	-
14:30			EEUU	IPC (m/a)	Mayo	0,5 / 3,5	0,1 / 2,9	-0,1 / 2,8
14:30		EEUU	Excl alimentación y energía (m/a)	Mayo	0,0 / 2,2	0,2 / 2,2	0,1 / 2,2	
14:30		EEUU	Inventarios empresariales	Abril	0,5 r	0,4	0,3	
14:30		EEUU	Índice manufacturero Empire	Jun	-11,1	3,0	11,7	
15:15		EEUU	Producción industrial	Mayo	-0,3 R	0,2	0,4	
15:15		EEUU	Utilización de la capacidad	Mayo	79,1 R	79,3	79,4	
19:00		EEUU	NAHB Índice del mercado de vivienda	Jun	71	70	71	
20:00		EEUU	Libro Beige de la Fed		-	-	-	
16-Junio	10:00	España	Balanza por cuenta corriente	Mar	-3194,2	-	-6560,1	
		Italia	Balanza Comercial (Total/Europa) (mn €)	Abril	-845,0 / -191,0 r	-1400 / -113,0	-1354 / -368	
Jueves	11:00	Zona euro	IPC (m/a)	Mayo	0,4 / 2,1	0,3 / 2,0	0,2 / 1,9	
	11:00	Zona euro	IPC subyacente (a)	Mayo	1,4	1,5	1,6	
	14:30	EEUU	Viviendas iniciadas	Mayo	2,0 mn R	2,0 mn	2,0 mn	
	14:30	EEUU	Permisos de construcción	Mayo	2,15 mn R	2,1 mn	2,0 mn	
	14:30	EEUU	Solic de empleo semanales	11-Jun	332.000 R	330.000	333.000	
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	4-Jun	2,5 mn R	2,6 mn	2,6 mn	
	18:00	EEUU	Fed de Philadelphia	Jun	7,3	10,0	-2,2	
	17-Junio	8:00	Alemania	Precios de producción (m/a)	Mayo	0,7 / 4,6	0,0 / 4,1	0,0 / 4,1
		Viernes	8:45	Francia	Balanza por cuenta corriente (mn €)	Abril	-2036 R	-1750
	11:00		Zona euro	Producción industrial (m/a)	Abril	-0,1 / 0,1 R	0,2 / 0,1	0,6 / 0,9
14:30	EEUU		Balanza por cuenta corriente (miles mn \$)	1T	-187,9	-189,5	-	
	15:45	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	Jun	86,9	88,0	-	

**Datos macro que se publicarán esta semana**

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión	
20-Junio	9:00	España	Pedidos de fábrica (a)	Abril	-0,2	-	
Lunes	10:00	Italia	Tasa de desempleo (a)	1T	8,0	8,0	
	11:00	Italia	Pedidos industriales (m/a)	Abril	-1,7 / -3,6	0,3 / n.d.	
	11:00	Italia	Ventas industriales (m/a)	Abril	1,2 / -2,3	-	
	16:00	EEUU	Indicadores adelantados	Mayo	-0,2	-0,3	
			Italia	Balanza por cuenta corriente (mn €)	Abril	-1687,0	-
21-Junio	8:45	Francia	Gasto del consumidor (m/a)	Mayo	1,0 / 2,8	-0,2 / 3,1	
	Martes	11:00	Zona euro	Encuesta ZEW (Sent económico)	Jun	14,8	-
		11:00	Zona euro	Costes laborales (a)	1O	2,4	2,2
	11:00	Alemania	Encuesta ZEW (Sent económico)	Jun	13,9	17,2	
	11:00	Alemania	Encuesta ZEW (Cond presentes)	Jun	-69,3	-67,0	
22-Junio	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	19-Jun	-9	-	
	10:00	Italia	Ventas minoristas (m/a)	Abril	0,2 / 2,2	-0,3 / 0,0	
	Miércoles	11:00	Zona euro	Nuevos pedidos industriales (m/a)	Abril	-0,5 / -0,7	-
11:00		Zona euro	Balanza comercial (mn €)	Abril	4,2 / 4,400	-	
23-Junio	13:00	EEUU	MBA solicitudes hipotecarias	17-Jun	17,4	-	
	9:00	España	Ocupación hotelera	Mayo	46,9	-	
Jueves	9:00	España	Índice de precios hoteleros (a)	Mayo	-1,0	-	
	9:30	Italia	Confianza del consumidor	Jun	104,4	104,1	
	10:00	Italia	Balanza comercial no Europa (mn €)	Mayo	-992,0	-	
	14:30	EEUU	Solic de empleo semanales	18-Jun	333.000	326.000	
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	11-Jun	-	-	
	16:00	EEUU	Ventas viviendas de segunda mano (mn un.)	Mayo	7,18	7,14	
24-Junio	Viernes	Alemania	IPC (m/a)	Jun	0,3 / 1,7	0,2 / 1,9	
		8:45	Francia	Salarios (t)	1T	0,3	-
	9:00	España	Gastos familiares (t)	1T	0,7	-	
	10:00	Italia	Salario por hora (m/a)	Mayo	0,2 / 3,5	0,2 / 3,2	
	14:30	EEUU	Perdidos de bienes duraderos	Mayo	1,9	1,0	
	14:30	EEUU	Excl transporte	Mayo	-0,2	0,5	
	16:00	EEUU	Ventas de viviendas nuevas	Mayo	1.316.000	1.325.000	

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

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

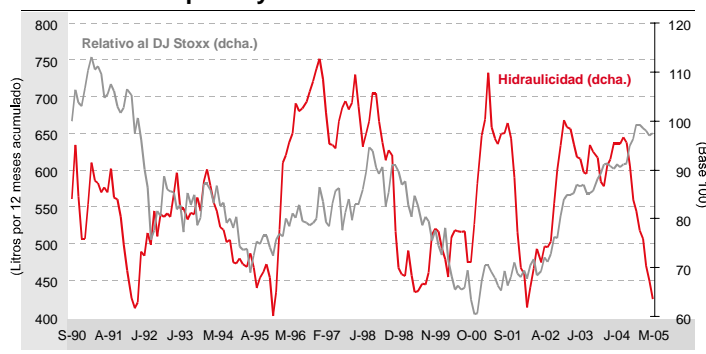


# RINCÓN DEL ESTRATEGA

## MIRANDO AL CIELO

Aunque no existen estudios que demuestren la relación entre el clima y el mercado español de renta variable, hemos analizado este tema y hemos llegado a algunas conclusiones sobre inversión. Intuitivamente, en periodos de sequía y baja hidraulicidad, el mercado español de renta variable se suele ver afectado por la escasez de agua (que afecta mayormente a las compañías de alimentación) y la subida de los costes de generación debidos a la menor contribución de capacidad hidráulica (que afecta negativamente a las compañías eléctricas).

### El mercado español y la hidraulicidad



Fuentes: INM, Bloomberg y Santander Investment Bolsa.

Si nos fijamos en los últimos 15 años, España ha sufrido cinco importantes sequías, medidas como periodos en los que la media hidráulica anual acumulada del país ha caído más del 20%. En estos periodos, el mercado español de renta variable ha registrado un comportamiento absoluto pésimo (entre +2,7% y -32,4%) y un comportamiento relativo muy débil (-8% de media).

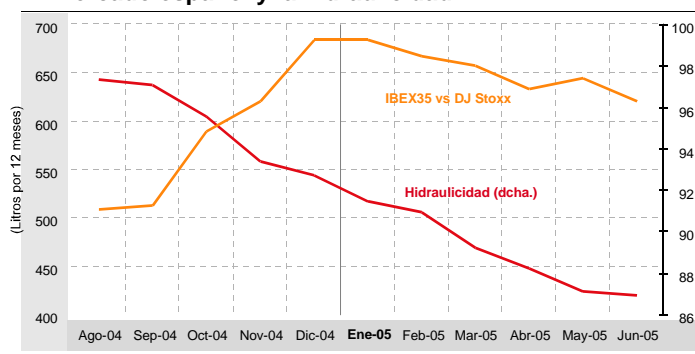
### Periodos de sequía más duros desde 1990 en España

(%)	Pérdida de hidraulicidad	Comp. IBEX35	Relativo a DJ Stoxx
Sept 91 - Abril 92	-31,7	-32,4	-9,6
Sept 94 - Oct 95	-20,7	2,7	-9,5
May 98 - Junio 99	-38,3	3,0	-8,7
Marzo 01 - Marzo 02	-43,6	-11,4	-3,9
Ago 04 - hasta la fecha	-34,2	21,5	6,9

Fuentes: INM, Bloomberg y Santander Investment Bolsa.

Sin embargo, desde agosto de 2004, la hidraulicidad anual ha caído más de un 34%, mientras que el mercado español de renta variable sigue teniendo un mejor comportamiento relativo del 6,9%. Aunque este comportamiento superior estaba bien respaldado en 2004, en 2005 el mercado español de renta variable lleva un peor comportamiento relativo del 3%, y parece que ese porcentaje seguirá creciendo en los próximos meses.

## El mercado español y la hidraulicidad



Fuentes: INM, Bloomberg y Santander Investment Bolsa.

## SECTOR DE LA ALIMENTACIÓN

Tradicionalmente, las compañías de alimentación han registrado un peor comportamiento relativo frente a sus homólogas europeas en tiempos de sequía en España, ya que el encarecimiento de los costes de suministro afecta a los márgenes operativos y, por tanto, a la rentabilidad.

### Comportamiento relativo de las compañías de alimentación en las últimas sequías

(Var. %)	Sept 91-Abr 92	Sept 94-Oct 95	May 98-Jun 99	Mar 1-Mar02	Mar 03-hasta la fecha
Ebro Puleva	-23,8	-13,9	-23,9	8,3	29,7
Sos Cuétara	n.d.	-25,2	4,5	54,0	62,5
Campofrío	-20,2	-53,4	-25,9	0,6	11,3
Viscofán	-15,2	-55,0	-34,5	38,2	5,8
Pescanova	-12,2	8,9	-24,0	-39,6	19,7
Natra	n.d.	n.d.	25,4	-34,2	53,7
Puleva Biotech	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-0,2
Natraceutical	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	13,4
Barón de Ley	n.d.	n.d.	20,0	33,4	17,8
Bodegas Riojanas	n.d.	n.d.	-4,6	-8,3	10,2
CVNE	n.d.	n.d.	69,9	-11,8	5,7

Fuentes: Bloomberg y Santander Investment Bolsa.

En el caso de Ebro Puleva y SOS Cuétara, la sequía podría afectar a su aprovisionamiento de arroz (representa el 4% y 5% de los costes operativos, respectivamente) si se prolongara durante el verano y la temporada de siembra. Sin embargo, para 2006 hay planes de expansión en las áreas de producción de EEUU, algo que tendría un impacto positivo en los costes de aprovisionamiento. Ebro Puleva también podría verse afectada por una mala cosecha de remolacha (que se realiza en verano en el sur de España y en octubre en el norte). Nuestras estimaciones apuntan a que el impacto en los resultados operativos de Ebro Puleva rondaría el 1% del EBIT y el 3% del EBIT de la división del azúcar.

Otras compañías de alimentación vinculadas a la carne (envolturas de salchichas en el caso de Viscofán y derivados de la carne en Campofrío) han tenido generalmente un peor comportamiento relativo frente al sector en tiempos de sequía. Sin embargo, creemos que este año el impacto de la sequía habría de ser mínimo. Para Pescanova y Natra, el impacto sería prácticamente inexistente ya que la mayoría de sus provisiones llegan de mercados internacionales.



También las compañías de vinos podrían sentir el impacto negativo en la media de sus precios de aprovisionamiento, ya que unas malas condiciones climatológicas suelen traer temporadas de escasa producción de uva, que afectan en ocasiones a su calidad (aunque no siempre). Ya que las compañías cotizadas suelen centrarse en vinos de gama alta que llegan al mercado después de los vinos a granel, el impacto en sus cuentas de resultados se notará en los próximos años, aunque el sentimiento de mercado habría de tener un impacto negativo relativamente rápido. El valor más líquido en el sector, Barón de Ley, es el que se vería más afectado negativamente por el sentimiento de mercado, aunque, como hemos dicho, el impacto en su cuenta de resultados debería de ser marginal.

## UTILITIES

En el pasado, el comportamiento de las eléctricas ha sido débil en escenarios de baja generación hidráulica. Así ha sido, principalmente, en la producción eléctrica de Iberdrola, ya que posee cerca del 50% de la capacidad hidráulica en España. Otros operadores, como Endesa y Unión Fenosa, tienen mayor flexibilidad para cambiar a otras fuentes de generación eléctrica, por lo que habrían de verse menos afectadas por estas circunstancias.

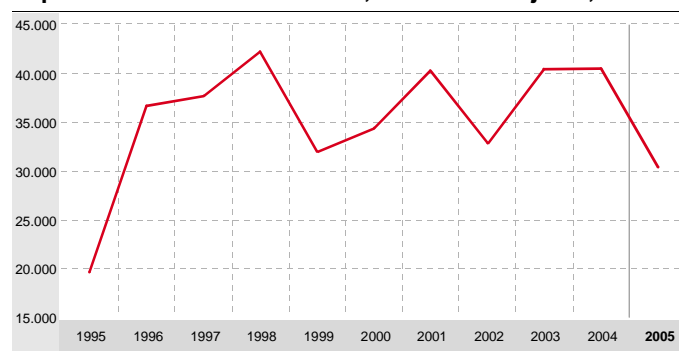
### Comportamiento relativo de las utilities en las últimas sequías

	Sep 91-Abr 92	Sep 94-Oct 95	May 98-Jun 99	Mar01-Mar02	Mar 03-en el año
Endesa	29,5	8,4	-10,1	-5,6	-5,5
Iberdrola	4,0	9,6	-8,6	-3,6	2,7
Unión Fenosa	5,2	-1,5	7,5	-7,4	5,3
REE	n.d.	n.d.	n.d.	12,6	28,8
Enagás	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	20,5
Gas Natural	7,4	50,5	8,5	12,8	-1,2
Aguas Barcelona	-0,3	21,1	-3,9	-16,3	2,2

Fuentes: Bloomberg y Santander Investment Bolsa.

Por otro lado, estimamos que el 40% de los ingresos de Aguas de Barcelona y el 54% de su EBIT se verán afectados negativamente por el previsible recorte de provisiones derivado de las bajas reservas hidráulicas, que afectará a sus volúmenes en los meses de verano. De hecho, las últimas tres ocasiones en que las reservas hidráulicas han sido especialmente bajas (1995, 1999 y 2002), los resultados de la compañía han registrado una caída importante en la segunda mitad de año.

### España – Reservas hidráulicas, mediados de junio, 1995-2005



Fuente: Ministerio de Medio Ambiente.

---

## PUNTOS DE INTERÉS

- La crítica situación económica en Portugal, con un elevado déficit presupuestario (6,8% del PIB) que ha obligado al Gobierno a subir los impuestos —lo que afectará a la confianza del consumidor—, habría de tener un impacto negativo en los gastos de publicidad en los próximos meses. Tenemos cierto escepticismo en cuanto el crecimiento estructural del sector portugués de la publicidad; los precios podrían encarecerse en los próximos trimestres. Por lo tanto, somos pesimistas con los valores portugueses. En particular, la prima de **Media Capital** (Infraponderar; precio objetivo: 6,45 €) ha estado justificada por los rumores de OPA, que creemos podría materializarse en un futuro pero aún no debería ser descontado. **Impresa** (Infraponderar; precio objetivo: 5,30 €) ofrece mejor valor relativo que Media Capital pero, con un PER 2005E de 17,0x y un EV/EBITDA 2005E de 9,9x, el valor no es ninguna ganga.
- Cambios en la inversión de capital en el sector español de bancos: de carteras industriales a actividad comercial, y de exposición a Latinoamérica a exposición a Europa. Además, el mercado doméstico podría estar preparándose para una nueva etapa de consolidaciones. En cuanto a los márgenes, nos preocupa la presión estructural que se avecina, que ha pasado de márgenes de hipotecas y tipos bajos a créditos no hipotecarios. Somos prudentes con este sector ante los riesgos operativos (riesgos de adquisición, estrategias de expansión, inversión de capital, presión sobre márgenes, etc.) y las valoraciones ajustadas, especialmente en el caso de los operadores pequeños. Nos gusta **BBVA** (Comprar; precio objetivo: 14,50 €), injustificadamente castigado por su intención de adquirir BNL y favorecido por el comportamiento de México y las mejores inversiones de capital. Entre los bancos pequeños, apostamos por **B. Pastor** (Comprar; precio objetivo: 35,00 €), una interesante historia de crecimiento orgánico a una valoración razonable, cuyo comportamiento bursátil podría seguir beneficiándose de los rumores de consolidación en el sector.
- Las dudas del mercado sobre el sector español de la construcción, debido a la actual negociación sobre fondos estructurales de la UE (el 1,5% del PIB español en 2000-06) y la propuesta de reducirlas a cero en el periodo 2007-13, nos parecen totalmente injustificadas. Hace unos meses, el Gobierno español aprobó un programa de infraestructuras hasta 2020 de 242.000 mn € que se aplicará independientemente de la financiación europea, siempre que las cuentas públicas del país mantengan el equilibrio (previsión de superávit del 0,5% en 2005), las iniciativas privadas sigan financiando estos proyectos y la desaceleración de la actividad residencial necesite ser compensada. Los esfuerzos de diversificación han obligado a las constructoras a apostar por actividades menos cíclicas (servicios, concesiones, etc.) y a escala internacional, por lo que las obras domésticas hoy en día representan el 15-20% de sus valoraciones. Por lo tanto, creemos que cualquier debilidad en el precio de la acción debida a estos temas representaría una ocasión para comprar **Ferrovial** (Comprar; precio objetivo: 56,70 €) y **ACS** (Comprar; precio objetivo: 22,30 €).
- Atención a la desaceleración en publicidad en medios de comunicación en el 2S05. Reducir posiciones en **Antena 3 TV** (Infraponderar; precio objetivo: 14,75 €) y **Telecinco** (Infraponderar; precio objetivo: 16,00 €).



### Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recom.		Pr. objetivo		%	BpA 2005P		%	Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior	Var.	Nuevo	Anterior	Var.	
13-Junio	B.Popular	Infrapond.	Comprar	55,00	60,00	-8,3	3,62	3,90	-7,1	Presión en márgenes de préstamos PYMES
13-Junio	BBVA	Comprar	Comprar	14,50	14,50	-	0,87	0,99	-12,1	Incluimos resultados 1T05
13-Junio	B. Sabadell	Infrapond.	Infrapond.	21,00	19,00	10,5	1,25	1,15	8,7	Comportamiento operativo mejor de lo esperado
13-Junio	Bankinter	Infrapond.	Infrapond.	43,00	35,00	22,9	2,45	2,34	4,7	Cambios contables y resultados 1T05
13-Junio	B. Pastor	Comprar	Comprar	35,00	35,00	-	1,63	1,59	2,5	Comportamiento operativo mejor de lo esperado
13-Junio	B. Valencia	Infrapond.	Infrapond.	15,00	12,50	20,0	0,84	0,92	-8,7	Presión en márgenes
13-Junio	B. Guipuzcoano	Infrapond.	Infrapond.	14,00	12,50	12,0	0,67	0,76	-10,8	Presión en márgenes
7-Junio	Impresa	Infrapond.	-	5,30	-	-	0,32	-	-	Reinicio de cobertura
7-Junio	Media Capital	Infrapond.	-	5,80	-	-	0,22	-	-	Reinicio de cobertura
30-May	BCP	Comprar	-	2,43	-	-	0,17	-	-	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 (%)						
		Actual	31-Dic-04	Absoluto	Rel. a large caps ibéricas	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M	En el año
Sogecable	30-Sep-04	30,39	32,66	-7,0	-9,5	-12,9	6,6	-0,9	-3,2	-5,5
BBVA	23-May-05	12,88	13,05	-1,3	-3,8	-7,3	4,5	3,1	2,0	-0,7
Ferrovial	16-May-03	51,00	39,32	29,7	27,2	23,7	14,4	18,3	33,3	29,7
Endesa	22-Abr-05	18,18	17,29	5,1	2,6	-0,8	4,5	4,1	9,0	5,0
Repsol	17-Jul-03	20,90	19,16	9,1	6,6	3,1	8,3	4,1	14,2	11,1
Inditex	04-Mar-05	21,70	21,70	0,0	-2,5	-6,0	-7,2	-4,3	0,0	0,4
<b>Lista recom. large caps</b>	–	<b>109,10</b>	<b>100,00</b>	<b>9,1</b>	<b>6,6</b>	<b>3,1</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>9,1</b>
Large caps ibéricas	–	102,53	100,00	2,5	0,0	-3,5	n.d.	n.d.	n.d.	2,5
IBEX35	–	9.624,70	9.080,80	6,0	3,5	0,0	5,1	4,8	9,2	6,6
PSI20	–	7.464,13	7.571,85	-1,4	-4,0	-7,4	-1,9	-3,0	-0,2	-1,0
DJ Stoxx 50	–	3.027,79	2.774,77	9,1	6,6	3,1	7	6,6	10,5	9,7

(\*) A 23 de mayo, hemos incluido a BBVA y excluido a BCP.

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 (%)						
		Actual	31-Dic-04	Absoluto	Rel. a small-mid caps ibér.	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M	En el año
Ebro Puleva	30-Dic-04	14,69	10,50	39,9	22,0	33,9	3,3	12,7	37,5	36,5
Sol Meliá	16-Feb-05	9,18	7,30	25,8	7,8	19,8	8,8	2,7	28,1	25,1
Prisa	30-Dic-04	16,25	15,62	4,0	-13,9	-2,0	8,0	4,1	8,0	4,4
Enagás	23-May-05	13,32	12,20	9,2	-8,7	3,2	7,0	15,7	18,2	10,9
Indra	30-Dic-04	15,54	12,57	23,6	5,7	17,6	10,9	16,8	25,5	24,1
Prosegur	08-Mar-05	17,55	14,48	21,2	3,3	15,2	0,5	4,9	24,7	20,1
<b>Lista recom. SMC</b>	–	<b>125,91</b>	<b>100,00</b>	<b>25,9</b>	<b>8,0</b>	<b>19,9</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>25,9</b>
Small-mid caps ibéricas	–	117,93	100,00	17,9	0,0	11,9	n.d.	n.d.	n.d.	17,9
IBEX35	–	9.624,70	9.080,80	6,0	-11,9	0,0	5,1	4,8	9,2	6,6
PSI20	–	7.464,13	7.571,85	-1,4	-19,3	-7,4	-1,9	-3,0	-0,2	-1,0
DJ Small 200 Europe	–	145,48	129,16	12,6	-5,3	6,6	8,3	6,0	13,8	12,7

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

## Delegaciones internacionales

**Madrid**

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

**Lisboa**

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

**Londres**

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

**Nueva York**

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

**Bogotá**

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

**Buenos Aires**

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

**Caracas**

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

**Lima**

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

**México**

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

**Santiago**

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

**São Paulo**

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

**Tokio**

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

### Clave de recomendaciones

**Comprar**

Potencial alcista superior al 15%.

**Mantener**

Potencial alcista del 10%-15%.

**Infraponderar**

Potencial alcista inferior al 10%.

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

### INFORMACIÓN IMPORTANTE:

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

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

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

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

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

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

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

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

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



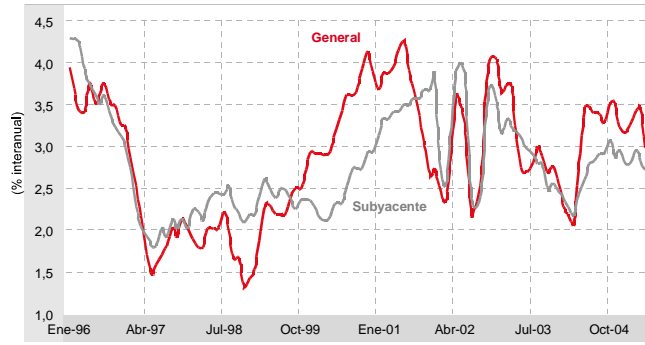
# THE IBERIAN MACRO OBSERVER

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

**Paulo Guerreiro**  
(351) 21-381-6540  
Paulo.guerreiro@bsnp.pt

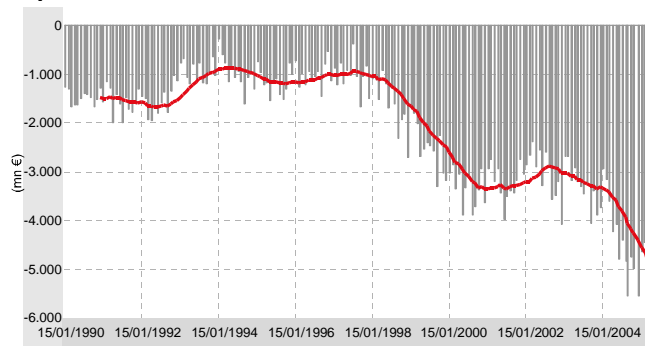
**Antonio Espasa**  
(34) 91-289-3313  
aespasa@gruposantander.com

## España – IPC. Índice general vs subyacente, 1996-2005



Fuentes: INE y SI Bolsa.

## España – Balanza comercial, 1990-2005



Fuentes: Ministerio de Economía y Santander Investment Bolsa.

## Asuntos a tener en cuenta esta semana

### En EEUU:

- (1) Los indicadores adelantados podrían volver a caer en mayo
- (2) La venta de viviendas de segunda mano podría caer en mayo
- (3) Las solicitudes de subsidio de desempleo semanales se mantendrían estables
- (4) Los pedidos de bienes duraderos podrían crecer 1,0% en mayo
- (5) La venta de viviendas nuevas subiría ligeramente en mayo

### En la zona euro:

- (1) El informe ZEW podría avanzar en junio
- (2) La confianza del consumidor podría bajar en junio en Italia
- (3) El IPC en Alemania subiría en junio
- (4) El gasto del consumidor podría reducirse en mayo en Francia
- (5) Las ventas al por menor caerían en Italia en abril

■ En **España**, el déficit de balanza por cuenta corriente sigue deteriorándose a un ritmo acelerado. Dos datos: (1) el déficit de balanza por cuenta corriente aumentó un 64% interanual en marzo de 2005; (2) el déficit la balanza por cuenta corriente se duplicó en el periodo de enero-marzo de 2005 frente al mismo periodo de 2004. En Portugal, los datos siguen siendo relativamente positivos, considerando las últimas noticias. Sin embargo, dadas las medidas que va a introducir el Gobierno (el 1 de julio, sube el IVA), la situación podría empeorar en el futuro más próximo.

■ **La semana en EEUU.** Datos positivos en general en EEUU: inflación controlada, buena producción industrial y crecimiento de inventarios menor de lo previsto. En el lado negativo: ventas al por menor e índice de la Fed de Filadelfia. El Libro Beige de la Fed cumplía las expectativas, y Thomas Hoenig de la Fed confirmó que el tipo neutral de los fondos de la Fed se encontraría entre el 3,5% y el 4,5%.

■ **La semana en la zona euro.** Como en EEUU, semana positiva en términos de datos macro en la zona euro: comportamiento positivo de la inflación y datos de la actividad igualmente buenos, con fuerte avance de la producción industrial.

■ En los últimos años, los precios de consumo en España han crecido a un ritmo mayor que en el resto de la zona euro. Los principales responsables serían una fuerte demanda interna, condicionada por el consumo privado y una política monetaria muy expansiva. En nuestra opinión, estas tasas de crecimiento del IPC van a mantenerse. Las nuevas subidas del precio del petróleo, junto con la depreciación del euro frente al dólar estadounidense encarecerán los precios de la energía y el transporte. Por otro lado, la sequía sufrida en España este invierno afectará a la cosecha, lo que elevará el precio de los alimentos. Además, los consumidores no esperan que los precios bajen de los niveles actuales a corto plazo.

# LA SEMANA PASADA

## Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
14-Junio	8:45	Francia	IPC (m/a)	Mayo	0,2 / 1,6	-	0,1 / 1,5
Martes	9:00	España	IPC (m/a)	Mayo	1,4 / 3,5	0,2 / 3,1	0,2 / 3,1
	10:00	Italia	Producción industrial (m/a)	Abril	-0,1 / -2,9 R	-0,1 / -2,5	1,9 / 0,8
	11:00	Zona euro	Producción construcción (m/a)	1T	0,0 / -0,1 R	-	-2,3 / -3,8
	14:30	EEUU	Precios de producción (m/a)	Mayo	0,6 / 4,8	-0,2 / n.d.	-0,6 / 3,5
	14:30	EEUU	Excl alimentación y energía (m/a)	Mayo	0,3 / 2,6	-	0,1 / 2,6
	14:30	EEUU	Ventas minoristas	Mayo	1,5 R	-0,2	-0,5
	14:30	EEUU	Ventas minoristas excl automóviles	Mayo	1,4 R	0,2	-0,2
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	12-Jun	-12	-	-
15-Junio	10:00	Italia	IPC (m/a)	Mayo	0,2 / 1,9	-	0,3 / 1,9
Miércoles	13:00	EEUU	MBA solicitudes de hipotecas	10-Jun	8,5	-	17,4
	14:30	EEUU	IPC (m/a)	Mayo	0,5 / 3,5	0,1 / 2,9	-0,1 / 2,8
	14:30	EEUU	Excl alimentación y energía (m/a)	Mayo	0,0 / 2,2	0,2 / 2,2	0,1 / 2,2
	14:30	EEUU	Inventarios empresariales	Abril	0,5 r	0,4	0,3
	14:30	EEUU	Índice manufacturero Empire	Jun	-11,1	3,0	11,7
	15:15	EEUU	Producción industrial	Mayo	-0,3 R	0,2	0,4
	15:15	EEUU	Utilización de la capacidad	Mayo	79,1 R	79,3	79,4
	19:00	EEUU	NAHB Índice del mercado de vivienda	Jun	71	70	71
	20:00	EEUU	Libro Beige de la Fed		-	-	-
			España	Balanza por cuenta corriente	Mar	-3194,2	-
16-Junio	10:00	Italia	Balanza Comercial (Total/Europa) (mn €)	Abril	-845,0 / -191,0 r	-1400/ -113,0	-1354/ -368
Jueves	11:00	Zona euro	IPC (m/a)	Mayo	0,4 / 2,1	0,3 / 2,0	0,2 / 1,9
	11:00	Zona euro	IPC subyacente (a)	Mayo	1,4	1,5	1,6
	14:30	EEUU	Viviendas iniciadas	Mayo	2,0 mn R	2,0 mn	2,0 mn
	14:30	EEUU	Permisos de construcción	Mayo	2,15 mn R	2,1 mn	2,0 mn
	14:30	EEUU	Solic de empleo semanales	11-Jun	332.000 R	330.000	333.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	4-Jun	2,5 mn R	2,6 mn	2,6 mn
	18:00	EEUU	Fed de Phidelpia	Jun	7,3	10,0	-2,2
	17-Junio	8:00	Alemania	Precios de producción (m/a)	Mayo	0,7 / 4,6	0,0 / 4,1
Viernes	8:45	Francia	Balanza por cuenta corriente (mn €)	Abril	-2036 R	-1750	-3338
	11:00	Zona euro	Producción industrial (m/a)	Abril	-0,1 / 0,1 R	0,2 / 0,1	0,6 / 0,9
	14:30	EEUU	Balanza por cuenta corriente (miles mn \$)	1T	-187,9	-189,5	-
	15:45	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	Jun	86,9	88,0	-

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

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

## PERSISTE EL DETERIORO DEL DÉFICIT DE BALANZA POR CUENTA CORRIENTE EN ESPAÑA

En España, el déficit de balanza por cuenta corriente sigue deteriorándose a un ritmo acelerado. Dos datos: (1) el déficit de balanza por cuenta corriente aumentó un 64% interanual en marzo de 2005; (2) el déficit la balanza por cuenta corriente se duplicó en el periodo de enero-marzo de 2005 frente al mismo periodo de 2004. Si el deterioro de la balanza por cuenta corriente continúa al mismo ritmo, el déficit de la balanza por cuenta corriente superaría el 6,0% del PIB a finales de año. En Portugal, los datos siguen siendo relativamente positivos, considerando las últimas noticias. Sin embargo, dadas las medidas que va a introducir el Gobierno (el 1 de julio, sube el IVA), la situación podría empeorar en el futuro más próximo.

### Las últimas dos semanas en Portugal

**¡La inflación en Portugal por debajo de la media europea!**

Los precios al por menor han subido un 1,8% interanual, algo por debajo del 1,9% de la zona euro. Aunque son buenas noticias, pues permite a los sectores competir en el terreno internacional, tienen los días contados porque la subida del IVA el día 1 de julio añadirá un 0,8% a los precios.



### Los ingresos fiscales suben un 5% en mayo

Los ingresos fiscales subieron un 5% en mayo. El incremento es más acusado (11%) en el caso de los impuestos vinculados al consumo (IVA, gasolina, tabaco y otros) que en los impuestos sobre la renta (1%). Sin embargo, los ingresos impositivos se han visto afectados por una reducción en el impuesto sobre sociedades. Estos datos indican que la actividad económica era todavía muy razonable hace unas semanas, pero la subida del IVA del 17% al 19% el 1 de julio (y el posible impacto en la confianza debido a la subida de impuestos), el recorte en el gasto público y las notables revisiones a la baja del crecimiento económico podrían tener un efecto en los próximos trimestres.

### Fondos de la UE: Portugal podría tener un recorte del 17%

Fondos de la UE: Portugal podría verse afectado con un recorte del 17% en la cuantía total de fondos del periodo 2007-13 respecto al periodo actual de 2000-06. Los recortes serán modestos puesto que a finales de 2004 Portugal había usado tan sólo el 53% de los fondos otorgados para el periodo 2000-06. Por lo tanto, no es probable que utilice más del 80-85% para finales de 2006, lo que convierte el recorte del 17% en un recorte de 0%.

### La confianza del consumidor sigue creciendo...

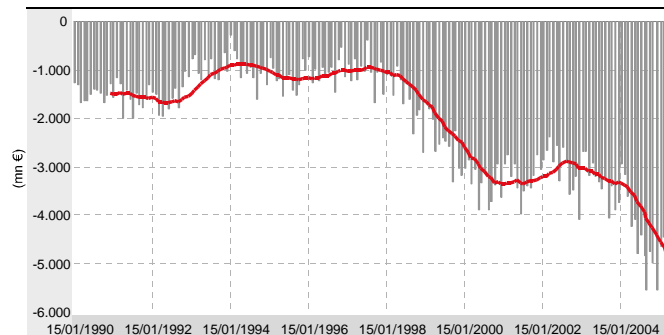
Según el INE, la confianza del consumidor siguió creciendo en mayo. El dato de mayo fue -30,4 frente a -31,7 en abril y -45,4 en mayo de 2004. Se trata de la cuarta subida consecutiva, y el indicador se encuentra en el máximo de tres años. Lógicamente, creemos que la confianza del consumidor se desplomará dadas las medidas que acaba de anunciar el Gobierno y que se dieron a conocer una vez terminadas las encuestas.

### Las últimas dos semanas en España

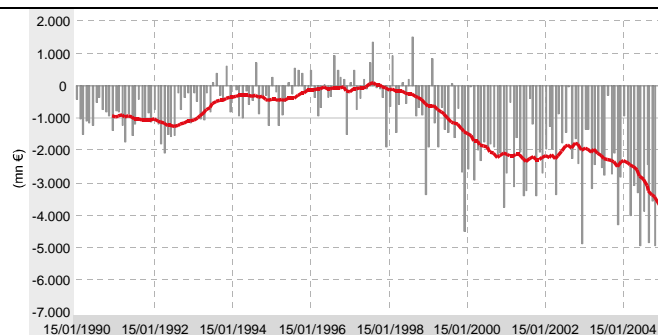
### El déficit de balanza por cuenta corriente en España crece un 64% en marzo de 2005 frente a marzo de 2004

El déficit de balanza por cuenta corriente en España creció un 64% en marzo de 2005 frente al mismo mes de 2004. En términos acumulados (enero-marzo), el déficit de la balanza por cuenta corriente pasó de 7.326,2 mn € en el mismo periodo de 2004 a 14.767,9 mn €, debido principalmente al déficit de la balanza comercial, que aumentó de 3.622,8 mn € en marzo de 2004 a 5.630 mn € en marzo de 2005 como resultado de la subida del 10,7% intermensual en las importaciones y la caída del 1,5% intermensual en las exportaciones. El déficit de la balanza comercial acumulado (enero-marzo) se disparó de 9.734 mn € en 2004 a 14.736,5 mn € en 2005. Por el contrario, el superávit de la balanza de servicios cayó de 1.059,6 mn € en marzo de 2004 a 743,3 mn € en marzo de 2005 debido a la debilidad del turismo, donde el superávit se redujo en un 27,4% interanual. Las revisiones de los datos del año anterior contribuyeron al comportamiento negativo del déficit por cuenta corriente.

España – Balanza comercial, 1990-2005



España – Saldo balanza por cuenta corriente, 1990-2005



Fuente: Mineco y Santander Investment Bolsa.

En nuestra opinión, este deterioro podría prolongarse en los próximos meses, con un incremento del déficit por cuenta corriente por encima del 5% del PIB. Desde nuestro punto de vista, esto constituye uno de los principales problemas de la economía española en estos momentos, y creemos que la solución pasa por limitar el crecimiento del PIB en el futuro. Por tanto, son malas noticias.

## ¿Hay desaceleración en la construcción?

El Ministerio de Economía confirmaba el pasado 15 de junio que había encontrado signos de desaceleración en la inversión en construcción, especialmente en el sector residencial, y de cierta moderación en el precio de la vivienda.

Por otro lado, la demanda interna sigue constituyendo el principal motor de crecimiento del PIB en España, al tiempo que el sector exterior sigue siendo un obstáculo. Dadas las tasas de crecimiento de los sueldos y del consumo privado, el Ministerio de Economía concluye que los consumidores prácticamente no tienen capacidad para incrementar sus ahorros. De hecho, este Ministerio espera que los ahorros sigan decreciendo e insiste en que el fuerte consumo privado ha estado animado en parte por la riqueza generada por las subidas del precio de la vivienda.

Nosotros coincidimos con esta opinión y creemos que los desequilibrios en la economía española son cada vez mayores.

## El IPC en España crece un 3,1% interanual en mayo frente al 3,5% interanual en abril

En España el IPC subió ligeramente en mayo (0,2% intermensual, 3,1% interanual). De hecho, según se esperaba, la tasa anual cae hasta el 3,1%, desde el 3,5% del mes anterior. El índice subyacente subió un 0,3% intermensual y un 2,6% interanual frente al 1,3% intermensual y el 2,8% interanual de abril. Esta moderación en la tasa de inflación en mayo llega tras la fuerte subida del mes anterior. Bajó el precio de la energía, comunicaciones y cultura, y subió la ropa y el calzado (1,1% intermensual) tras el final de las rebajas.

En nuestra opinión, la moderación de los precios de consumo podría continuar, aunque seríamos más prudentes metidos en el 3T05E, dado que los costes de la energía y los alimentos frescos podrían encarecerse por la subida del petróleo, la depreciación del euro frente al dólar estadounidense y la sequía en España.

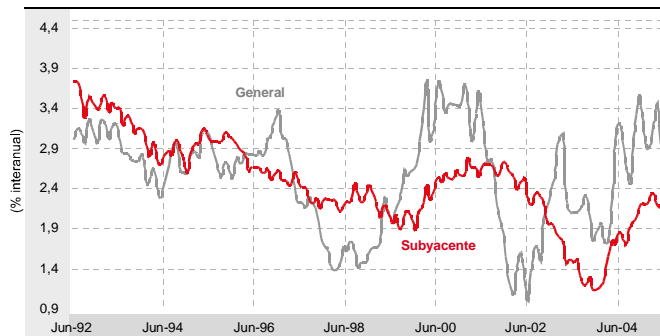
## Noticias internacionales

**La semana en EEUU:** Datos positivos en general en EEUU: inflación controlada, buena producción industrial y crecimiento de inventarios menor de lo previsto. En el lado negativo: ventas al por menor e índice de la Fed de Filadelfia. El Libro Beige de la Fed cumplía las expectativas al coincidir prácticamente con las palabras de Greenspan la semana pasada, por lo que el mercado no habría de verse afectado. Por último, Thomas Hoenig, miembro de la Fed, hizo algunos comentarios interesantes: (1) la política de la Fed sigue siendo acomodaticia; (2) el tipo neutral de los fondos de la Fed se encontraría entre el 3,5% y el 4,5%; y (3) la Fed no debería tardar en alcanzar el nivel neutral si la economía sigue fuerte.

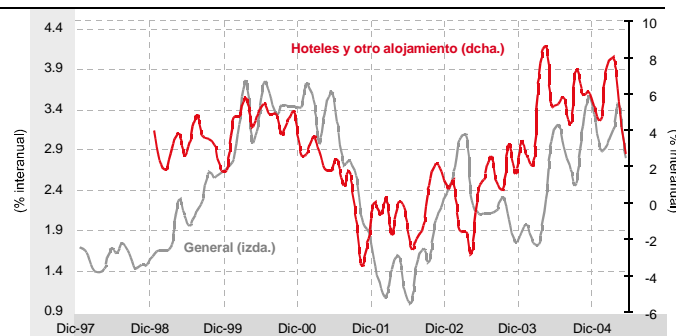
## Buenos datos de IPC: ausencia de problemas de inflación

Los datos del IPC superaron las expectativas. El IPC de mayo caía un 0,1% intermensual, 2,8% interanual (0,5% intermensual, 3,5% interanual en abril), mientras que el índice subyacente subía un 0,1% intermensual, 2,2% interanual (0,0% intermensual, 2,2% interanual en abril).

EEUU – IPC, 1992-2005



EEUU – IPC general vs hoteles y otro alojamiento, 1997-2005



Fuentes: Bloomberg y Santander Investment Bolsa.



La caída en el índice general vino condicionada por el fuerte descenso de las tarifas energéticas (-0,2% intermensual). Por otro lado, las tarifas aéreas subieron un 2,2% intermensual. En términos generales, parece que la inflación está bajo control. A corto plazo, podría haber cierta presión alcista, pero a medio plazo la inflación no es ningún problema para la Reserva Federal. La conclusión es que la Fed puede hacer lo que quiera con los tipos de interés. Es decir, no será la inflación la que condicione la política monetaria. Esperamos que la Fed suba los tipos de interés a finales de junio otros 25 puntos básicos e introduzca una pausa en el ciclo de ajuste tras dejarlos en el 3,5%.

**Precios de producción positivos que descartan presión inflacionista a corto plazo**

También los precios de producción superaron las expectativas en mayo, tras caer en el índice general y tener un comportamiento modesto en el subyacente (0,1% intermensual). El principal responsable del retroceso en el índice general fue la evolución positiva del precio de la energía en el mes —caída generalizada—. Además, también hay bajadas en los índices subyacentes de precios de bienes intermedios y bienes sin elaborar. Son signos positivos que descartan problemas de inflación a corto plazo.

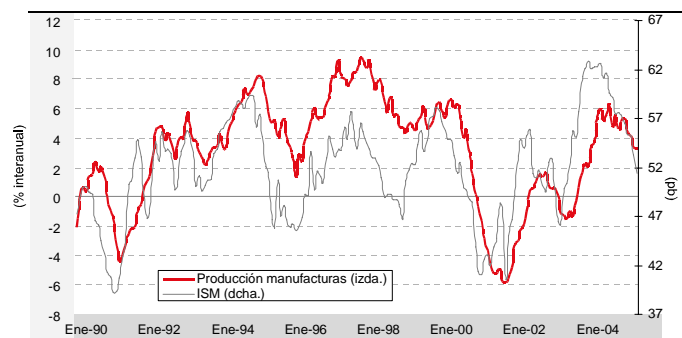
**Ventas al por menor débiles en mayo, aunque el consumo sigue creciendo**

Las ventas al por menor no cumplieron las expectativas en mayo, al caer 0,5% intermensual, -0,2% excluyendo automóviles. Los datos del mes anterior se revisaron ligeramente al alza (1,5%, desde 1,4%). Si excluimos los componentes de automóviles y gasolina, el dato habría sido plano. En cualquier caso, la evolución de algunos componentes importantes también fue débil. A pesar de todo, las previsiones apuntan a tasas de crecimiento del consumo privado relativamente fuertes en el 2T05E.

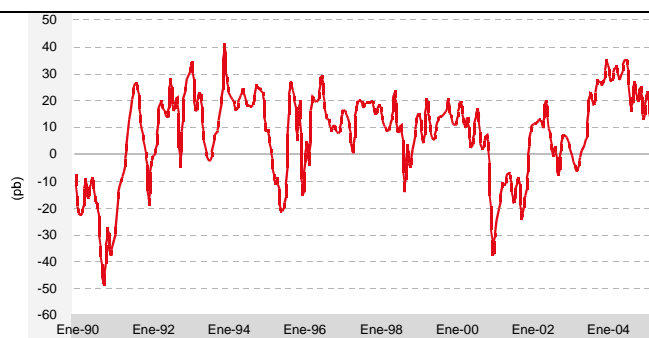
**Producción industrial fuerte en el mes, aunque cae en las tasas anuales**

La producción industrial superaba las expectativas en mayo, tras crecer un 0,4% intermensual frente a la estimación del 0,2% intermensual. La producción manufacturera fue incluso mayor, con un crecimiento del 0,6% intermensual. Son datos positivos, aunque insistimos en que la producción industrial seguirá desacelerándose en el futuro inmediato. De hecho, la tasa anual caía en el mes y así debería seguir, en nuestra opinión, en línea con la evolución de indicadores adelantados como el ISM.

**EEUU – Producción manufacturera frente a ISM, 1990-2005**



**EEUU – Índice de la Fed de Filadelfia, 1990-2005**



Fuentes: Bloomberg y Santander Investment Bolsa.

**El índice de la Fed de Filadelfia refuerza nuestra visión de desaceleración de la actividad**

Además, el índice de la Fed de Filadelfia se desplomaba en junio frente a las expectativas de fuertes avances. Este retroceso refuerza nuestra previsión de desaceleración de la actividad en el sector manufacturero en los próximos meses. El ajuste de inventarios implica menores niveles de producción a corto plazo. Esperamos que esta caída arrastre al índice ISM manufacturero a niveles por debajo de los 50 puntos básicos en los próximos meses.

**Los inventarios empresariales crecen por debajo de las expectativas. Sigue el proceso de ajuste**

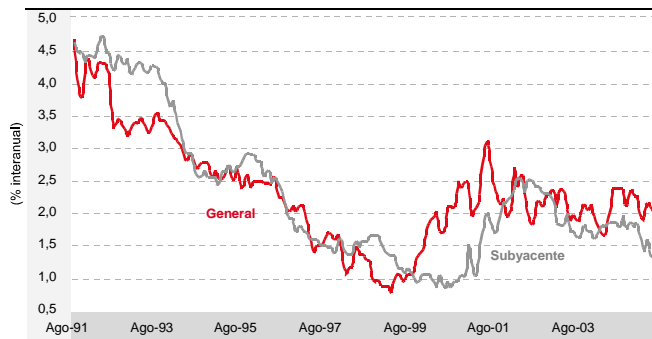
Los inventarios empresariales crecieron menos de lo previsto (0,3% intermensual) aunque hubo una revisión al alza de los datos del mes anterior (de 0,4% intermensual a 0,5% intermensual). En nuestra opinión, la acumulación de inventarios se prolongará a corto plazo, aunque creemos estar en una fase de corrección que llevará a una reducción de inventarios en el 3T05E-4T05E. En cualquier caso, el impacto de este ajuste en el crecimiento del PIB sería negativo.

**La semana en la zona euro:** Como en EEUU, la semana pasada fue buena en términos de datos macro: comportamiento positivo de la inflación, con mejores cifras de lo esperado en Francia, Italia y la zona euro. Datos igualmente positivos de la actividad, con fuerte avance de la producción industrial en Italia y en la zona euro. A pesar de que el crecimiento del PIB en el 2T05E podría ser inferior al del 1T05, los datos económicos siguen siendo fuertes.

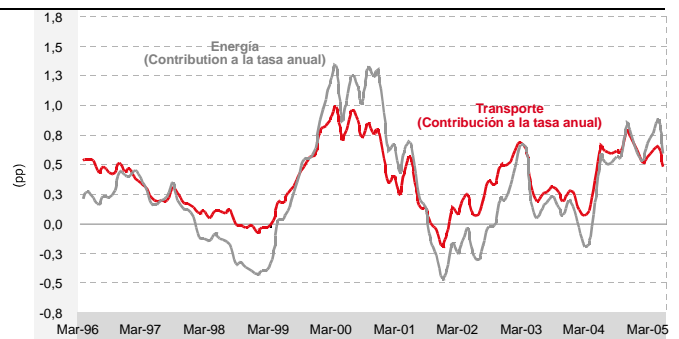
**El IPC sube menos de lo previsto en la zona euro**

La inflación subió ligeramente en mayo (0,2% intermensual), lo que implica un retroceso en la tasa anual hasta el 1,9% (2,1% en el mes anterior). El índice subyacente se sitúa en el 1,6% interanual. Nuestras estimaciones apuntan a una inflación moderada a corto plazo, aunque la subida del precio del petróleo y la depreciación del euro frente al dólar podrían ejercer cierta presión inflacionista en el sector de la energía.

**Zona euro – IPC, 1991-2005**



**Zona euro – Contribución del transporte y la energía al crecimiento anual del IPC, 1996-2005**



Fuentes: Datastream y Santander Investment Bolsa.



## ESTA SEMANA

### Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión
20-Junio	9:00	España	Pedidos de fábrica (a)	Abril	-0,2	-
Lunes	10:00	Italia	Tasa de desempleo (a)	1T	8,0	8,0
	11:00	Italia	Pedidos industriales (m/a)	Abril	-1,7 / -3,6	0,3 / n.d.
	11:00	Italia	Ventas industriales (m/a)	Abril	1,2 / -2,3	-
	16:00	EEUU	Indicadores adelantados	Mayo	-0,2	-0,3
		Italia	Balanza por cuenta corriente (mn €)	Abril	-1687,0	-
21-Junio	8:45	Francia	Gasto del consumidor (m/a)	Mayo	1,0 / 2,8	-0,2 / 3,1
Martes	11:00	Zona euro	Encuesta ZEW (Sent económico)	Jun	14,8	-
	11:00	Zona euro	Costes laborales (a)	1O	2,4	2,2
	11:00	Alemania	Encuesta ZEW (Sent económico)	Jun	13,9	17,2
	11:00	Alemania	Encuesta ZEW (Cond presentes)	Jun	-69,3	-67,0
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	19-Jun	-9	-
22-Junio	10:00	Italia	Ventas minoristas (m/a)	Abril	0,2 / 2,2	-0,3 / 0,0
Miércoles	11:00	Zona euro	Nuevos pedidos industriales (m/a)	Abril	-0,5 / -0,7	-
	11:00	Zona euro	Balanza comercial (mn €)	Abril	4,2 / 4,400	-
	13:00	EEUU	MBA solicitudes hipotecarias	17-Jun	17,4	-
23-Junio	9:00	España	Ocupación hotelera	Mayo	46,9	-
Jueves	9:00	España	Índice de precios hoteleros (a)	Mayo	-1,0	-
	9:30	Italia	Confianza del consumidor	Jun	104,4	104,1
	10:00	Italia	Balanza comercial no Europa (mn €)	Mayo	-992,0	-
	14:30	EEUU	Solic de empleo semanales	18-Jun	333.000	326.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	11-Jun	-	-
	16:00	EEUU	Ventas viviendas de segunda mano (mn un.)	Mayo	7,18	7,14
24-Junio		Alemania	IPC (m/a)	Jun	0,3 / 1,7	0,2 / 1,9
Viernes	8:45	Francia	Salarios (t)	1T	0,3	-
	9:00	España	Gastos familiares (t)	1T	0,7	-
	10:00	Italia	Salario por hora (m/a)	Mayo	0,2 / 3,5	0,2 / 3,2
	14:30	EEUU	Perdidos de bienes duraderos	Mayo	1,9	1,0
	14:30	EEUU	Excl transporte	Mayo	-0,2	0,5
	16:00	EEUU	Ventas de viviendas nuevas	Mayo	1.316.000	1.325.000

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

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

### ASUNTOS A TENER EN CUENTA

**En EEUU:** (1) los indicadores adelantados podrían volver a retroceder en mayo, apuntando a una desaceleración de la economía; (2) la venta de viviendas de segunda mano podría caer en mayo, tras los fuertes avances de los meses anteriores; (3) las solicitudes de subsidio de desempleo semanales se mantendrían estables; (4) los pedidos de bienes duraderos podrían aumentar un 1,0% en mayo; (5) la venta de nuevas viviendas crece ligeramente en mayo.

**En la zona euro:** (1) el informe ZEW podría avanzar en junio, condicionado por la revalorización del mercado bursátil y la depreciación del euro frente al dólar; (2) la confianza del consumidor podría caer en Italia en junio; (3) el IPC alemán podría subir en junio; (4) el gasto del consumidor podría reducirse en mayo en Francia tras el fuerte dato del mes anterior; (5) las ventas al por menor caerían en Italia en abril.

# TIPOS Y DIVISAS

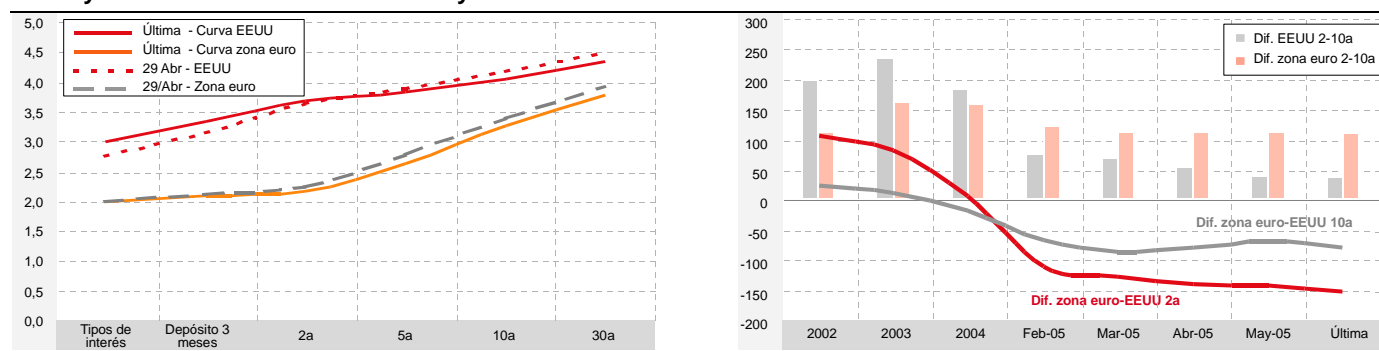
- Tras los fuertes movimientos registrados por las curvas de deuda la semana pasada, ha habido un retroceso en los niveles de rentabilidad, diferenciales y pendientes de la curva en ambos lados del Atlántico.
- Aprovecharíamos la ocasión para jugar las estrategias de valor relativo sugeridas en nuestro último informe europeo (fecha del 13 de junio).
- El tipo de cambio euro/dólar parece haberse estabilizado en 1,21. A pesar de que a corto plazo este nivel puede mantenerse, esperamos que el dólar rompa la barrera de 1,20 US\$/€ en las próximas semanas. Insistimos en nuestra previsión de 1,22 US\$/€ de media para el año.

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

		Anual <sup>1</sup>			Trimestral <sup>1</sup>				Mensual			Semanal				
		2001	2002	2003	Jun-04	Sep-04	Dic-04	Mar-05	Feb-05	Mar-05	Abr-05	May-05	03-Jun	10-Jun	17-Jun	Última <sup>2</sup>
<b>Tipos interés corto plazo</b>																
	Tipo intervención BCE	3,2	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,00	2,00	2,00	<b>2,00</b>
	Fondos de la Fed	1,7	1,1	1,4	1,1	1,5	2,0	2,5	2,5	2,8	2,8	3,0	3,00	3,00	3,00	<b>3,00</b>
	Euribor 3 meses	3,3	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,10	2,10	2,10	<b>2,10</b>
	Dep. 3 meses EEUU	1,7	1,1	1,6	1,3	1,8	2,3	2,9	2,9	3,1	3,2	3,3	3,31	3,35	3,35	<b>3,35</b>
<b>Tipos inter. largo plazo</b>																
Zona euro	2 años	3,6	2,5	2,5	2,6	2,5	2,4	2,5	2,5	2,5	2,2	2,1	2,12	2,08	2,16	<b>2,16</b>
	5 años	4,2	3,3	3,3	3,5	3,4	3,1	3,0	3,1	3,1	2,8	2,6	2,60	2,53	2,64	<b>2,64</b>
	10 años	4,8	4,1	4,1	4,3	4,1	3,8	3,6	3,7	3,6	3,4	3,3	3,23	3,14	3,28	<b>3,28</b>
	30 años	5,2	4,8	4,7	4,9	4,7	4,4	4,1	4,2	4,1	3,9	3,8	3,76	3,63	3,79	<b>3,79</b>
EEUU	2 años	2,5	1,6	2,4	2,5	2,6	2,9	3,5	3,6	3,8	3,6	3,6	3,56	3,69	3,68	<b>3,68</b>
	5 años	3,7	2,9	3,4	3,7	3,5	3,5	4,0	4,0	4,2	3,9	3,7	3,73	3,84	3,85	<b>3,85</b>
	10 años	4,5	4,0	4,2	4,6	4,2	4,2	4,3	4,4	4,5	4,2	4,0	3,97	4,05	4,07	<b>4,07</b>
	30 años	5,3	4,9	5,0	5,3	5,0	4,9	4,7	4,7	4,8	4,5	4,3	4,28	4,32	4,37	<b>4,37</b>
<b>Diferencial</b>																
Dif. zona euro	3 m-30 a	195	257	265	287	262	228	199	205	198	183	170	166	153	169	<b>169</b>
	2 a-10 a	115	164	160	171	154	136	117	122	113	114	114	112	106	112	<b>112</b>
Dif. EEUU	3 m-30 a	354	376	338	399	321	254	180	184	168	135	102	98	98	102	<b>102</b>
	2 a-10 a	198	235	184	207	168	133	78	78	71	55	41	42	36	39	<b>39</b>
Dif. zona euro-EEUU	Int.	154	115	60	92	50	0	-50	-50	-75	-75	-100	-100	-100	-100	<b>-100</b>
	2 a	107	82	5	6	-2	-45	-109	-112	-129	-140	-144	-144	-161	-152	<b>-152</b>
	10 a	24	11	-20	-30	-16	-42	-71	-67	-86	-81	-71	-74	-91	-79	<b>-79</b>
<b>Divisas</b>																
	€/US\$	0,95	1,14	1,25	1,21	1,22	1,32	1,31	1,323	1,296	1,287	1,230	1,224	1,212	1,213	<b>1,213</b>
	€/¥	118	132	134	133	135	137	137	138	139	135	134	132	132	132	<b>132</b>
	US\$/¥	125	116	107	110	110	104	105	105	107	105	109	108	109	109	<b>109</b>

(1) Las cifras representan la media del periodo. (2) Última: 17 de junio de 2005.  
Fuente: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

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



Fuente: Bloomberg.



# RINCÓN MACRO LOS PRECIOS EN ESPAÑA

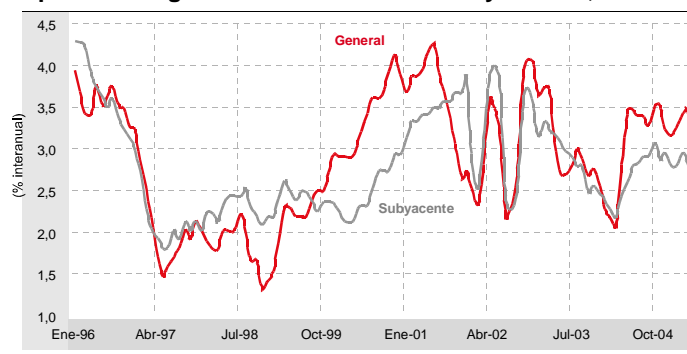
**Condiciones monetarias muy expansivas y fuerte crecimiento disparan los precios en España**

En los últimos años, los precios en España han crecido a un ritmo mucho mayor que en el resto de países de la zona euro. Si buscamos responsables de este crecimiento, encontramos un crecimiento del PIB de la economía española mayor que el de las economías de la zona euro y una política monetaria muy expansiva —tipos de interés reales negativos— para una economía que ha crecido por encima de su nivel potencial. En términos de IPC, los precios han crecido un 3,1% interanual en el mes de mayo, frente a la subida de 1,9% interanual en la zona euro. En el futuro, creemos que este diferencial positivo de precios se mantendrá a menos que se introduzcan en España reformas estructurales. Unas tasas de crecimiento de la productividad más altas y mucha más flexibilidad en el mercado laboral son condiciones indispensables para parar esta tendencia negativa.

## El IPC sigue creciendo a un ritmo acelerado...

Los precios de consumo siguen subiendo a un ritmo acelerado en España. En mayo, el IPC general crecía un 3,1% interanual frente al 3,5% interanual en el mes anterior. El retroceso en la tasa anual responde a una moderación importante en el crecimiento de algunos de los principales componentes del índice que mostraron un comportamiento muy negativo en abril.

## España – IPC general frente a índices subyacentes, 1996-2005



Fuentes: INE y SI Bolsa.

Si nos fijamos en los principales componentes del IPC, descubrimos que las últimas subidas de precios en España no sólo afectan a los componentes de energía y alimentación, como ocurre en muchas de las grandes economías europeas. De hecho, mientras que en la zona euro el índice subyacente sube un 1,6% interanual, en España lleva un 2,7% interanual. Como muestra la siguiente figura, hay sectores en los que las subidas de precios son relativamente elevadas y constantes durante los últimos años. Es el caso de Enseñanza (4,1% interanual de media en el último año), Restaurantes, Bares, Cafetería y Hoteles (4,1% interanual de media en el último año).

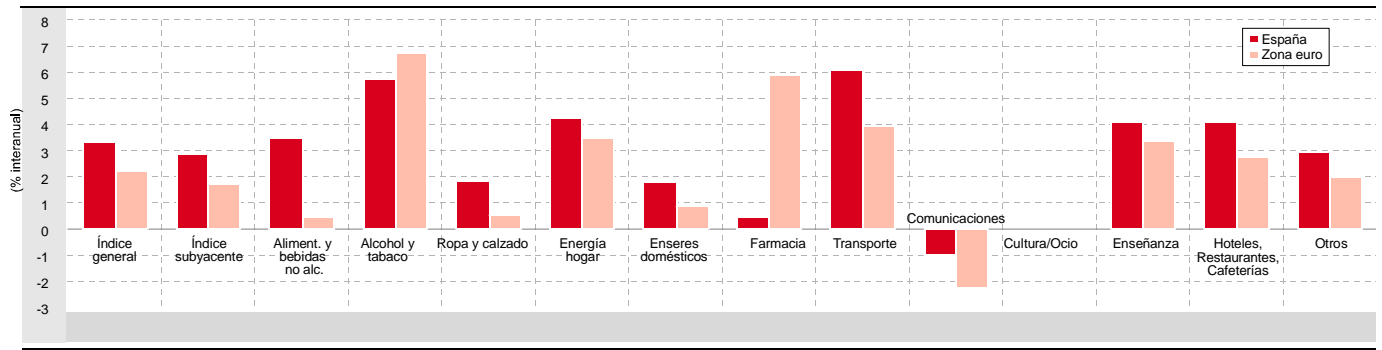
## España – IPC, 2003-2005

(% interanual)	2003							2004												2005					
	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May	
Precios de consumo	2,7	2,8	3,0	2,9	2,7	2,8	2,6	2,3	2,2	2,1	2,7	3,5	3,5	3,4	3,4	3,3	3,5	3,2	3,2	3,3	3,4	3,5	3,0		
IPC subyacente	3,0	2,9	2,8	2,8	2,5	2,6	2,5	2,4	2,3	2,2	2,4	2,6	2,8	2,8	2,9	2,9	3,1	2,9	3,0	2,8	2,8	3,0	2,8	2,7	
Alimentación y bebidas no alcohólicas	3,5	3,6	4,0	4,4	4,2	4,2	4,1	4,0	3,9	4,2	4,6	4,7	4,5	4,4	3,9	3,0	3,0	3,2	3,1	3,3	3,4	3,3	3,6	3,2	
Alcohol y tabaco	2,2	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,8	2,7	1,4	1,3	1,3	5,4	6,1	5,7	5,6	5,6	5,6	5,5	5,5	5,5	5,4	8,7	4,3		
Ropa y calzado	5,4	3,8	3,9	3,9	2,9	2,3	2,5	0,9	1,2	1,1	1,8	2,0	2,1	1,6	1,9	2,1	2,7	2,3	2,1	1,6	1,3	1,6	1,6	1,3	
Energía hogar	2,7	2,5	2,7	2,5	2,7	3,0	2,8	2,8	2,6	2,5	2,9	3,3	3,5	3,7	3,8	4,0	4,5	4,3	4,1	3,9	4,1	4,4	5,5	5,2	
Enseres domésticos	2,0	2,1	2,0	2,0	1,9	1,9	1,7	1,7	1,5	1,5	1,4	1,5	1,6	1,6	1,4	1,5	1,6	1,7	1,9	2,1	2,0	2,0	2,2		
Farmacia	2,3	2,1	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9	0,6	0,6	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	1,6	0,6	0,9	1,0		
Transporte	1,0	1,7	2,0	1,5	0,2	1,6	1,0	0,3	-0,1	0,2	2,7	5,5	5,9	5,3	5,7	6,0	8,1	7,4	6,1	5,1	6,0	6,1	6,3	4,7	
Comunicaciones	-2,8	-2,6	-2,7	-3,0	-3,1	-0,3	-0,1	-1,6	-1,8	-1,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-1,1	-1,0	-0,6	-0,7	-0,4	-0,4	-1,2	-2,0	-2,0	
Cultura/Ocio	-0,2	0,1	0,5	0,5	1,2	0,4	0,2	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,0	0,5	0,2	0,3	0,5	-0,3	0,1	-0,1	0,2	0,2	0,7	-1,3	-0,4	
Enseñanza	5,0	5,0	5,0	5,0	4,8	4,8	4,3	4,5	4,0	4,0	3,9	4,0	4,0	3,9	3,9	4,0	3,8	4,2	4,2	4,4	4,2	4,2	4,3	4,2	
Resta, Bares, Cafetería y Hoteles	4,1	4,2	4,5	4,0	4,1	4,0	4,0	4,1	4,1	4,0	4,0	3,9	4,0	4,1	3,9	4,1	4,1	4,1	4,2	3,9	4,0	4,3	4,0	4,3	
Otros sectores	3,5	3,3	3,2	3,2	3,2	3,1	3,0	3,3	3,3	2,9	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1	3,0	2,9	2,9	2,9	2,5	3,0	3,1	3,2	3,1	
IPC armonizado	2,8	2,9	3,1	3,0	2,7	2,9	2,7	2,3	2,2	2,2	2,7	3,4	3,5	3,3	3,3	3,2	3,6	3,5	3,3	3,1	3,3	3,4	3,5	3,0	

Fuentes: INE y Santander Investment Bolsa.

Si comparamos precios de los diferentes índices con los de la zona euro en los últimos 12 meses (hemos calculado la media de 12 meses de las tasas anuales), encontramos pautas interesantes: (1) en todos los índices, a excepción de los precios de Farmacia, han estado creciendo a un ritmo mayor que en el resto de Europa; (2) las principales diferencias afectan a Alimentación (3,0 puntos porcentuales), Transporte (2,1 puntos porcentuales), Ropa y Calzado (1,3 puntos porcentuales), Restaurantes, Bares, Cafetería y Hoteles (1,3 puntos porcentuales).

### IPC – Diferencias de precios entre España y la zona euro (media de las tasas anuales de los últimos 12 meses)



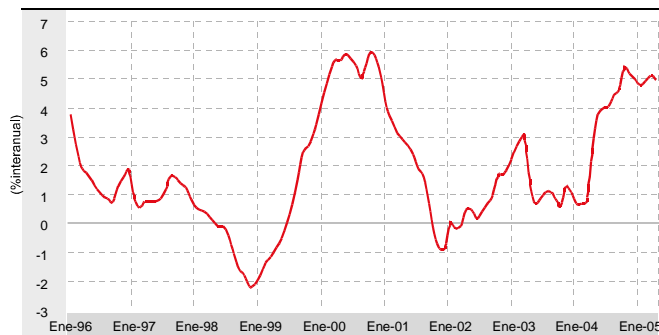
Fuentes: Datastream, INE y Santander Investment Bolsa.

En nuestra opinión, los precios van a seguir creciendo a un ritmo relativamente elevado en España. Esperamos mayor presión de precios derivada de los componentes de Transporte y Alimentación. Las razones serían: (1) Por lo que respecta al componente de Transporte, la nueva subida del precio del petróleo, unida a la depreciación del euro frente al dólar estadounidense, elevarán sin ninguna duda los costes y precios de transporte. De hecho, los precios de energía del hogar también podrían verse afectados. (2) En el caso del precio de los alimentos, el principal problema sería la climatología. El año 2005 ha traído uno de los inviernos más secos, lo que ha limitado la cosecha de ciertos productos y encarecerá los precios. Por último, no creemos que se produzca un retroceso en los precios de Restaurantes, Bares, Cafetería y Hoteles, dado el fuerte y continuo crecimiento de la demanda interna. Por tanto, es posible que la moderación de los precios no llegue hasta 2006P.

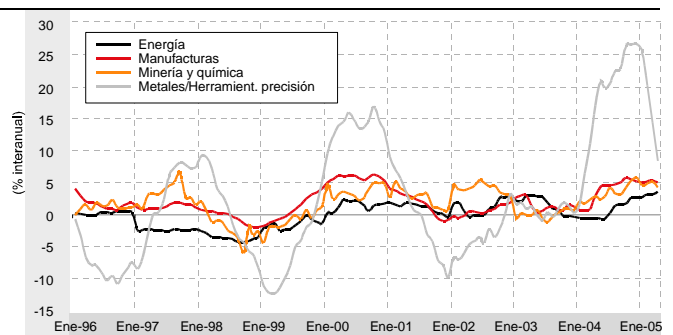
### Fuerte subida también de los precios de producción...

Los precios de producción han crecido un 5,0% interanual en abril. Las tasas de crecimiento se han acelerado desde enero de 2004, momento en el que llevaban un 0,7% interanual. Los responsables de esta subida de los precios no son sólo las tarifas energéticas, ya que el resto de industrias también arrojaron fuertes subidas.

### España – IPRI. Tasa general, 1996-2005



### España – IPRI. Sectores, 1996-2005

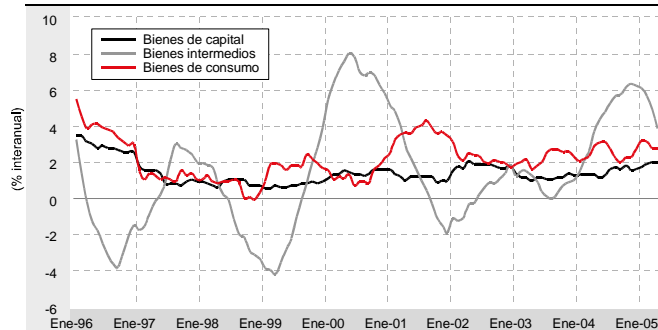


Fuentes: INE y SI Bolsa.

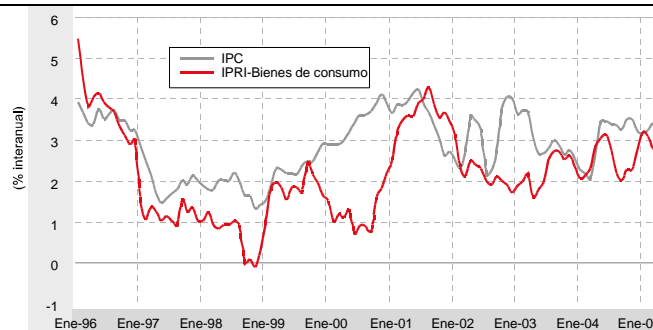


En la categoría de bienes, los precios de bienes de consumo suben un 2,8% interanual, con lo que se mantiene la tendencia vista en los últimos trimestres. También han avanzado las tasas de crecimiento de los precios de bienes de capital, en línea con la mejora registrada en la inversión en bienes de capital desde el año 2004. Por último, los precios de bienes intermedios crecen menos que en los meses anteriores.

**España – IPRI. Bienes, 1996-2005**



**España – IPRI. Bienes de consumo frente a IPC, 1996-2005**



Fuentes: INE y SI Bolsa.

No descartamos cierta moderación de los precios de producción en los próximos meses, aunque es muy probable que el componente de energía siga ejerciendo presión y elevando los precios en la tasa general. En cualquier caso, el índice de bienes de consumo sigue mostrando la sostenibilidad de las tasas de crecimiento del IPC en el futuro más inmediato.

### *¿Qué opinan los consumidores?*

Los siguientes gráficos muestran la preocupación de los consumidores por las subidas de precios. El índice de expectativas de precios de la Comisión Europea revela un claro deterioro de las expectativas de la evolución de los precios a corto plazo. La tendencia en el índice de precios en los últimos 12 meses se mantiene en niveles relativamente elevados, con un mínimo retroceso respecto al pico alcanzado en marzo de 2003. Por otro lado, el índice de expectativas ha sufrido un deterioro importante en los últimos trimestres. Desde el 1T04 la subida ha sido notable. En nuestra opinión, estos índices apuntan al mantenimiento de las tasas de crecimiento del IPC al ritmo actual en los próximos meses.

**España – Confianza del consumidor. Tendencia de los precios en los últimos 12 meses, 1987-2005**



**España – Confianza del consumidor. Tendencia de los precios en los próximos 12 meses, 1987-2005**



Fuentes: Comisión Europea y SI Bolsa.

---

### ***En resumen***

En los últimos años, los precios de consumo en España han crecido a un ritmo mayor que en el resto de la zona euro. Los principales responsables serían una fuerte demanda interna condicionada por el consumo privado y una política monetaria muy expansiva. En nuestra opinión, estas tasas de crecimiento del IPC van a mantenerse. Las nuevas subidas del precio del petróleo, junto con la depreciación del euro frente al dólar estadounidense encarecerán los precios de la energía y el transporte. Por otro lado, la sequía sufrida en España este invierno afectará a la cosecha, lo que elevará el precio de los alimentos. Además, los consumidores no esperan que los precios bajen de los niveles actuales a corto.



## ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

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

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

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

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

(\*) En paréntesis las cifras medias anuales.

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

# APÉNDICE 1

## Resumen de indicadores de la zona euro, 2003-mayo 2005

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

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



## APÉNDICE 2

### ESTADOS UNIDOS: Indicadores, 2003-mayo 2005

PIB y sus componentes	2002	2003	Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas			
			2T04	3T04	4T04	1T05	2T04	3T04	4T04	1T05
Consumo privado	3,3	3,8	3,6	3,6	3,8	3,6	1,6	5,1	4,2	3,6
Gasto e inv. públicos	2,8	2,0	1,6	1,8	1,6	0,9	2,2	0,7	0,8	-0,2
Inversión privada	4,4	13,2	16,8	11,7	11,6	11,0	19,0	2,4	13,3	10,0
- Equipo	6,4	13,6	13,9	12,9	14,5	13,8	14,2	17,5	18,4	5,6
- Construcción	3,7	7,0	9,3	5,9	4,5	5,5	13,5	0,8	3,0	5,1
Demanda interna	3,4	4,8	5,1	4,5	4,6	4,3	4,2	3,9	5,0	4,0
Exportaciones	1,9	8,6	10,8	9,4	5,9	5,9	7,3	6,0	3,2	7,2
Importaciones	4,4	9,9	10,7	11,1	9,8	9,4	12,6	4,6	11,4	9,1
<b>PIB</b>	<b>3,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,8</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>3,3</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>
PIB nominal (M.M. \$)	11004	11735								
Actividad general	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Indicador adelantado	4,2	2,4	1,3	0,1	1,3	0,7	0,5	-0,9	-1,1	-
Indicador coincidente	2,7	2,6	2,9	2,6	3,5	2,9	2,7	2,4	2,3	-
Ratio existencias/Ventas	1,23	1,24	1,23	1,25	1,23	1,23	1,26	1,25	1,24	-
<b>Producción industrial</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>3,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>
Utilización capacidad (1)	77,8	78,0	79,3	79,4	79,3	79,1	79,4	79,4	79,1	79,4
Índice ISM	27,2	10,5	-4,8	-10,8	-7,7	-10,2	-11,0	-11,4	-14,5	-17,9
Índice ISM (1)	61,2	59,1	57,3	55,2	57,3	56,4	55,3	55,2	53,3	51,4
Consumo privado	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Ganancia real por hora	-0,6	-0,4	-0,8	-0,4	-0,7	-0,4	-0,4	-0,5	-1,0	-0,2
Ventas al por menor	7,4	6,3	8,3	7,3	8,9	8,0	8,0	6,0	8,9	6,4
-sin autos	9,0	7,6	8,9	7,9	8,9	8,2	8,7	6,8	8,8	7,4
Gastos de consumo	3,6	3,6	3,8	3,6	3,9	3,5	3,5	3,9	4,1	-
Confianza consumidores (1)	102,8	96,7	102,7	103,0	102,7	105,1	104,4	103,0	97,5	102,2
Expectativas consumidor (1)	100,8	97,7	100,7	93,7	100,7	100,4	96,1	93,7	86,7	92,5
Tasa de ahorro familiar (1)	1,5	0,5	4,5	0,5	4,5	1,2	0,9	0,5	0,4	-
Crédito al consumo	4,1	4,1	4,5	4,3	4,5	4,2	4,5	4,3	4,2	-
Inversión en equipo	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Nuevos pedidos	13,1	11,7	10,3	8,3	10,2	11,1	9,3	4,7	6,8	-
-ex autos	14,2	12,4	12,0	10,6	11,7	11,9	11,9	8,2	8,3	-
Pedidos b. capital sin def. y aviones	12,3	12,1	11,4	11,9	10,6	14,0	12,9	8,9	8,4	-
ISM: Producción	25,5	6,5	-12,3	-14,4	-17,7	-16,2	-12,8	-14,1	-14,7	-15,7
ISM: Nuevos pedidos	24,8	2,7	-10,6	-15,9	-8,4	-18,4	-16,7	-12,6	-18,4	-19,1
	<b>4T02</b>	<b>1T03</b>	<b>2T03</b>	<b>3T03</b>	<b>4T03</b>	<b>1T04</b>	<b>2T04</b>	<b>3T04</b>	<b>4T04</b>	<b>1T05</b>
Benef. después de impuestos	31,8	14,3	6,7	9,8	14,7	17,2	19,5	5,8	6,8	36,7
Construcción	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Viviendas iniciadas	9,7	4,5	-3,1	8,0	-0,3	13,5	20,3	-8,7	1,9	1,8
Ventas nuevas viviendas	10,0	-0,4	10,8	5,5	10,5	3,4	8,5	4,8	13,3	-
Gastos de construcción	10,2	9,6	8,6	9,9	9,3	10,1	10,8	9,0	8,2	-
Permisos de construcción	12,7	6,9	5,9	4,0	4,7	8,8	5,5	-2,1	3,8	-3,7
Empleo y salarios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Población activa	0,3	0,8	0,8	1,0	1,0	0,8	1,1	1,0	1,3	1,4
Empleo total	0,9	1,5	1,3	1,4	1,3	1,3	1,3	1,5	1,8	1,9
Tasa de paro (% pob. activa) (1)	5,6	5,4	5,4	5,2	5,4	5,2	5,4	5,2	5,2	5,1
Duración media paro (sem.) (1)	19,8	19,6	19,3	19,5	19,3	19,3	19,1	19,5	19,6	18,8
Jornada media laboral (horas) (1)	33,6	33,8	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7	33,8	33,8
Ganancia media por hora	2,1	2,2	2,5	2,6	2,6	2,7	2,6	2,6	2,7	2,6
	<b>4T02</b>	<b>1T03</b>	<b>2T03</b>	<b>3T03</b>	<b>4T03</b>	<b>1T04</b>	<b>2T04</b>	<b>3T04</b>	<b>4T04</b>	<b>1T05</b>
Coste del empleo total	3,5	3,9	3,8	4,0	4,0	3,9	4,0	3,9	3,9	3,4
Precios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Inflación	2,9	2,7	3,3	3,0	3,3	3,0	3,0	3,2	3,5	2,8
Inflación subyacente	1,8	1,8	2,1	2,3	2,2	2,3	2,4	2,4	2,2	2,2
Precios producción	4,2	3,5	4,6	4,6	4,2	4,1	4,8	4,9	4,8	3,5
P. producc sin energía y alim.	1,5	1,6	2,0	2,7	2,3	2,6	2,8	2,6	2,6	2,6
Precios importación	5,7	7,0	8,5	6,5	6,7	5,7	6,1	7,6	8,7	5,7
Precios exportación	4,2	4,2	4,2	3,6	4,0	4,0	3,4	3,3	3,2	2,7
Sector exterior	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Saldo B. bienes y servicios (4)	-538,0	-573,0	-618,0	-650,0	-618	-630	-644	-650	-659	-
Saldo B. bienes y servicios (4) % PIB	-4,6	-4,8	-5,1	-5,3						
Saldo Balanza comercial (4)	-624,6	-660,7	-706,7	-744,6	-707	-721	-737	-745	-755	-
Saldo Balanza comercial (4) % PIB	-5,4	-5,6	-5,9	-6,1						
Tipo cambio efectivo nominal	-5,9	-7,1	-6,3	-4,4	-6,7	-3,8	-3,4	-6,1	-5,3	-6,0
Política económica	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Oferta monetaria (M2)	4,6	3,7	5,2	5,3	5,7	5,7	5,2	4,9	4,2	3,2
Tipo fondos federales (1)	1,03	1,62	2,16	2,63	2,16	2,29	2,50	2,63	2,78	3,00
Ingresos federales (3)	550	479	487	452	216	202	101	149	278	153
Gastos federales (3)	576	565	605	628	219	194	215	220	220	188
Déficit público federal (3)	-26	-86	-118	-177	-3	9	-114	-71	58	-35

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

## Delegaciones internacionales

**Madrid**

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

**Lisboa**

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

**Londres**

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

**Nueva York**

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

**Bogotá**

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

**Buenos Aires**

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

**Caracas**

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

**Lima**

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

**México**

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

**Santiago**

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

**São Paulo**

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

**Tokio**

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

### Clave de recomendaciones

**Comprar**

Potencial alcista superior al 15%.

**Mantener**

Potencial alcista del 10%-15%.

**Infraponderar**

Potencial alcista inferior al 10%.

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

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

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

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

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

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



# ***THE IBERIAN QUANT OBSERVER***

---

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

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

## **CONTENIDO:**

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

# I. ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

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

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

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

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

(\*) En paréntesis las cifras medias anuales.

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



## II. MONITOR POR PAÍS Y SECTOR

### Múltiplos de valoración

	Cap. bur. (mn €)	PER (x)			TACC (%)	EV/EBITDA (x)			TACC (%)	P/FC (x)			TACC (%)	RpD (%)		P/VC (x)	
		04E	05P	06P	BpA	04E	05P	06P	EBITDA	04E	05P	06P	FCpA	05P	06P	05P	06P
Francia (CAC 40)	880.193	15,1	13,9	12,6	13,5	7,4	7,2	6,6	9,1	10,0	8,9	8,2	9,9	2,9	3,3	2,3	2,1
Alemania (DAX 30)	609.141	15,8	14,0	12,4	25,0	6,3	6,2	5,4	6,7	8,0	7,8	7,1	7,3	2,8	3,2	2,1	1,8
Italia (MIB 30)	480.608	17,2	16,0	14,5	19,2	6,6	6,4	6,3	4,2	7,3	7,2	7,0	5,2	4,3	4,3	2,7	2,4
Portugal (PSI 20)	152	10,0	13,2	12,9	13,3	8,9	7,9	7,3	7,5	4,9	8,8	6,9	-6,7	0,0	0,0	1,9	1,6
España (IBEX35)	417.320	16,1	15,3	13,0	13,6	9,4	7,8	11,3	5,1	9,0	8,0	7,4	5,5	3,3	3,7	3,2	2,8
DJ Stoxx 600	6.737.562	55,8	15,3	13,7	13,5	6,7	6,5	7,1	9,4	9,3	8,3	7,6	5,6	3,1	3,4	3,2	2,8
DJ Stoxx 50	2.862.386	15,6	13,8	12,8	13,4	7,9	7,8	7,2	7,7	11,1	10,1	9,5	8,5	3,4	3,7	2,9	2,6
DJ Euro Stoxx 50	1.917.705	15,1	13,4	12,3	15,6	6,5	6,5	6,0	6,6	8,7	8,0	7,6	8,4	3,5	3,8	2,4	2,2
P. Ibérica Bienes de capital	28.553	9,4	8,9	12,6	29,9	5,6	4,7	6,0	11,8	5,8	5,8	7,0	4,3	3,1	2,7	1,7	1,6
P. Ibérica Construcción	26.836	18,2	16,2	14,6	-15,2	10,0	9,0	8,3	13,2	10,9	9,7	8,6	-11,9	3,1	1,9	2,5	2,3
P. Ibérica B. de consumo	33.707	22,4	20,4	18,7	19,8	10,4	9,3	9,0	10,9	13,1	12,0	11,7	13,3	2,4	3,0	4,4	4,2
P. Ibérica Serv. consumidor	46.604	16,5	14,3	16,8	6,8	11,1	10,3	11,7	3,1	9,0	8,9	9,4	-1,5	2,3	2,0	2,6	2,7
P. Ibérica Financieras	156.675	12,2	9,6	9,0	32,4	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	3,2	3,9	1,1	1,1
P. Ibérica Petróleo y gas	47.807	17,2	14,7	12,6	11,5	7,0	7,0	6,7	6,6	7,3	7,4	6,6	5,2	2,5	2,7	2,1	1,9
P. Ibérica TMTs	135.233	49,2	38,0	28,4	48,9	17,7	15,1	13,3	14,6	23,5	16,3	15,7	18,9	1,3	1,4	9,4	7,9
P. Ibérica Utilities	56.124	15,7	14,2	14,3	6,7	8,4	7,0	7,5	2,6	6,4	7,1	7,9	11,1	4,0	3,9	2,9	3,8
Total P. Ibérica	531.539	17,3	14,5	13,8	20,1	13,3	11,9	12,1	8,1	14,7	13,8	14,0	6,1	2,6	2,8	2,2	2,1

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

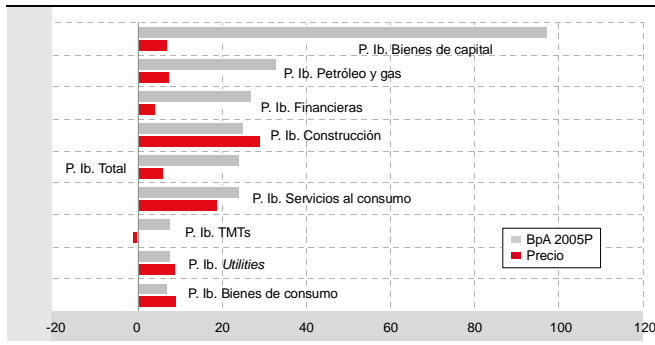
Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

### Comportamiento de los mercados (%)

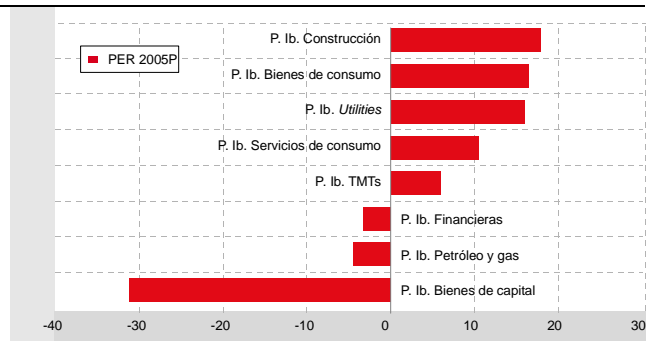
Index	Cierre	Últimos 12M			En el					En el	Desde 12M	
	16-junio	Máx.	Mín.	-1S	-1M	-3M	-6M	-12M	Trim.	Año	Máx.	Mín.
Francia (CAC 40)	4.193	4.216	3.452	0,2	4,7	4,0	12,0	12,8	3,1	9,7	-0,6	21,5
Alemania (DAX 30)	4.589	4.608	3.619	0,1	7,9	6,3	9,7	15,2	5,5	7,8	-0,4	26,8
Italia (MIB 30)	32.786	33.179	26.185	1,2	5,4	3,1	7,1	15,4	0,8	5,0	-1,2	25,2
Portugal (PSI 20)	7.470	8.107	6.952	-0,2	-2,6	-3,7	-0,9	1,4	-4,1	-1,7	-7,9	7,4
España (IBEX35)	9.633	9.648	7.539	0,7	4,6	4,3	8,6	18,9	4,0	6,1	-0,2	27,8
DJ Stoxx 600	276	276	225	0,8	6,4	5,6	10,7	13,6	5,2	9,9	-0,1	22,5
DJ Stoxx 50	3.033	3.035	2.523	0,8	6,4	6,2	10,0	10,5	5,8	9,3	-0,1	20,2
DJ Euro Stoxx 50	3.166	3.173	2.560	0,7	6,1	4,2	9,5	12,8	3,6	7,3	-0,2	23,7
P. Ibérica Bienes de capital	ND	ND	ND	2,7	8,5	2,5	12,3	24,5	3,5	7,0	-9,0	32,9
P. Ibérica Construcción	ND	ND	ND	-2,0	10,1	17,3	32,3	53,6	15,5	29,2	-3,3	60,5
P. Ibérica B. de consumo	ND	ND	ND	-3,4	-1,3	4,4	11,2	30,9	3,5	9,2	-6,9	36,1
P. Ibérica Serv. consumidor	ND	ND	ND	1,0	9,8	12,6	22,6	42,7	10,9	19,1	-4,8	49,2
P. Ibérica Financieras	ND	ND	ND	0,6	3,4	1,6	6,3	11,5	1,5	4,3	-4,2	24,4
P. Ibérica Petróleo y gas	ND	ND	ND	2,5	6,0	3,9	9,6	18,3	3,9	7,6	-2,2	26,8
P. Ibérica TMTs	ND	ND	ND	0,7	0,9	-1,3	-0,6	10,5	-0,6	-1,5	-9,7	20,4
P. Ibérica Utilities	ND	ND	ND	-0,3	3,6	5,0	11,5	19,3	4,0	9,1	-3,9	25,9
Total P. Ibérica	ND	ND	ND	0,4	3,8	3,2	8,2	18,3	3,0	6,1	-5,9	28,1

Fuente: Bloomberg.

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

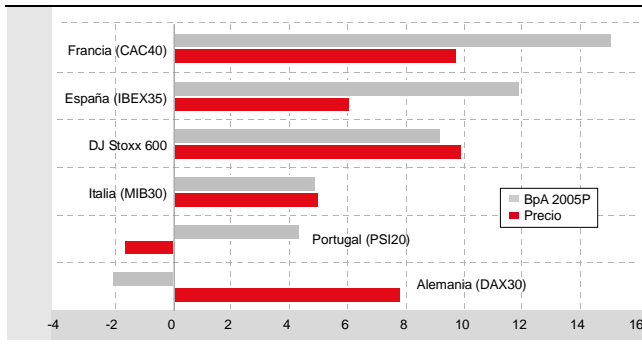


**DJ Stoxx 600 – Variación relativa en el PER 2005E por sectores (%)**

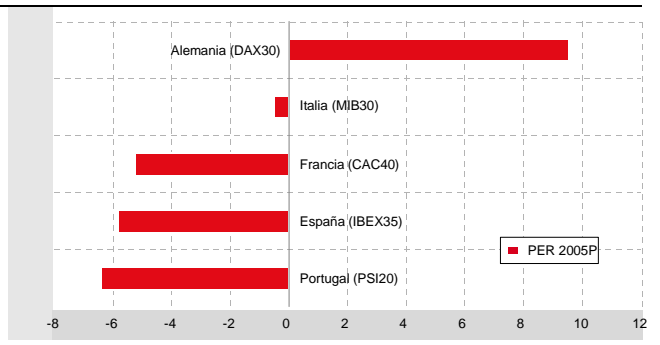


Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

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



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



Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

# III. RECOMENDACIONES Y MÚLTIPLOS DE MERCADO

Compañía	País	Moneda	Precio 16/06/05	Cap. burs. (€ mn)	SCH Bolsa Recomen	Precio objet.	Potencial alcista (%)	Ponderación (%) IBEX 35	PSI 20	Comport. burs. (%)			PER (x) 05P	TACC BpA 03-06P (%)	EV/EBITDA (x)			TACC EBITDA 03-06P (%)	P/FC (x)			TACC FCpA 03-06P (%)	RpD (%)		P/VC (x)		Compañía		
										-1S	Trim.	Año			04	05P	06P		04	05P	06P		04	05P	06P	05P		06P	05P
Acerinox	ES	EUR	11,9	3.124	Infracompr.	12,2	2,8	0,8		2,1	-6,2	0,5	10,3	8,1	16,2	15,3	6,2	4,9	7,9	16,4	6,1	5,8	8,8	12,3	2,9	2,9	1,5	1,4	Acerinox
Arceol	ES	EUR	17,0	10.851	Infracompr.	15,2	-10,7	1,8		7,1	-3,5	-3,9	5,0	5,4	7,7	66,1	3,9	3,2	3,9	20,5	3,3	3,7	4,2	1,1	3,5	3,5	1,0	0,9	Arceol
Cementos Portland Cimpor	POR	EUR	59,0	1.642	Compr.	67,4	14,2			1,8	18,7	22,9	14,2	13,0	11,9	-2,5	6,4	5,9	5,5	2,4	8,3	7,7	7,3	-0,8	2,8	3,0	1,7	1,6	Cementos Portland Cimpor
Ence	ES	EUR	4,5	3.004	Mantener	4,9	9,6		3,6	0,9	3,2	7,7	16,7	15,1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	7,2	6,8	n.d.	n.d.	4,3	n.d.	2,6	n.d.	Ence
Gamesa	ES	EUR	23,2	591	Compr.	28,0	20,6	0,6		-1,6	-0,4	3,1	14,4	6,6	6,5	29,7	14,9	7,2	6,0	19,7	7,2	4,5	4,4	14,1	3,2	3,0	1,3	1,1	Gamesa
Tubacex	ES	EUR	11,3	2.742	Compr.	12,5	10,9			-1,6	10,0	9,4	12,6	15,8	13,4	0,4	10,0	9,1	8,0	12,4	7,4	7,4	6,5	8,3	2,0	3,4	2,0	1,9	Tubacex
Uralita	ES	EUR	2,9	391	Infracompr.	1,9	-35,4			4,3	19,0	55,6	28,9	19,4	16,9	56,5	11,8	10,1	9,2	26,4	13,2	11,3	9,6	18,0	1,7	2,4	2,0	1,9	Uralita
Zardoya Otis	ES	EUR	4,2	835	Compr.	4,7	9,9			0,0	0,2	13,4	19,3	20,3	17,6	-202,4	6,2	6,1	5,6	1,9	5,0	6,9	6,4	39,4	2,0	2,3	3,7	3,2	Zardoya Otis
Bienes de capital	ES	EUR	22,6	5.372	Infracompr.	19,6	-13,1			-1,1	20,2	31,5	34,2	34,4	31,3	3,9	24,7	22,4	20,4	10,1	34,0	31,4	28,8	6,1	2,8	3,1	34,2	31,1	Bienes de capital
				28.553				3,2	3,6	2,7	3,5	7,0	9,4	8,9	12,6	29,9	5,6	4,7	6,0	11,8	5,8	5,8	7,0	4,3	3,1	2,7	1,7	1,6	
Acciona	ES	EUR	77,7	4.938	Compr.	82,0	5,5	1,1		-1,0	11,6	19,4	20,2	18,3	15,7	-45,5	9,1	8,0	7,5	25,9	13,0	9,0	7,6	-36,5	2,7	3,2	1,7	1,6	Acciona
ACS	ES	EUR	22,2	7.841	Compr.	22,3	0,4	2,1		-0,5	16,3	32,3	17,0	14,6	12,9	17,3	8,3	7,4	6,5	7,9	13,3	10,3	9,7	-1,4	1,7	1,9	3,1	2,6	ACS
FCC	ES	EUR	45,7	5.964	Mantener	-	NA	1,0		-3,6	15,9	28,9	15,4	14,5	13,8	12,0	8,0	7,3	6,6	6,6	8,9	8,8	8,3	18,4	3,6	3,8	2,7	2,4	FCC
Ferrovial	ES	EUR	51,2	7.175	Compr.	56,7	10,9	1,6		-1,7	17,1	30,1	20,9	18,8	16,9	7,9	14,1	13,5	12,4	16,7	11,2	11,5	9,6	6,4	1,4	1,5	2,9	2,6	Ferrovial
OHL	ES	EUR	10,3	919	En rev.	-	NA			-10,8	16,2	62,9	22,6	16,1	14,7	8,9	7,7	6,5	6,2	17,5	5,2	5,6	4,8	15,2	1,6	1,7	2,1	2,1	OHL
Construcción				26.836				5,7	0,0	-2,0	15,5	29,2	18,2	16,2	14,6	-15,2	10,0	9,0	8,3	13,2	10,9	9,7	8,6	-11,9	3,1	1,9	2,5	2,3	Construcción
Aldeasa	ES	EUR	35,6	747	Infracompr.	34,5	-3,0			-1,6	-2,7	14,3	22,4	20,0	19,0	11,2	10,2	9,5	8,4	8,7	13,9	12,3	11,4	10,7	3,2	3,2	3,6	3,3	Aldeasa
Altadis	ES	EUR	34,9	9.870	Infracompr.	30,7	-11,9	2,7		-2,4	10,5	3,4	19,9	17,3	15,3	31,1	9,9	8,8	8,2	7,1	12,2	11,2	10,1	21,4	2,9	3,3	6,5	6,3	Altadis
Barón de Ley	ES	EUR	37,4	289	Infracompr.	34,4	-8,0			-2,0	-1,5	-1,6	13,4	16,4	16,1	-5,7	8,8	8,1	7,6	3,7	8,6	10,5	10,1	-0,7	0,0	0,0	1,6	1,5	Barón de Ley
Cortefiel	ES	EUR	18,9	1.479	En rev.	-	NA			1,9	41,4	62,5	23,4	17,8	15,7	46,3	10,8	8,8	7,8	27,4	12,8	10,5	9,3	25,7	2,2	2,4	3,6	3,1	Cortefiel
Ebro Puleva	ES	EUR	14,5	2.234	Compr.	15,9	9,5			-3,1	12,0	36,3	18,5	15,7	19,9	19,9	9,0	9,3	7,8	14,4	9,1	7,3	7,2	13,3	2,4	2,6	2,0	1,8	Ebro Puleva
Faes	ES	EUR	16,6	2.924	Infracompr.	11,5	-30,7			-0,1	20,9	37,3	31,9	41,0	38,6	-2,3	25,8	26,7	26,0	-4,1	19,1	23,5	22,6	-3,8	0,0	0,0	5,9	5,6	Faes
Inditex	ES	EUR	21,7	13.545	Compr.	27,9	28,2	2,2		-6,1	-5,8	0,1	21,2	19,1	16,4	22,7	10,6	9,3	7,9	23,0	13,6	12,6	10,8	22,1	3,1	4,5	4,6	4,1	Inditex
Jerónimo Martins	POR	EUR	11,6	1.455	Infracompr.	11,6	0,3	1,7		0,1	-1,6	19,2	19,0	19,6	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	6,8	6,7	n.d.	n.d.	2,0	n.d.	4,3	n.d.	Jerónimo Martins
Sos Cuétara	ES	EUR	10,9	1.494	Infracompr.	6,0	-44,8			-1,2	20,5	42,9	9,2	8,0	6,6	26,7	21,4	16,5	14,2	23,7	4,8	4,2	3,7	3,6	0,9	0,9	0,8	0,8	Sos Cuétara
Viscofán	ES	EUR	7,9	388	Infracompr.	8,0	0,8			-3,8	4,1	6,6	36,2	51,9	41,3	-14,5	9,2	8,2	7,0	1,4	16,2	15,2	14,8	-6,9	0,8	1,0	1,5	1,4	Viscofán
Zelitia	ES	EUR	6,4	1.283	Infracompr.	4,7	-27,2			1,4	-1,1	24,1	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,0	0,0	4,2	0,0	Zelitia
Bienes de consumo				33.707				4,9	1,7	-3,4	3,5	9,2	22,4	20,4	18,7	19,8	10,4	9,3	9,0	10,9	13,1	12,0	11,7	13,3	2,4	3,0	4,4	4,2	B. de consumo
NH Hoteles	ES	EUR	10,9	1.305	Compr.	12,1	10,8	0,4		4,6	10,1	11,9	32,9	32,1	15,9	17,3	11,2	12,0	9,1	12,7	12,6	10,0	8,4	-0,3	1,6	3,2	2,0	1,9	NH Hoteles
Sol Meliá	ES	EUR	9,1	1.689	Compr.	10,4	13,2			2,5	-0,2	25,2	28,1	14,6	11,5	56,7	11,5	9,6	7,8	8,5	8,9	6,5	5,7	16,0	1,1	1,3	1,9	1,7	Sol Meliá
TelePizza	ES	EUR	1,7	376	Infracompr.	1,4	-19,6			0,0	0,0	12,0	19,5	17,2	16,6	-218,3	9,0	8,3	7,6	4,4	8,7	9,4	9,2	71,2	2,6	2,9	4,3	3,8	TelePizza
Amadeus	ES	EUR	7,3	4.336	Infracompr.	7,4	0,4			-0,1	0,5	-3,3	22,3	21,5	18,2	14,6	7,6	7,3	6,1	3,8	10,3	10,1	9,3	0,6	1,4	1,6	4,0	3,4	Amadeus
Iberia	ES	EUR	2,5	2.348	Mantener	2,9	14,5	0,6		-0,4	-3,5	-2,4	10,6	4,7	28,3	-17,5	11,6	14,1	16,0	-6,3	5,8	4,5	8,4	-9,1	10,0	2,0	1,2	1,2	Iberia
Logista	ES	EUR	42,3	1.933	Compr.	47,0	11,1			0,8	6,1	6,0	21,6	20,0	17,1	12,8	13,9	9,0	7,9	17,7	12,5	11,6	10,4	25,4	2,5	2,9	4,1	3,6	Logista
Abertis	ES	EUR	19,9	10.921	Infracompr.	18,2	-8,3	2,8		0,2	13,9	22,5	12,9	n.d.	n.d.	n.d.	11,6	11,0	10,5	10,1	10,9	n.d.	n.d.	n.d.	2,9	3,2	3,0	n.d.	Abertis
Brisa	POR	EUR	6,4	3.812	Compr.	7,5	18,1		8,2	-2,8	-2,5	-5,9	18,9	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	11,8	11,3	n.d.	n.d.	4,0	n.d.	2,6	n.d.	Brisa
Inm. Colonial	ES	EUR	42,6	2.385	Compr.	41,0	-3,7			0,6	13,4	43,8	20,1	15,8	15,7	20,7	17,7	14,5	14,6	30,8	7,0	10,3	10,2	27,8	2,5	2,7	2,7	2,5	Inm. Colonial
Inm. Urbis	ES	EUR	14,4	1.842	Infracompr.	12,5	-13,4			4,6	24,5	35,2	20,1	14,9	13,1	24,2	15,4	13,6	13,1	21,0	11,1	23,0	11,6	2,9	2,2	2,5	2,4	2,1	Inm. Urbis
Metrovacesa	ES	EUR	50,6	3.742	Infracompr.	39,5	-21,9	1,0		-1,7	28,8	55,4	15,4	13,4	12,6	13,6	18,2	18,1	16,8	14,0	19,3	11,5	10,9	-1,3	1,9	2,1	4,0	3,2	Metrovacesa
Sacyr Vallehermoso	ES	EUR	19,0	5.068	Mantener	0,0	-100,0	1,1		8,9	37,7	56,7	13,5	11,3	15,5	-3,2	17,2	15,7	14,6	17,5	6,6	7,4	8,7	-15,0	2,2	1,6	2,0	1,8	Sacyr Vallehermoso
Abengoa	ES	EUR	9,7	878	Compr.	9,6	-1,0			-2,2	14,7	33,4	17,0	15,5	12,3	14,9	6,7	6,2	5,0	10,5	7,1	5,4	4,8	15,3	1,4	1,4	2,1	1,9	Abengoa
Aguas Barcelona	ES	EUR	17,5	2.566	Compr.	17,5	0,0			-0,3	4,9	13,8	12,9	14,3	13,1	-0,2	9,0	7,3	6,8	7,7	7,5	16,1	7,0	0,9	2,0	2,1	1,9	1,7	Aguas Barcelona
Prosegur	ES	EUR	17,5	1.082	Compr.	20,0	14,0			3,8	6,3	21,1	52,5	17,5	13,7	17,6	8,9	7,9	6,8	11,2	14,8	8,5	7,7	11,6	1,4	1,6	3,8	3,2	Prosegur
Sonae SGPS	POR	EUR	1,2	2.320	Compr.	1,5	29,3			-0,9																			

## IV. MONITOR DE LA TENDENCIA

Comportamiento bursátil 1M (%)			
10 mejores		10 peores	
Sacyr Valleherm.	34,5	Telefónica Móv.	-1,7
OHL	22,1	Sonae SGPS	-1,7
Metrovacesa	19,0	B. Guipuzcoano	-1,7
Abengoa	16,9	Zeltia	-2,1
B. Valencia	16,5	Aldeasa	-2,7
Ferrovial	14,7	Barón de Ley	-4,3
Zardoya Otis	14,0	Jerónimo Martins	-4,9
Inm. Urbis	13,9	PT Multimédia	-6,0
Faes	12,5	Inditex	-7,4
Cementos Portl.	12,2	Portugal Telecom	-9,0

Comportamiento desde máximo 12M (%)			
10 mejores		10 peores	
Telecinco	-0,6	Ence	-11,6
Bankinter	-0,6	Arcelor	-12,8
Indra	-0,6	EDP	-12,9
Sacyr Valleherm.	-0,6	Brisa	-13,1
Cortefiel	-0,8	TelePizza	-13,4
Antena 3	-0,9	Acerinox	-14,3
Abertis	-0,9	Telefónica Móv.	-14,9
Enagás	-1,0	PT Multimédia	-15,1
B. Sabadell	-1,1	Portugal Telecom	-19,1
Corp. Mapfre	-1,2	Jazztel	-25,7

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

BpA Consenso/BpA S,I, Bolsa 2005E (%)			
10 mejores		10 peores	
Jerónimo Martins	39,7	Jazztel	-22,5
OHL	29,6	Ence	-27,2
Logista	29,2	Sol Meliá	-33,5
NH Hoteles	26,0	PT Multimédia	-40,6
Gamesa	22,8	Iberia	-42,1
Repsol YPF	20,1	B. Guipuzcoano	-47,6
Tubacex	19,4	BBVA	-57,7
Uralita	17,9	Sos Cuétara	-70,5
Cimpor	16,2	Sogecable	-75,6
Altadis	15,2	Terra Lycos	-247,7

Comportamiento bursátil 3M (%)			
10 mejores		10 peores	
Sacyr Valleherm.	42,8	TelePizza	-3,4
Cortefiel	41,3	Barón de Ley	-3,7
Metrovacesa	38,7	EDP	-4,1
Tubacex	27,8	Zeltia	-4,2
Inm. Urbis	21,9	Acerinox	-4,3
Zardoya Otis	21,6	Inditex	-4,5
Sos Cuétara	20,8	Telefónica Móviles	-6,0
OHL	20,3	Arcelor	-6,8
Inm. Colonial	20,2	PT Multimédia	-9,9
Faes	19,7	Portugal Telecom	-11,2

Comportamiento desde mínimo 12M (%)			
10 mejores		10 peores	
Jazztel	416,7	BPI	14,7
Cortefiel	137,6	Viscofán	12,8
Inm. Colonial	113,3	Telefónica Móviles	12,3
Sos Cuétara	98,3	Acerinox	11,1
Telecinco	93,4	Brisa	10,4
Tubacex	87,3	Ence	9,4
Metrovacesa	81,7	PT Multimédia	5,6
Sacyr Valleherm.	76,6	EDP	2,0
OHL	74,5	BES	1,0
Antena 3	73,3	Portugal Telecom	0,5

Recomendaciones positivas-negativas 3M (x)			
10 mejores		10 peores	
Enagás	12,0	Zeltia	0,2
Prisa	10,0	Abertis	0,1
Inditex	9,0	Sos Cuétara	0,0
EDP	9,0	OHL	0,0
Tubacex	6,0	Aldeasa	0,0
Arcelor	5,7	Metrovacesa	0,0
Logista	5,0	Faes	0,0
Endesa	4,3	B. Valencia	0,0
Sogecable	4,3	B. Guipuzcoano	0,0
BPI	4,0	Jazztel	0,0

Acciones más recomendadas (% de compra)			
10 mejores		10 peores	
Sonae SGPS	100,0	Abertis	7,1
Tubacex	85,7	Unión Fenosa	5,0
Ferrovial	82,4	Sos Cuétara	0,0
PT Multimédia	80,0	OHL	0,0
Telefónica	78,9	Aldeasa	0,0
Arcelor	77,3	Metrovacesa	0,0
B. Pastor	75,0	Faes	0,0
Sogecable	72,2	B. Valencia	0,0
Inditex	64,3	B. Guipuzcoano	0,0
Enagás	60,0	Jazztel	0,0

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



## V, MONITOR DEL VALOR

PER 2005E (x)			
10 mejores		10 peores	
Viscofán	51,9	B. Guipuzcoano	11,8
Faes	41,0	Sacyr Valleherm.	11,3
Zardoya Otis	34,4	Repsol YPF	10,8
NH Hoteles	32,1	Acerinox	8,1
CF Alba	28,2	Sos Cuétara	8,0
B. Valencia	27,4	Ence	6,6
Indra	24,2	Arcelor	5,4
Prisa	23,5	BBVA	5,2
Antena 3	21,9	Iberia	4,7
Amadeus	21,5	Jazztel	-8,6

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

P/FC 2005E (x)			
10 mejores		10 peores	
Zardoya Otis	31,4	OHL	5,6
Faes	23,5	Abengoa	5,4
Inm. Urbis	23,0	Repsol YPF	5,1
Terra Lycos	20,1	Portugal Telecom	4,8
Indra	18,6	Sonae SGPS	4,7
Antena 3	18,4	Endesa	4,6
Telecinco	17,4	EDP	4,5
Aguas Barc.	16,1	Iberia	4,5
Iberdrola	15,9	Ence	4,5
Viscofán	15,2	Sos Cuétara	4,2

P/V 2005E (x)			
10 mejores		10 peores	
Zardoya Otis	34,2	BES	1,5
Jazztel	11,0	Acerinox	1,5
TPI	10,1	Viscofán	1,5
Telecinco	8,7	Ence	1,3
Sogecable	8,4	Iberia	1,2
Antena 3	6,9	Terra Lycos	1,1
Altadis	6,5	EDP	1,0
Telefónica Móviles	6,0	Arcelor	1,0
Faes	5,9	Sos Cuétara	0,8
Indra	5,7	BBVA	0,6

Revisiones del BpA 2005E en el año (%)			
10 mejores		10 peores	
Arcelor	157,6	Prosegur	-11,1
Antena 3	110,7	Altadis	-11,9
Inm. Colonial	63,9	Endesa	-12,8
Cortefiel	63,1	Portugal Telecom	-14,9
Tubacex	60,6	Cimpor	-23,0
PT Multimédia	53,8	Ence	-24,1
Inm. Urbis	49,6	NH Hoteles	-29,0
CF Alba	47,3	Faes	-30,5
Repsol YPF	46,8	Viscofán	-44,4
Acerinox	44,7	Sogecable	-92,8

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

Deuda/recursos propios 2005E (%)			
10 mejores		10 peores	
Telefónica			
Móviles	307,5	Antena 3	-18,3
REE	292,6	Inditex	-18,4
Inm. Colonial	252,2	CF Alba	-21,1
Metrovacesa	246,1	Logista	-22,9
Sacyr Valleherm.	245,4	Jazztel	-23,1
Sogecable	242,0	Indra	-25,1
OHL	237,0	Amadeus	-25,7
Sonae SGPS	225,1	Aldeasa	-28,7
Brisa	189,1	Telecinco	-61,4
Ferrovial	150,5	Iberia	-69,0

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

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa,

## VI, MONITOR DEL CRECIMIENTO

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

TACC DpA 2003-06P (%)			
10 mejores		10 peores	
PT Multimédia	110,8	Corp, Mapfre	6,0
Telecinco	93,9	B. Valencia	5,6
Sol Meliá	44,2	Aguas Barcelona	5,0
Inditex	40,3	Cementos Portland	3,6
Indra	35,7	Gamesa	0,4
Cortefiel	32,8	Abengoa	0,0
Amadeus	26,0	Sacyr Valleherm.	-3,2
Inm. Urbis	24,2	Metrovacesa	-6,8
Portugal Telecom	21,9	Uralita	-7,2
Logista	20,8	Viscofán	-15,4

TACC EBITDA 2003-06P (%)			
10 mejores		10 peores	
Jazztel	60,3	Endesa	6,2
Antena 3	41,8	Portugal Telecom	6,2
Sogetel	37,5	Repsol YPF	4,5
Inm. Colonial	30,8	TelePizza	4,4
Cortefiel	27,4	Amadeus	3,8
Tubacex	26,4	Barón de Ley	3,7
Acciona	25,9	Cementos Portl.	2,4
Telecinco	25,4	Uralita	1,9
Sos Cuétara	23,7	Viscofán	1,4
Inditex	23,0	Faes	-4,1

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

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

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

TACC FCpA 2003-06P (%)			
10 mejores		10 peores	
Jerónimo Martins	71,2	NH Hoteles	-0,3
Endesa	63,6	Barón de Ley	-0,7
Terra Lycos	56,9	Cementos Portland	-0,8
Uralita	39,4	Metrovacesa	-1,3
Inm. Colonial	27,8	ACS	-1,4
Cortefiel	25,5	Faes	-3,8
Logista	25,4	Viscofán	-6,9
PT Multimédia	24,0	Iberia	-9,1
Telecinco	23,7	Sacyr Valleherm.	-15,0
Inditex	22,1	Acciona	-36,5

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

Potencial hasta el precio objetivo de S,I, Bolsa (%)			
10 mejores		10 peores	
B. Guipuzcoano	47,1	Bankinter	-18,0
Sogetel	38,7	Telecinco	-18,5
Sonae SGPS	29,3	TelePizza	-19,6
Portugal Telecom	28,6	Metrovacesa	-21,9
Inditex	28,2	Zeltia	-27,2
BES	24,4	Faes	-30,7
B. Popular	21,5	Tubacex	-35,4
Ence	20,6	B. Valencia	-37,9
BCP	19,6	Jazztel	-39,5
Brisa	18,1	Sos Cuétara	-44,8

## Delegaciones internacionales

### Madrid

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

### Lisboa

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

### Londres

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

### Nueva York

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

### Bogotá

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

### Buenos Aires

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

### Caracas

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

### Lima

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

### México

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

### Santiago

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

### São Paulo

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

### Tokio

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

### Clave de recomendaciones

#### Comprar

Potencial alcista superior al 15%,

#### Mantener

Potencial alcista del 10%-15%,

#### Infraponderar

Potencial alcista inferior al 10%,

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

### INFORMACIÓN IMPORTANTE:

**Santander Investment Bolsa espera recibir ingresos de las siguientes compañías en los próximos tres meses por servicios de banca de inversión: FCC, Ferrovial, Iberia, Sacyr-Vallehermoso, Corporación Mapfre, Jazztel, Sogecable, Antena 3, Telecinco y Unión Fenosa,**

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

**Santander Investment Bolsa ha dirigido o codirigido una oferta pública de venta de los títulos valores de las siguientes compañías en los últimos 12 meses: Arcelor, Ence, Cintra y Telecinco, S.I, o sus filiales poseen el 1% o más de cualquier clase de valores de: Ferrovial, Amadeus, Urbis, Abengoa, Banesto, BBVA, Cepsa, Repsol YPF, Antena 3, Endesa, Iberdrola, Unión Fenosa y Recoletos,**

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

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

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

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

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

