

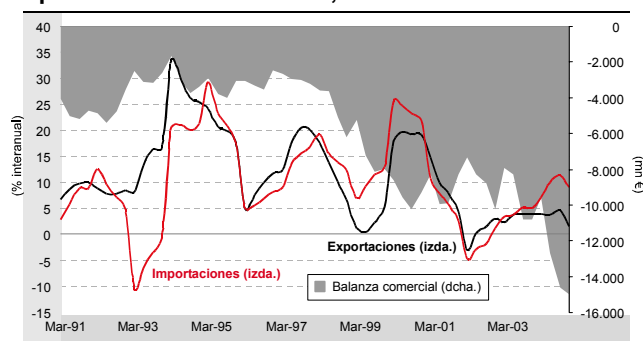
THE IBERIAN MACRO OBSERVER

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

Rui Constantino
(351) 21-389-3626
rui.constantino@bsnp.pt

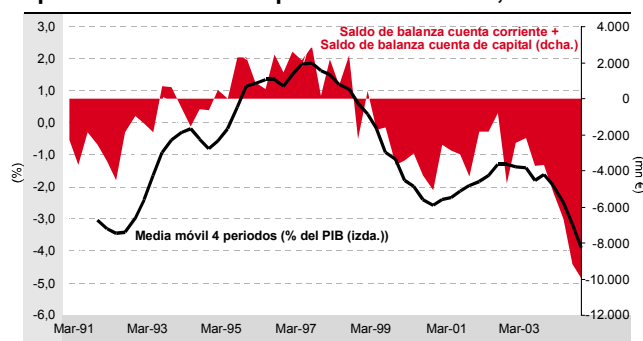
Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespasa@gruposantander.com

España – Balanza comercial, 1991-2004



Fuente: Mineco y SCH Bolsa.

España – Saldo balanza por cuenta corriente, 1991-2004



Fuente: Mineco y SCH Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) Seguramente la FED subirá los tipos de interés 25 pb.
- (2) En febrero, los precios de producción subirán moderadamente.
- (3) El IPC de febrero habría avanzado un 0,3% intermensual.
- (4) La venta de viviendas de segunda mano caería ligeramente en febrero.
- (5) Posible repunte de los pedidos de bienes duraderos en febrero.

En la zona euro:

- (1) El índice IFO podría mejorar ligeramente en marzo.
- (2) El gasto del consumidor en Francia sería débil en febrero.
- (3) La balanza comercial de enero de la zona euro habría de arrojar datos positivos.
- (4) En Italia, la confianza empresarial podría mejorar en marzo.

- En nuestra opinión, los grandes desequilibrios de la economía española persisten: (1) el mercado inmobiliario sigue fuera de control, aunque ya se perciben signos de desaceleración en los precios y la actividad; (2) el déficit por cuenta corriente crece y roza máximos históricos; y (3) los precios continúan subiendo más rápido que en la zona euro, limitando la competitividad de España.
- La OCDE insistía en estos problemas, que ya comentáramos en nuestro informe *Estratega 2005 de España y Portugal* el pasado noviembre. Creemos que no existe una solución rápida e “indolora” para estos problemas, y el ajuste supondría un menor crecimiento del PIB.
- **En EEUU.** Datos mixtos esta semana: (1) las ventas al por menor apuntan a un comportamiento relativamente fuerte del consumo privado en el 1T05E; (2) mayor producción industrial en febrero, con fuerte actividad manufacturera; (3) posible contribución positiva de los inventarios empresariales al crecimiento del PIB en el 1T05E; y (4) el déficit de balanza por cuenta corriente en máximos históricos en el 4T04.
- **En la zona euro.** La actividad industrial se dispara en enero (0,5% intermensual), y el informe ZEW de marzo arroja datos positivos. Los precios siguen bajo control, con una subida del 2,0% interanual en febrero. La creación de empleo en Francia no levanta cabeza en el 4T04 y se revisan a la baja los datos del trimestre anterior.
- En 2004, la economía portuguesa crecía un 1,0%, ligeramente por debajo del 1,1% previsto por el Banco de Portugal y por nosotros. La demanda doméstica fue el principal motor del crecimiento, con un aumento del consumo privado del 2,3% y una subida de la inversión del 2,1%. En 2003, estos componentes perdían un 0,3% y un 9,8%, respectivamente. El comportamiento de la economía a finales de 2004 nos lleva a modificar nuestra previsión de crecimiento (1,8%) para 2005E, quizás con una ligera revisión a la baja.

LA SEMANA PASADA

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
14-Marzo	Lunes	Zona euro	Producción de construcción (t/a)	4T	-0,4/-0,2	-	-0,3/-1,0
15-Marzo	8:45	Francia	IPC (m/a)	Feb	-0,5/1,6	0,5/1,6	0,5/1,6
Martes	10:00	Italia	Producción industrial (m/a)	Ene	-0,4/2,0	0,2/-2,0	0,1/-2,1
	11:00	Alemania	ZEW (Sentimiento económico)	Mar	35,9	34,5	36,3
	11:00	Alemania	ZEW (Situación actual)	Mar	-58,7	-56,3	-66,0
	11:00	Zona euro	ZEW (Sentimiento económico)	Mar	36,0	38,0	37,3
	11:00	Zona euro	Costes laborales (a)	4T	1,8 R	1,9	2,2
		España	Saldo de balanza por cuenta corriente	Dic	-3729,4	-	5.710,4
	14:30	EEUU	Índice Empire de Manufacturas	Mar	19,19	19,90	19,61
	14:30	EEUU	Avance de ventas minoristas	Feb	0,3 R	0,6	0,5
	14:30	EEUU	Ventas minoristas sin automóviles	Feb	1,0	0,8	0,4
	14:30	EEUU	Inventarios empresariales	Ene	0,2	0,7	0,9
	15:00	EEUU	Comp. netas valores extranj. (miles mn US\$)	Ene	60,7 R	62,0	91,5
	19:00	EEUU	NAHB Índice del Mercado de viviendas	Mar	69r	68	69
	23:00	EEUU	ABC Confianza del Consumidor	13-Mar	-7	-	-
16-Marzo	10:00	Italia	IPC (NIC incl. tabaco) (m/a)	Feb	0,0/1,9	-	0,3/1,9
Miércoles	11:00	Zona euro	IPC (m/a)	Feb	-0,6/1,9	0,3/2,0	0,3/2,1
	11:00	Italia	Saldo de balanza por cuenta corriente (mn €)	Ene	-3006,0	-	-4350,0
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	11-Mar	-0,7	-	3,2
	14:30	EEUU	Saldo balance por cta. corr. (miles mn US\$)	4T	-165,9 R	-183,0	-187,9
	14:30	EEUU	Viviendas comenzadas	Feb	2,18 mn R	2,04 mn	2,19 mn
	14:30	EEUU	Permisos de construcción	Feb	2,13 mn R	2,06 mn	2,07 mn
	15:15	EEUU	Producción industrial	Feb	0,1 R	0,4	0,3
	15:15	EEUU	Capacidad utilizada	Feb	79,2 R	79,2	79,4
17-Marzo	8:45	Francia	Empleo no agrícolas (t)	4T	0,0	0,1	0,0
Jueves	8:45	Francia	Cuenta corriente (mn €)	Ene	-1.184	-900 mn	-3.910 mn
	11:00	Zona euro	Producción industrial (m/a)	Ene	0,5/1,0	1,2/2,6	0,5/2,2
	14:30	EEUU	Solicitudes semanales subsidio desempleo	12-Mar	328.000 R	317.000	318.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	5-Mar	2,69 mn R	2,66 mn	2,64 mn
	16:00	EEUU	Indicadores adelantados	Feb	-0,3	0,1	0,1
	18:00	EEUU	Fed de Filadelfia	Mar	23,9	20,0	11,4
18-Marzo	10:00	Italia	Balanza comercial (mn €)	Ene	-1009,0 r	-2.000,0	-1.982
Viernes	14:30	EEUU	Índice de precios de importación (m/a)	Feb	0,9/6,0	0,6/n.d.	0,8/6,1
	15:45	EEUU	Informe confianza U. de Michigan	Mar	94,1	95,0	92,9

(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 Central Hispano Bolsa.

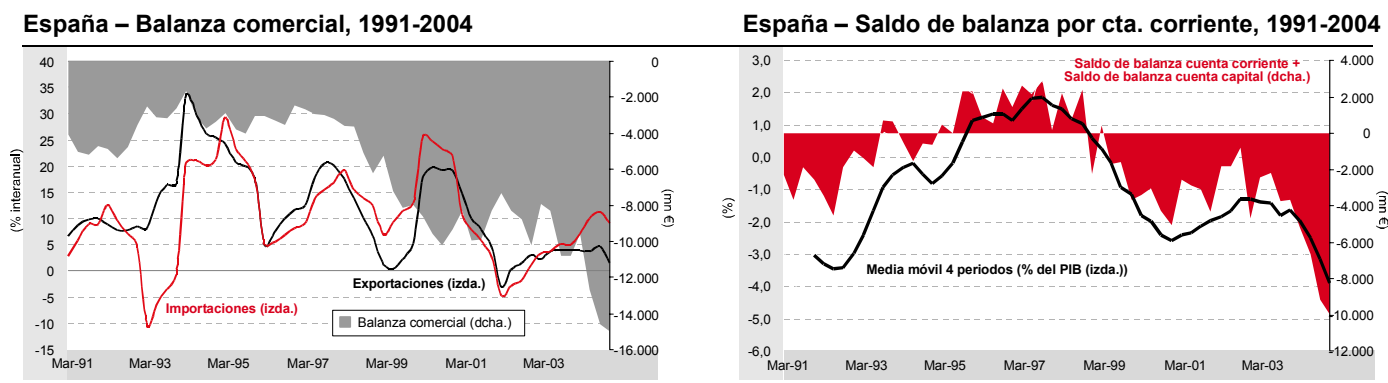
CRECE EL DÉFICIT DE BALANZA POR CUENTA CORRIENTE EN ESPAÑA

Los principales problemas de la economía española persisten: (1) el mercado inmobiliario sigue fuera de control, aunque ya se perciben signos de desaceleración en los precios y la actividad; (2) el déficit por cuenta corriente crece y roza máximos históricos en términos absolutos y como porcentaje del PIB; (3) los precios continúan subiendo en España más rápido que en la zona euro, limitando la posición competitiva del país.

Esta semana, la OCDE publicaba su último informe sobre España e insistía en estos problemas, que ya comentáramos en nuestro informe *Estratega 2005 de España y Portugal* el pasado noviembre. En nuestra opinión, no existe una solución rápida e “indolora” para todos estos problemas, y el ajuste supondría probablemente un menor crecimiento del PIB en los próximos años.



El déficit de balanza por cuenta corriente en España llegaba a máximos históricos en 2004, desde 2.251 mn € en diciembre de 2003 hasta 5.710 mn € en diciembre de 2004. En términos acumulados, el déficit de balanza por cuenta corriente en 2004 crecía hasta 39.538 mn € frente a 20.828 mn € en 2003. El causante principal de esta subida fue el déficit comercial, que pasaba de 3.610 mn € en diciembre de 2003 a 5.402 mn € en diciembre de 2004. La cuenta de servicios (especialmente el turismo), las transferencias y la cuenta de rentas también tuvieron un comportamiento negativo. Nuestras estimaciones apuntan a que el déficit comercial habría terminado el año en el 7,4% del PIB español, mientras que el déficit de balanza por cuenta corriente podría rondar el 4,2% del PIB.



Fuentes: Mineco y Santander Central Hispano Bolsa.

Los datos son bastante negativos y resaltan el principal problema de la economía española: el sector exterior. El fuerte crecimiento de la demanda interna ha elevado las importaciones, pero las exportaciones no han crecido (menor crecimiento económico en el exterior que en España, lo que reduce la competitividad de nuestro país). En nuestra opinión, la única solución al problema a corto plazo pasa por un crecimiento menor de la demanda interna y un ahorro mayor. La devaluación de la moneda —la solución adoptada a principios de los años noventa— no puede ser una alternativa en la situación actual.

La semana en EEUU: Datos mixtos publicados esta semana: (1) las ventas al por menor apuntan a un comportamiento relativamente fuerte del consumo privado en el 1T05E; (2) mayor producción industrial en febrero, con fuerte actividad manufacturera; (3) posible contribución positiva de los inventarios empresariales al crecimiento del PIB en el 1T05E; y (4) el déficit de balanza por cuenta corriente en máximos históricos en el 4T04. Los datos muestran que la economía sigue atravesando un buen momento.

Las ventas al por menor cumplían prácticamente nuestras expectativas, con un aumento del 0,5% intermensual en febrero tras un +0,3% intermensual en enero (revisado al alza desde -0,3% intermensual). Las ventas al por menor excluyendo automóviles subían un 0,4% intermensual, desde el 1,0% intermensual en enero (revisado al alza desde 0,6% intermensual). Son datos positivos, con subida de casi todos los componentes (salvo materiales de construcción y equipamientos de jardinería, que caía un 1,3% intermensual), que apuntan a un crecimiento relativamente fuerte del consumo privado en el 1T05E.

El índice Empire de Nueva York subía ligeramente, desde 19,2 en febrero hasta 19,6 en marzo, con datos mixtos: caen los nuevos pedidos y sube el empleo. En febrero, la actividad mantiene un tono positivo: crecimiento del 0,3% intermensual en la **producción industrial** (frente a la previsión de 0,4% intermensual, debido al sector *utilities*, con -1,1% intermensual) y del 0,5% intermensual en la producción manufacturera. El principal responsable de esta mejora de la actividad fue el sector automovilístico (+5,1% intermensual). Sin este sector, la producción industrial habría sido plana en el mes. Para los próximos meses, esperamos un comportamiento modesto de la producción industrial, en línea con la reciente desaceleración registrada por el ISM.

Los **inventarios empresariales** crecían un 0,9% intermensual en enero (0,2% intermensual en diciembre) y las ventas un 0,8% intermensual. El ratio inventarios/ventas se mantenía en 1,30. La contribución de los inventarios al crecimiento del PIB podría ser positiva en el 1T05E.

El **déficit de balanza por cuenta corriente** llegaba a máximos históricos en el 4T04. En estos momentos, supone un 5,7% del PIB, frente al 4,8% en el 4T03. Son datos negativos que resaltan el problema de déficit por cuenta corriente que tiene EEUU. Seguimos pensando que, pese a la actual depreciación del tipo de cambio efectivo del dólar (TWIS), es difícil que se reduzca el déficit por cuenta corriente. El problema es que la depreciación del TWIS tan sólo se ha producido frente al euro, y las divisas asiáticas no han registrado ningún ajuste. No será fácil reducir el déficit por cuenta corriente hasta que el dólar se deprecie también frente a las divisas asiáticas. Las compras netas de activos financieros estadounidenses por parte de extranjeros ascendían a 91.500 mn US\$ en enero, desde 61.300 mn US\$ en el mes anterior, lo que significa que hasta el momento son los extranjeros quienes han estado financiando el déficit por cuenta corriente de EEUU.

La semana en la zona euro: La actividad industrial se dispara en enero (0,5% intermensual), lo que en nuestra opinión apunta a un proceso de recuperación —al menos, así lo apunta el informe ZEW de marzo—. Los precios siguen bajo control, con una subida del 2,0% interanual en febrero frente al 1,9% interanual el mes anterior. La creación de empleo en Francia no levanta cabeza en el 4T04 y se revisan a la baja los datos del trimestre anterior.

El **informe ZEW** avanzaba en marzo frente a las expectativas de ligero descenso. Estos datos indican que continúa el proceso de recuperación en Alemania. En cualquier caso, la fuerza del euro y el elevado precio del petróleo siguen siendo un riesgo.

La **producción industrial en Italia** tuvo un comportamiento modesto en enero (+0,1% intermensual), frente a Francia y Alemania, que registraron comportamientos más positivos. Las expectativas apuntan a que el comportamiento en el 1T05P en Italia será plano. En la **zona euro**, la producción industrial repetía en enero el aumento del 0,5% intermensual de diciembre. Los componentes de bienes de capital (1,4% intermensual) y bienes de consumo duraderos (1,3% intermensual) se disparaban.

El **IPC de la zona euro** crecía un 2,1% interanual en febrero, desde el 1,9% interanual en enero. Por su parte, el índice subyacente caía hasta el 1,6% interanual. En nuestra opinión, en estos momentos la inflación no supone un problema para el BCE, por lo que podría optar por dejar los tipos de interés sin cambios hasta finales de año. Creemos que el IPC general caerá por debajo del 2,0% interanual en los próximos meses. Al mismo tiempo, algunos miembros del BCE han sugerido que los tipos de interés están en niveles insostenibles y que niveles tan altos de liquidez representan un riesgo para los precios en el futuro. Asimismo, añadían que las subidas de tipos de interés dependerían de la evolución de los datos económicos.



ESTA SEMANA

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión
La semana		Alemania	Índice de precios de importación (m/a)	Feb	0,7/2,9	1,6-3,5
21-Marzo	9:00	España	Pedidos de fábrica (a)	Ene	4,9	-
Lunes	10:00	Italia	Tasa de desempleo	4T	8,1	8,1
22-Marzo	8:45	Francia	Gasto del consumidor (m/a)	Feb	1,5/3,8	-0,5/3,6
Martes	14:30	EEUU	Índice de precios de producción (m/a)	Feb	0,3/4,2	0,3/4,7
	14:30	EEUU	IPRI excl. alimentación y energía (m/a)	-	0,8/2,7	0,1/2,8
	20:15	EEUU	Decisión de FOMC sobre tipos de interés	22-Mar	2,50	2,75
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	20-Mar	-8	-
23-Marzo	9:00	España	Ocupación hotelera (%)	Feb	39,6	-
Miércoles	9:00	España	Índice de precios hoteleros (a)	Feb	0,5	-
	9:30	Italia	Confianza del consumidor	Mar	104,4	104,0
	10:00	Italia	Balanza comercial (no Europa) (mn €)	Feb	-1.959,0	-285,0
	10:00	Alemania	IFO – Clima empresarial	Mar	95,5	96,5
	10:00	Alemania	IFO – Condiciones actuales	Mar	94,5	94,8
	10:00	Alemania	IFO – Expectativas	Mar	96,4	96,4
	10:00	Zona euro	Saldo balanza cta. corriente (miles mn €)	Ene	2,7	3,0
	11:00	Italia	Ventas al por menor (m/a)	Ene	0,0/-0,5	0,2/-1,5
	11:00	Zona euro	Balanza comercial (miles mn €)	Ene	4,2	4,8
	11:00	Zona euro	Nuevos pedidos industriales (m/a)	Ene	8,8/17,0	-5,0/13,8
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	18-Mar	3,2	-
	14:30	EEUU	IPC (m/a)	Feb	0,1/3,0	0,3/2,9
	14:30	EEUU	IPC excl. alimentación y energía	Feb	0,2/2,3	0,2/2,3-
	16:00	EEUU	Venta viviendas segunda mano (mn unid.)	Feb	6,8	6,68
24-Marzo		Alemania	IPC (m/a)	Mar	0,4/1,8	0,2/1,7
Jueves	9:30	Italia	Confianza empresarial	Mar	86,8	87,0
	10:00	Italia	PIB (a)	4T	1,3	1,0
	14:30	EEUU	Pedidos de bienes duraderos	Feb	-1,3	0,7
	14:30	EEUU	Duraderos excl. transporte	Feb	0,3	0,2
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	19-Mar	318.000	315.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	12-Mar	2,64 mn	-
	16:00	EEUU	Venta de viviendas nuevas	Feb	1,10 mn	1,14 mn
25-Marzo	8:45	Francia	Salarios (t)	4T	0,8	-
Viernes	10:00	Italia	Pedidos industriales (m/)	Ene	5,6/9,1	-3,2/7,5
	10:00	Italia	Ventas industriales (m/a)	Ene	-0,6/3,1	0,2/3,5

(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 Central Hispano Bolsa.

ASUNTOS A TENER EN CUENTA:

En EEUU: (1) Seguramente la Reserva Federal subirá los tipos de interés otros 25 puntos básicos en su próxima reunión, respetando así su mensaje de subida “pausada” de los tipos; (2) en febrero, los precios de producción habrían de registrar una pequeña subida; (3) el IPC habría de avanzar un 0,3% intermensual en febrero; (4) la venta de viviendas de segunda mano caería ligeramente en febrero; (5) los pedidos de bienes duraderos se incrementarían en febrero, lo que apuntaría a un crecimiento fuerte de la inversión empresarial en el 1T05E.

En la zona euro: (1) en marzo podríamos asistir a una ligera mejora del índice IFO, en línea con la recuperación registrada por el informe ZEW esta semana; (2) el gasto del consumidor en Francia sería débil en febrero tras el fuerte comportamiento en el mes anterior; (3) la balanza comercial de la zona euro habría de arrojar datos positivos en enero, en línea con los datos de las principales economías; (4) en Italia, la confianza empresarial podría mejorar en marzo.

TIPOS Y DIVISAS

- Parece que los bonos se toman un respiro en su carrera bajista iniciada hace un par de semanas. No obstante, a pesar de esta pausa, seguimos pensando que la tendencia a la baja de los precios se reanudará en los próximos meses. También es interesante destacar el fuerte incremento registrado en la curva a 2 años de la zona euro, condicionado por las declaraciones de algunos miembros del BCE, que sugerían una subida de tipos de interés a corto plazo. Mantenemos nuestra recomendación de apostar por estrategias de incremento de la pendiente en el tramo 3 meses/2 años de la curva.
- El dólar se veía muy afectado por el fuerte incremento del déficit de balanza por cuenta corriente, pese a que los extranjeros aumentaban el número de activos estadounidenses comprados en enero. Mantenemos nuestro optimismo hacia el dólar frente al euro, pero también defendemos que es necesaria una mayor depreciación frente a las divisas asiáticas.

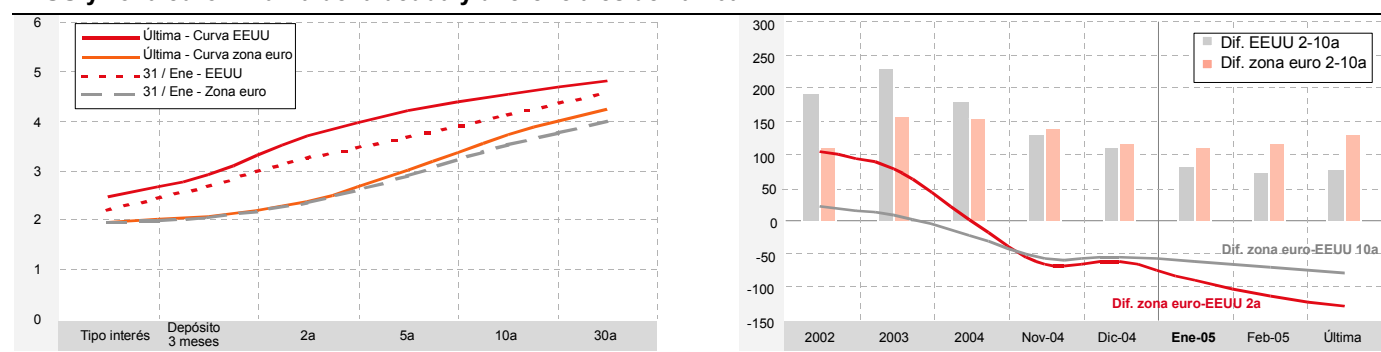
EEUU y zona euro – Tipos de interés y divisas

		Anual ¹			Trimestral ¹				Mensual				Semanal			
		2001	2002	2003	Mar-04	Jun-04	Sep-04	Dic-04	Nov-04	Dic-04	Ene-05	Feb-05	25-Feb	04-Mar	11-Mar	Última ²
Tipos interés corto plazo																
	Tipo intervención BCE	3,2	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,00	2,00	2,00	2,00
	Fondos de la Fed	1,7	1,1	1,4	1,0	1,1	1,5	2,0	2,0	2,3	2,3	2,5	2,50	2,50	2,50	2,50
	Euribor 3 meses	3,3	2,3	2,1	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,11	2,12	2,12	2,12
	Dep. 3 meses EEUU	1,7	1,2	1,6	1,1	1,3	1,8	2,3	2,4	2,5	2,7	2,9	2,87	2,91	2,96	3,00
Tipos inter. largo plazo																
Zona euro	2 años	3,6	2,5	2,5	2,3	2,6	2,5	2,4	2,4	2,5	2,4	2,5	2,50	2,43	2,43	2,52
	5 años	4,2	3,3	3,3	3,2	3,5	3,4	3,1	3,0	3,0	2,9	3,1	3,07	3,00	3,04	3,03
	10 años	4,8	4,1	4,1	4,1	4,3	4,1	3,8	3,8	3,7	3,5	3,7	3,71	3,69	3,77	3,68
	30 años	5,2	4,8	4,7	4,8	4,9	4,7	4,4	4,4	4,3	4,0	4,2	4,17	4,18	4,27	4,16
EEUU	2 años	2,5	1,6	2,4	1,7	2,5	2,6	2,9	3,0	3,1	3,3	3,6	3,52	3,56	3,72	3,68
	5 años	3,7	2,9	3,4	3,0	3,7	3,5	3,5	3,7	3,6	3,7	4,0	3,89	3,96	4,22	4,14
	10 años	4,5	4,0	4,2	4,0	4,6	4,2	4,2	4,3	4,2	4,1	4,4	4,26	4,31	4,54	4,47
	30 años	5,3	4,9	5,0	4,9	5,3	5,0	4,9	5,0	4,8	4,6	4,7	4,64	4,65	4,81	4,76
Diferencial																
Dif. zona euro	3 m-30 a	194	255	265	284	287	261	228	226	216	194	205	206	206	215	204
	2 a-10 a	115	164	160	178	171	154	136	144	120	115	122	121	126	134	116
Dif. EEUU	3 m-30 a	352	374	338	380	399	321	254	263	230	188	184	177	174	185	176
	2 a-10 a	198	235	184	230	207	168	133	135	115	86	78	74	75	83	79
Dif. zona euro-EEUU	Int.	154	115	60	100	92	50	0	0	-25	-25	-50	-50	-50	-50	-50
	2 a	107	82	5	61	6	-2	-45	-64	-59	-88	-112	-103	-113	-129	-116
	10 a	24	11	-20	9	-30	-16	-42	-55	-54	-59	-67	-56	-62	-78	-79
Divisas																
	€/US\$	0,95	1,14	1,25	1,24	1,21	1,22	1,32	1,328	1,355	1,304	1,323	1,325	1,324	1,346	1,337
	€/¥	118	132	134	132	133	135	137	137	139	135	138	139	139	140	140
	US\$/¥	125	116	107	106	110	110	104	103	103	104	105	105	105	104	105

(1) Las cifras representan la media del periodo. (2) 17 de marzo de 2005.

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

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



Fuente: Bloomberg.



RINCÓN MACRO. PIB PORTUGUÉS: +1% EN 2004

- En 2004, la economía portuguesa crecía un 1,0%, ligeramente por debajo del 1,1% previsto por el Banco de Portugal y por nosotros. La demanda doméstica fue el principal motor del crecimiento económico, con un crecimiento del consumo privado del 2,3% y una subida de la inversión del 2,1%. En 2003, estos componentes perdían un 0,3% y un 9,8%, respectivamente.
- El gasto público fue mucho mayor de lo previsto, especialmente en la segunda mitad de 2004. El adelanto de determinados gastos de la preparación de las elecciones municipales (previstas para otoño de 2005) podría haber contribuido a esta subida. Este incremento del gasto público por encima de las previsiones permite entender las acciones del Gobierno para aumentar los ingresos extraordinarios a finales de 2004 (cuando incorporó parte del fondo de pensiones de Caixa Geral de Depósitos en el fondo de pensiones de los funcionarios). Así pudo cumplir los criterios de déficit presupuestario de Maastricht del 3,0% del PIB, con un déficit del 2,9% del PIB.
- Del 4T04, destacaríamos la resistencia del consumo privado, pese a la pérdida de confianza y un cierto grado de inestabilidad política a finales de 2004 ante las elecciones generales (febrero 2005). La caída de la inversión total en el 4T04 respondía principalmente a una contracción en el sector de la construcción. En general, la inversión en productos y equipo añadía 0,2 puntos porcentuales al crecimiento del PIB, un dato que podemos interpretar como síntoma de reestructuración en el sector comercial.
- Las exportaciones netas tenían una contribución negativa al PIB en el 4T04 y en todo 2004. El fuerte crecimiento de las importaciones fue probablemente respuesta a la fuerte demanda doméstica y a la subida del precio del petróleo. El comportamiento de las exportaciones fue negativo, en línea con la desaceleración registrada en toda la zona euro. Las exportaciones en 2004 crecieron un 5,1% frente al 5,0% en 2003.
- El comportamiento de la economía a finales de 2004 nos lleva a modificar nuestra previsión de crecimiento (1,8%) para 2005E, posiblemente con una ligera revisión a la baja. Seguimos esperando una recuperación de la inversión en obra pública (en vista de las próximas elecciones municipales) y gasto público. Los riesgos, sin embargo, son a la baja.

Portugal – Crecimiento del PIB (interanual)												
(% interanual)	2002	1T03	2T03	3T03	4T03	2003	1T04	2T04	3T04	4T04	2004	BSNP 2004E
PIB	0,4	-1,4	-2,2	-1,0	0,0	-1,1	0,7	1,8	0,9	0,6	1,0	1,1
Consumo privado	1,1	-1,3	-0,9	-0,2	1,2	-0,3	1,7	2,9	2,2	2,6	2,3	2,2
Gasto público	2,3	0,7	0,2	0,0	0,2	0,3	0,6	1,1	1,5	1,8	1,2	0,8
Inversión	-5,1	-12,8	-12,8	-8,2	-4,9	-9,8	0,5	3,6	2,0	2,2	2,1	3,0
Exportaciones	2,0	7,3	1,8	4,8	6,2	5,0	5,3	8,2	4,1	3,0	5,1	6,2
Importaciones	-0,2	-1,2	-3,1	0,4	3,4	-0,1	5,8	9,4	6,1	6,7	7,0	7,7

Fuente: INE y estimaciones BSNP.

ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

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

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

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

Datos financieros*	2002	2003	2004	Cons.	2005P	Cons.	2006P	Cons.
Tipos intervención								
Zona euro	2,75 (3,21)	2,00 (2,25)	2,00 (2,00)	-	2,25 (2,06)	2,75	3,25 (2,88)	3,50
EEUU	1,25 (1,67)	1,00 (1,10)	2,25 (1,40)	-	3,50 (2,63)	3,50	4,25 (4,13)	-
Tipos 3 meses								
Zona euro	2,86 (3,26)	2,11 (2,26)	2,13 (2,08)	-	2,50 (2,23)	2,41	3,65 (3,18)	2,92
EEUU	1,29 (1,72)	1,09 (1,14)	2,52 (1,56)	-	3,74 (2,93)	3,50	4,05 (4,15)	-
Bono 2 años								
Zona euro	2,72 (3,62)	2,61 (2,46)	2,48 (2,48)	-	3,25 (2,83)	-	4,35 (3,93)	-
EEUU	1,60 (2,55)	1,82 (1,64)	3,06 (2,36)	-	4,50 (3,59)	-	3,75 (3,99)	-
Bono 10 años								
Zona euro	4,20 (4,77)	4,29 (4,09)	3,68 (4,06)	-	4,20 (4,05)	4,19	4,90 (4,60)	4,46
EEUU	3,82 (4,53)	4,25 (3,99)	4,22 (4,25)	-	5,15 (4,60)	5,10	5,00 (4,18)	5,50
Tipo de cambio								
Euro-dólar	1,05 (0,95)	1,26 (1,14)	1,36 (1,24)	-	1,23 (1,22)	1,339	1,15 (1,18)	1,336

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

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



APPENDIX 1

Summary of Euro Zone Figures, 2001-4Q04

GDP Components	Annual Growth			YoY Rates				QoQ Annualised Rates					
	2001	2002	2003	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	3Q03	4Q03	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04
Private consumption	1.9	0.7	1.0	1.2	1.2	0.9	1.3	1.5	0.0	3.1	0.2	0.3	1.8
Public consumption	2.4	3.1	1.6	1.9	1.8	1.5	1.2	2.7	1.9	0.9	1.6	1.5	0.7
Business investment	-0.2	-2.5	-0.6	1.2	1.9	2.1	1.6	1.8	4.3	-0.4	1.9	2.6	2.4
Inventory (contribution)	0.0	-0.4	-0.1	-0.1	0.2	1.3	0.5	-1.7	2.8	-0.5	0.4	2.6	0
Internal demand (contribution)	1.0	0.4	1.2	1.2	1.7	2.6	1.9	0.0	4.1	1.3	1.2	3.8	1.3
Exports	3.5	1.9	0.2	3.6	7.2	5.6	6.0	11.5	0.5	5.7	11.4	5.2	1.9
Imports	1.8	0.5	2.0	2.8	6.0	7.8	7.1	5.5	7.0	1.5	10.1	13.1	3.9
Net exports (contribution)	0.7	0.5	-0.7	0.3	0.6	-0.7	-0.3	2.3	-2.4	1.6	0.7	-2.8	-0.7
GDP	1.6	0.9	0.5	1.6	2.2	1.9	1.6	2.3	1.7	3.0	1.9	1.0	0.6
Nominal GDP (EUR bn)	6850.3	7085.5	7271.6										
Activity indicators	Annual Growth			YoY Rates				MoM Rates					
	2001	2002	2003	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	Sep04	Oct04	Nov04	Dec04	Jan05	Feb05
Industrial production	0.6	-0.3	0.2	1.4	3.3	2.9	0.8	3.2	1.0	-0.9	2.4	2.5	-
- Ex construction	0.4	-0.5	0.3	1.1	3.1	2.8	0.8	3.6	1.1	0.4	1.0	2.2	-
Manufacturing production	0.3	-0.8	0.0	1.0	3.2	2.9	0.7	3.6	1.1	0.1	0.9	2.7	-
Retail sales	1.6	0.1	0.3	0.4	0.0	0.0	0.1	-0.5	-0.6	0.5	0.3	-0.6	-
New car registrations	0.0	-2.4	-1.2	1.3	3.4	-0.8	3.1	-0.7	2.7	2.7	3.9	4.5	-
Capacity utilisation	83.2	81.2	81.1	81.1	81.1	82.0	82.1						
Confidence indicators	Annual Average			Quarterly Average				Index					
	2001	2002	2003	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	Sep04	Oct04	Nov04	Dec04	Jan05	Feb05
Economic confidence	100.8	94.4	93.4	98.6	99.9	100.6	100.9	100.9	101.5	100.9	100.2	100.8	98.8
Business climate	-0.19	-0.53	-0.43	-0.01	0.34	0.52	0.45	0.51	0.53	0.39	0.44	0.40	0.20
Industrial confidence	-9	-11	-10	-7	-5	-4	-3	-3	-3	-3	-4	-5	-7
Construction confidence	-10	-19	-20	-19	-16	-15	-14	-15	-14	-14	-13	-13	-14
Retail trade survey	-8	-17	-12	-9	-8	-8	-8	-9	-7	-10	-7	-6	-8
Services confidence	15	1	2	11	12	12	11	11	12	11	10	13	10
Consumer confidence	-5	-11	-18	-14	-14	-14	-13	-13	-13	-13	-13	-13	-13
PMI	48	50	49	52.8	54.4	53.9	51.4	53.1	52.4	50.4	51.4	51.9	51.9
- Output	49	52	51	53.9	56.0	55.9	52.3	54.8	54.0	50.5	52.4	53.3	53.4
- New orders	47	51	50	55.0	56.1	55.2	51.3	54.1	52.6	49.8	51.6	52.9	52.8
- Employment	49	47	47	48.4	48.9	49.5	48.4	49.5	49.0	48.0	48.3	48.1	49.3
- Stock purchases	47	46	46	46.9	48.4	49.2	49.5	48.8	48.9	49.4	50.1	49.4	49.6
- Delivery times	53	50	50	45.0	40.4	43.1	44.6	43.9	44.0	44.4	45.4	46.1	47.5
- Prices	48	52	52	59.8	70.7	69.4	72.8	71.3	76.4	72.1	69.9	69.1	64.8
Prices	Annual Growth			YoY Rates				MoM Rates					
	2001	2002	2003	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	Sep04	Oct04	Nov04	Dec04	Jan05	Feb05
CPI	2.4	2.3	2.1	1.7	2.3	2.3	2.3	0.1	0.4	-0.1	0.3	-0.6	0.3
Core CPI	1.8	2.4	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8	0.2	0.3	0.0	0.5	-1.0	0.2
PPI (ex construction)	2.0	-0.1	1.4	0.2	2.0	3.1	3.8	0.2	0.8	-0.2	-0.3	0.6	-
GDP deflator	2.4	2.5	2.1	1.9	2.1	1.7	1.7						
Domestic demand deflator	2.2	2.2	1.9	1.6	2.2	1.9	2.2						
Costs and salaries	Annual Average			Quarterly Average				Index					
	2001	2002	2003	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	Sep04	Oct04	Nov04	Dec04	Jan05	Feb05
Unit labour costs	2.6	2.2	2.0	1.0	0.4	0.1	-						
Salaries		2.8	2.6	2.4	2.2	2.2	1.5						
Productivity		0.2	0.4	0.4	1.2	1.8	1.4						
Employment market	Annual Growth			YoY Rates				MoM Rates					
	2001	2002	2003	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	Sep04	Oct04	Nov04	Dec04	Jan05	Feb05
Unemployment rate	7.8	8.2	8.7	8.9	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.7	8.8	8.8	-
Money supply	Annual Growth			YoY Rates				MoM Rates					
	2001	2002	2003	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	Sep04	Oct04	Nov04	Dec04	Jan05	Feb05
M3	10.9	6.6	6.4	5.7	5.2	6.0	6.1	0.7	0.6	0.3	0.6	0.6	-
M3 mov. average 3m (YoY)	7.9	7.1	7.0	5.9	5.2	5.8	6.3	5.8	6.0	6.1	6.3	-	-
Loans to the private sector	7.0	4.0	4.7	4.6	5.4	5.8	6.3	0.7	0.6	0.8	0.5	0.5	-
Currency (YoY rates)	Annual Average			Quarterly Average				Index					
	2001	2002	2003	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	Sep04	Oct04	Nov04	Dec04	Jan05	Feb05
€ effective exchange rate	1.5	3.0	11.4	8.5	1.2	2.7	3.7	3.5	3.2	4.7	3.3	0.3	-0.3
Real effective exch rate € (CPI)	0.6	4.0	12.6	8.9	1.7	2.7	3.3	3.4	2.9	4.2	2.9	0.5	-0.1
Real effective exch rate € (PPI)	1.7	3.9	11.2	7.3	0.5	2.2	2.7	3.0	2.3	3.4	2.4	0.2	-0.3
Real effective exch rate € (ULC)	-1.6	2.6	12.9	10.4	1.0	1.2	-						
External sector	Annual Average			Quarterly Average				Index					
	2001	2002	2003	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	Sep04	Oct04	Nov04	Dec04	Jan05	Feb05
CA Balance (% GDP)	-0.2	0.8	0.3	0.8	0.3	0.5	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-
- EUR bn	-11	58	22	35	47	45	42	45	40	41	42	-	-
Public accounts (% GDP)	Annual Average			Quarterly Average				Index					
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Jan-00
Government receipts (% GDP)	47.1	47.7	47.3	46.9	47.6	47.9	47.3	47.8	47.5	46.8	46.3	46.3	0.0
Government expenditures	52	53.5	52.5	52.0	52.0	50.6	49.6	49.1	48.5	48.6	48.7	49.1	0.0
Deficit/Surplus	-5.0	-5.9	-5.2	-5.2	-4.3	-2.7	-2.3	-1.3	-1.0	-1.7	-2.4	-2.7	0.0

Sources: Bloomberg; Datastream; Reuters and Santander Central Hispano Bolsa.

APPENDIX 2

Summary of US Figures, 2001-4Q04

GDP	2002	2003	YoY Rates				QoQ Annualised Rates			
			1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04
Private consumption	3.1	3.3	4.2	3.6	3.6	3.7	4.1	1.6	5.1	4.2
Government consumption	4.4	2.8	2.8	1.6	1.8	1.7	2.5	2.2	0.7	1.2
Business investment	-2.4	4.4	12.8	16.8	11.7	11.6	12.3	19.0	2.4	13.4
- Equipment & software	-5.5	6.4	13.1	13.9	12.9	14.4	8.1	14.2	17.5	18.0
- Construction	-4.4	3.7	8.7	9.3	5.9	4.2	1.0	13.5	0.8	1.9
Internal demand	2.5	3.4	5.2	5.1	4.5	4.6	5.1	4.2	3.9	5.1
Exports	-2.4	1.9	8.4	10.8	9.4	5.7	7.3	7.3	6.0	2.4
Imports	3.4	4.4	8.1	10.7	11.1	9.8	10.6	12.6	4.6	11.4
GDP	1.9	3.0	5.0	4.8	4.0	3.9	4.5	3.3	4.0	3.8
Nominal GDP (US\$ bn)	10487	11004								
General Activity	YoY Rates				YoY Rates					
	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	Sep04	Oct04	Nov04	Dec04	Jan05	Feb05
Leading indicator	4.0	4.2	2.4	1.3	1.9	1.2	1.3	1.3	0.7	0.7
Coincident indicator	2.0	2.7	2.6	2.9	2.5	2.7	2.4	3.5	2.9	3.0
Stocks to sales ratio	1.22	1.23	1.24	1.23	1.24	1.24	1.24	1.23	1.23	-
Industrial production	2.8	4.9	4.6	4.3	3.9	4.6	3.8	4.4	4.2	3.5
Capacity utilisation (1)	77.4	77.8	78.0	79.2	78.0	78.5	78.7	79.2	79.2	79.4
ISM index	25.6	27.2	10.5	-4.8	7.3	-0.4	-6.0	-7.7	-10.2	-11.0
ISM index (1)	62.3	61.2	59.1	57.3	59.1	57.5	57.6	57.3	56.4	55.3
Private consumption	YoY Rates				YoY Rates					
	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	Sep04	Oct04	Nov04	Dec04	Jan05	Feb05
Real hourly earnings	0.1	-0.6	-0.4	-0.8	0.0	-0.6	-1.2	-0.7	-0.4	-
Retail sales	7.8	7.8	6.5	8.3	7.7	8.8	7.1	8.8	8.1	7.7
- Less autos	8.2	9.4	7.8	8.8	8.1	8.9	8.6	8.8	8.3	8.4
Personal spending	4.2	3.6	3.6	3.7	4.0	4.1	3.3	3.8	3.4	-
Consumer confidence (1)	88.5	102.8	96.7	102.7	96.7	92.9	92.6	102.7	105.1	104.0
- Expectations (1)	91.3	100.8	97.7	100.7	97.7	92.2	90.2	100.7	100.4	95.7
Savings rate (1)	1.0	1.5	0.5	3.6	0.5	0.5	0.5	3.6	1.0	-
Consumer credit	5.0	4.0	4.3	4.9	4.3	4.6	4.7	4.9	4.1	-
Business investment	YoY Rates				YoY Rates					
	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	Sep04	Oct04	Nov04	Dec04	Jan05	Feb05
New orders	8.5	13.1	11.7	10.3	10.7	9.1	11.6	10.2	11.3	-
- Less autos	9.0	14.2	12.4	12.0	12.2	11.5	12.8	11.7	12.0	-
Non-defense cap orders less aircraft	11.3	12.3	12.1	11.4	10.7	12.5	11.3	10.6	14.0	-
ISM: production index	29.2	25.5	6.5	-12.3	4.1	-5.6	-13.1	-17.7	-16.2	-12.8
ISM: new orders	28.7	24.8	2.7	-10.6	-3.9	-9.1	-14.1	-8.4	-18.4	-16.7
After-tax profits	3Q02	4Q02	1Q03	2Q03	3Q03	4Q03	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04
	23.5	31.8	14.3	6.7	9.8	14.7	17.2	19.5	5.8	-
Construction	YoY Rates				YoY Rates					
	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	Sep04	Oct04	Nov04	Dec04	Jan05	Feb05
Housing starts	11.2	10.0	4.6	-2.9	-0.9	4.1	-12.1	-0.5	12.9	15.8
New home sales	22.2	9.2	-0.2	9.8	7.5	14.3	6.2	8.8	-4.2	-
Construction spending	7.2	10.2	9.6	8.7	8.9	8.0	8.4	9.6	10.6	-
Building permits	9.4	11.2	5.9	4.8	4.2	2.0	7.9	4.6	8.2	6.0
Employment, wages and salaries	YoY Rates				YoY Rates					
	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	Sep04	Oct04	Nov04	Dec04	Jan05	Feb05
Pool of available workers	0.5	0.3	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8	1.0	0.8	1.1
Total employment	0.7	0.9	1.5	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
Unemployment rate (1)	5.7	5.6	5.4	5.4	5.4	5.5	5.4	5.4	5.2	5.4
Unemp avg duration (weeks) (1)	19.9	19.8	19.6	19.3	19.6	19.7	19.8	19.3	19.3	19.1
Avg working hours per week (1)	33.7	33.6	33.8	33.7	33.8	33.8	33.7	33.7	33.7	33.7
Avg hourly earnings	1.8	2.1	2.2	2.5	2.4	2.6	2.4	2.6	2.7	2.5
Employment cost index	3Q02	4Q02	1Q03	2Q03	3Q03	4Q03	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04
	3.7	3.6	3.9	3.8	4.0	3.9	3.8	3.9	3.8	3.7
Prices	YoY Rates				YoY Rates					
	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	Sep04	Oct04	Nov04	Dec04	Jan05	Feb05
CPI	1.8	2.9	2.7	3.3	2.5	3.2	3.5	3.3	3.0	-
Core CPI	1.3	1.8	1.8	2.1	2.0	2.0	2.2	2.2	2.3	-
PPI	2.3	4.2	3.5	4.5	3.3	4.4	5.0	4.1	4.2	-
Core PPI	0.9	1.5	1.6	2.0	1.7	1.8	1.9	2.2	2.7	-
Import prices	1.4	5.7	7.0	8.5	8.2	9.9	9.0	6.7	6.0	-
Export prices	2.9	4.2	4.2	4.2	4.0	4.4	4.2	4.1	4.0	-
External sector	YoY Rates				YoY Rates					
	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	Sep04	Oct04	Nov04	Dec04	Jan05	Feb05
Balance of goods & services (3)	-510.0	-538.0	-572.0	-617.0	-572	-586	-605	-617	-629	-
Balance of goods & serv (3) (% GDP)	-4.4	-4.6	-4.8	-5.1	-	-	-	-	-	-
Trade balance (3)	-593.1	-623.9	-659.2	-706.6	-659	-674	-694	-707	-721	-
Trade balance (3) as a % of GDP	-5.2	-5.4	-5.6	-5.9	-	-	-	-	-	-
Nominal effective exchange rate	-12.3	-5.9	-7.1	-6.3	-6.4	-4.5	-7.9	-6.7	-3.8	-3.4
Monetary policy and public accts	YoY Rates				YoY Rates					
	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	Sep04	Oct04	Nov04	Dec04	Jan05	Feb05
Money supply (M2)	4.5	4.7	3.6	5.2	4.1	4.6	5.3	5.6	5.6	5.1
Federal funds rate (1)	1.00	1.03	1.62	2.16	1.62	1.75	1.92	2.16	2.29	2.50
Federal receipts (2)	410	550	479	487	207	137	135	216	202	101
Federal expenditures (2)	581	576	565	605	183	194	192	219	194	215
Federal public deficit (2)	-171	-26	-86	-118	25	-57	-58	-3	9	-114

(1) Levels. (2) Cumulative change in fiscal year, billion dollars. (3) Annual cumulative, billion dollars.

Source: 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 Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. ("Santander Central Hispano 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 Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. 2005. Reservados todos los derechos.

