

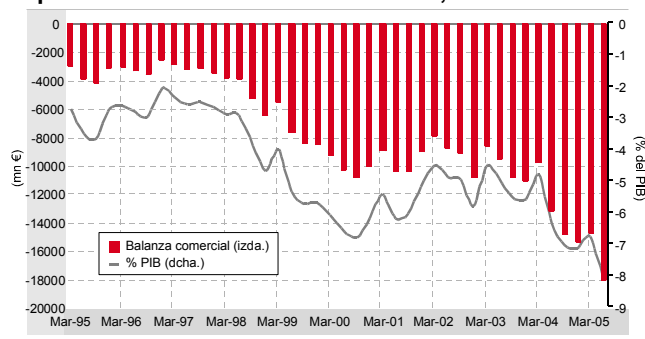
THE IBERIAN MACRO OBSERVER

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

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

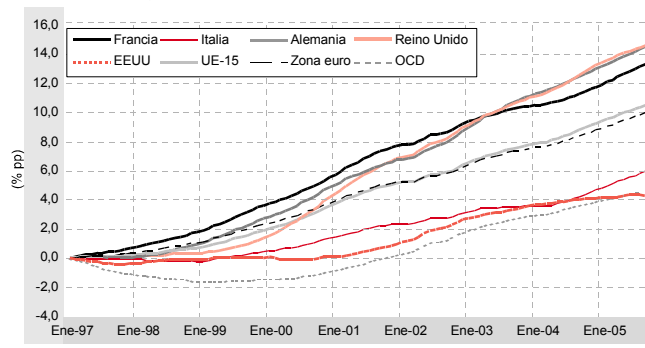
Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespasa@gruposantander.com

España – Balanza comercial de bienes, 1995-2005



Fuentes: Mineco, INE y Santander Investment Bolsa.

España – Total de la economía: IPC, diferenciales acumulados, 1997-2005



Fuentes: Mineco y Santander Investment Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) Actas de la reunión del FOMC
- (2) Previsión de mejora del índice de confianza de la U. de Michigan
- (3) Los indicadores adelantados podrían repuntar un 0,8%
- (4) El índice de ofertas de empleo podría mantenerse en 39

En la zona euro:

- (1) Desglose del 3T05 alemán
- (2) El índice de nuevos pedidos de la zona euro podría dispararse
- (3) En Italia, los pedidos industriales volverían a incrementarse
- (4) En España, los datos del PIB del 3T05 podrían acelerarse
- (5) El índice IFO de confianza empresarial habría de registrar nuevas mejoras

Los datos publicados las dos últimas semanas revelan los fuertes desequilibrios que viene mostrando la economía española. El considerable déficit del sector exterior como porcentaje del PIB y el elevado endeudamiento de las familias probablemente llevarán a la economía española a una fuerte desaceleración en los próximos años. De momento, el país se resiste a la desaceleración, como muestran los datos preliminares del PIB del 3T05.

En la zona euro: Los datos de la semana pasada traían sorpresas negativas, aunque seguimos defendiendo que asistiremos a una recuperación de la economía europea en 2006P y 2007P (encabezada por Alemania). Francia y Alemania sorprendían a la baja, aunque sin detener la recuperación de fondo de la zona euro. De hecho, las últimas previsiones de la Comisión Europea muestran mejoras del crecimiento del PIB de la UE para 2005, 2006 y 2007.

En EEUU: La semana pasada recibíamos escasas, aunque importantes, noticias económicas del otro lado del Atlántico. El dato clave de la semana lo ofrecía el IPC, que subía por encima de las expectativas en el índice general, mientras que llegaba al 2,1% interanual en el subyacente. No queremos dejar de destacar la caída del dato de solicitudes semanales de subsidio de desempleo, que, excluyendo el *Katrina*, era de 283.000 (dato muy significativo porque es el utilizado para el informe sobre empleo). Por otro lado, la producción industrial se disparaba y el dato del TICS (*Treasury International Capital System*) registraba un nuevo máximo.

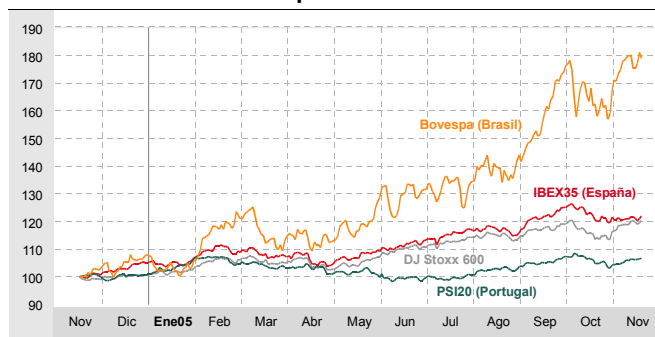
THE IBERIAN STRATEGY OBSERVER

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

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

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

Índices mundiales – Comportamiento bursátil



Fuente: JCF.

Comportamiento de los activos

	Cierre 18-Nov	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	299,9	-0,1	5,8	0,7	19,4
S&P 500	1.248,3	1,1	5,8	1,6	3,0
Bono a 10 a. zona euro	3,54	-0,5	8,1	12,4	-4,2
Bono a 10 años EEUU	4,49	-2,7	2,2	3,6	6,2
Tipo inter. 3M zona euro	2,35	1,4	7,5	8,1	9,2
Tipo interés 3M EEUU	4,00	0,8	4,0	13,1	80,9
Euro-dólar	1,18	1,2	-1,1	-1,7	-12,7
Barril de Brent (US\$)	53,1	-1,9	-5,8	-13,7	34,1
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	
	05E	06P	05E	06P	BpA	EBITDA	06P	06P
CAC40	14,3	12,7	6,1	5,5	11,3	12,0	3,2	2,2
DAX30	12,9	12,5	3,7	3,4	14,7	9,3	3,4	1,5
MIB30	15,8	14,2	3,7	3,6	12,0	8,7	4,2	2,3
PSI20	14,7	13,4	9,1	8,2	10,9	7,2	4,0	2,0
IBEX35	15,9	15,3	9,0	7,9	11,1	4,7	3,5	3,2
DJ Stoxx 600	15,6	14,1	6,7	6,0	10,5	13,2	3,3	2,9
DJ Stoxx 50	14,3	13,0	4,5	4,3	12,2	15,3	3,6	2,8
DJ Euro Stoxx 50	12,5	11,6	4,4	4,2	11,9	9,0	3,9	2,1
P. lb. B. capital	9,7	11,4	4,5	5,1	-24,0	-24,4	3,1	1,6
P. lb. Construcc.	18,2	16,2	9,5	8,5	14,4	11,2	1,9	2,7
P. lb. B. cons.	20,8	18,3	9,6	8,5	-1,8	-3,4	3,1	4,1
P. lb. Serv. cons.	15,6	18,4	10,6	11,1	0,1	3,3	1,8	2,8
P. lb. Finan.	13,6	12,5	ND	ND	18,6	ND	3,7	2,2
P. lb. Petr. y gas	12,9	11,6	6,6	6,5	5,1	-2,6	2,4	2,2
P. lb. TMTs	35,0	26,7	12,3	10,8	-21,5	-35,1	1,6	7,5
P. lb. Utilities	15,7	15,7	7,4	8,0	-10,6	-8,9	3,6	4,2

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

Puntos destacados

- Nuestra estrategia 2006 para España y Portugal se basa en reducir la exposición a los valores sensibles a tipos de interés: *utilities* y telecomunicaciones.
- Las mejores oportunidades las encontramos entre los grandes bancos españoles y algunas *small y mid caps*.
- En España: **BBVA, Inditex, Repsol YPF, Prisa, Ence y Enagás** son nuestras apuestas favoritas.
- En Portugal, nos gusta **PT, Novabase, Sonae y Sonaecom**.

Puntos de interés

- Comprar **Enagás**, vender **REE** antes de conocer más detalles del Plan Nacional de Energía
- **U. Fenosa**: fuerte presión compradora a pesar de la valoración ajustada.
- **Endesa** en el centro de atención.
- **Brisa**: nos mantenemos neutrales, aunque su valoración atractiva y el reciente mal comportamiento relativo la hacen más interesante.

Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 18-Nov	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	4.484,8	3,7	-3,6	-2,5	17,4
DAX30	5.003,0	3,7	-2,6	-0,8	17,5
MIB30	33.445,0	3,9	-4,1	-4,4	7,1
PSI20	7.864,0	1,3	-2,7	-2,8	3,5
IBEX35	10.439,2	1,0	-4,4	-3,5	15,0
DJ Stoxx 600	295,5	4,2	-1,7	-0,6	17,7
DJ Stoxx 50	3.259,4	4,1	-1,1	-0,1	17,5
DJ Euro Stoxx 50	3.353,9	3,3	-3,2	-2,2	13,6
P. lb. B. capital	ND	1,5	-4,8	-4,0	12,4
P. lb. Construcción	ND	2,9	-8,5	-5,9	44,5
P. lb. B. consumo	ND	0,4	-1,9	-2,1	14,7
P. lb. Serv. consumo	ND	1,1	-5,9	-5,9	35,7
P. lb. Financieras	ND	2,3	-2,1	-0,8	15,3
P. lb. Petróleo y gas	ND	4,7	-5,9	-6,0	25,7
P. lb. TMTs	ND	-0,6	-3,4	-3,4	-5,0
P. lb. Utilities	ND	1,4	-5,6	-4,4	20,1

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.	Inditex, Ebro Puleva, Viscofán
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
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, Prisa, Sogecable
Utilities	10,4%	↓	↓	Los avances en “estrategias de integración” y el “desapalancamiento” financiero son las cuestiones básicas para un comportamiento relativo superior a largo plazo. Sin embargo, la incertidumbre que rodea a la implantación y los efectos del nuevo Programa del Comercio de Derechos de Emisiones de Gases de la UE continúan pesando en las compañías eléctricas españolas. El débil comportamiento frente a los homólogos europeos es merecido.	Endesa

Fuentes: estimaciones Santander Investment Bolsa.

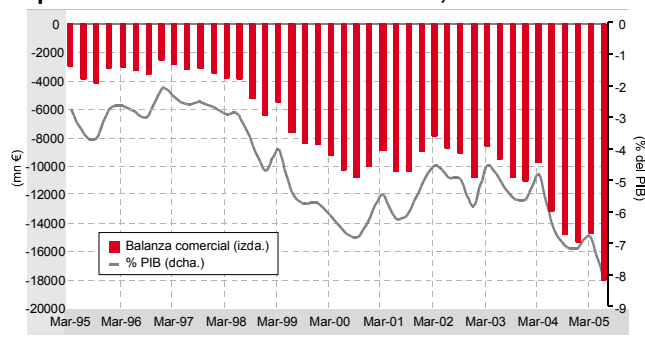
THE IBERIAN MACRO OBSERVER

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

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

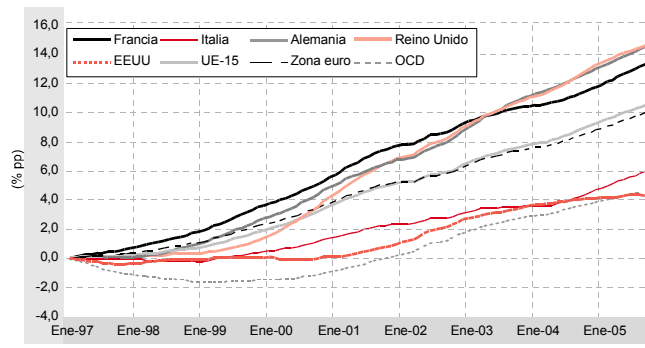
Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespasa@gruposantander.com

España – Balanza comercial de bienes, 1995-2005



Fuentes: Mineco, INE y Santander Investment Bolsa.

España – Total de la economía: IPC, diferenciales acumulados, 1997-2005



Fuentes: Mineco y Santander Investment Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) Actas de la reunión del FOMC
- (2) Previsión de mejora del índice de confianza de la U. de Michigan
- (3) Los indicadores adelantados podrían repuntar un 0,8%
- (4) El índice de ofertas de empleo podría mantenerse en 39

En la zona euro:

- (1) Desglose del 3T05 alemán
- (2) El índice de nuevos pedidos de la zona euro podría dispararse
- (3) En Italia, los pedidos industriales volverían a incrementarse
- (4) En España, los datos del PIB del 3T05 podrían acelerarse
- (5) El índice IFO de confianza empresarial habría de registrar nuevas mejoras

Los datos publicados las dos últimas semanas revelan los fuertes desequilibrios que viene mostrando la economía española. El considerable déficit del sector exterior como porcentaje del PIB y el elevado endeudamiento de las familias probablemente llevarán a la economía española a una fuerte desaceleración en los próximos años. De momento, el país se resiste a la desaceleración, como muestran los datos preliminares del PIB del 3T05.

En la zona euro: Los datos de la semana pasada traían sorpresas negativas, aunque seguimos defendiendo que asistiremos a una recuperación de la economía europea en 2006P y 2007P (encabezada por Alemania). Francia y Alemania sorprendían a la baja, aunque sin detener la recuperación de fondo de la zona euro. De hecho, las últimas previsiones de la Comisión Europea muestran mejoras del crecimiento del PIB de la UE para 2005, 2006 y 2007.

En EEUU: La semana pasada recibíamos escasas, aunque importantes, noticias económicas del otro lado del Atlántico. El dato clave de la semana lo ofrecía el IPC, que subía por encima de las expectativas en el índice general, mientras que llegaba al 2,1% interanual en el subyacente. No queremos dejar de destacar la caída del dato de solicitudes semanales de subsidio de desempleo, que, excluyendo el *Katrina*, era de 283.000 (dato muy significativo porque es el utilizado para el informe sobre empleo). Por otro lado, la producción industrial se disparaba y el dato del TICS (*Treasury International Capital System*) registraba un nuevo máximo.

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
LUNES	9:00	España	PIB (constante desest.)(t/a)	3TP	0,9/3,4	0,8/3,5	0,8/3,5
14-Nov	10:00	Italia	IPC (NIC incl. tabaco) (m/a)	Oct F	0,0/2,0	0,2/2,2	0,2/2,2
	11:00	Italia	Producción industrial (m/a)(desest./ajust.)	Sep	1,2 R/6,3 R	-0,2/1,3	-1,0/-1,7
MARTES		España	Saldo balanza por cuenta corriente (mn €)	Ago	-4546,6	-	-4887,1
15-Nov	8:00	Alemania	PIB (desest./ajust.) (t/a)	3T1	0,2 R/0,7 R	0,5/1,1	0,6/1,4
	9:00	España	IPC (m/a)		0,6/3,7	0,8/3,5	0,8/3,5
	10:00	Italia	PIB (t/a)	3T P	0,7/0,1	0,4/0,1	0,3/0,0
	11:00	Zona euro	PIB (desest.)(t/a)	3T E	0,3/1,1	0,5/1,4	0,6/1,5
	11:00	Alemania	ZEW (Sentimiento económico)	Nov	39,4	44	38,7
	11:00	Alemania	ZEW (Situación actual)	Nov	-58,0	-55	-55,2
	11:00	Zona euro	ZEW (Sentimiento económico)	Nov	34,7	38,2	40,0
	11:00	Zona euro	La CE publica 1T y 4T previsión PIB	EEUU	-	-	-
	14:30	EEUU	Precios de producción (m/a)	Oct	1,9/6,9	0,0/5,0	0,7/5,9
	14:30	EEUU	IPRI excl. alimentación y energía (m/a)	Oct	0,3/2,6	0,2/2,4	-0,3/1,9
	14:30	EEUU	Avance de ventas minoristas	Oct	0,3 R	-0,6	-0,1
	14:30	EEUU	Ventas minoristas excl. automóviles	Oct	1,4	0,3	0,9
	14:30	EEUU	Empire Manufacturas	Nov	12,1	15,5	22,8
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Nov 13	-19	-	-18
MIÉRCOLES	8:00	Zona euro	Nuevas matriculaciones de coches (a)	Oct	4,4	-	-1,4
16-Nov	10:00	Zona euro	IPC (m/a)	Oct	0,5/2,6	0,3/2,5	0,3/2,5
	10:00	Italia	Balanza comercial (mn €)	Sep	-386 R	-2.260	-2150
	13:00	EEUU	MBA Refinanciación hipotecaria	Nov 11	-	2,3	-0,6
	14:30	EEUU	IPC (m/a)	Oct	1,2/4,7	0,0/4,1	0,2/4,3
	14:30	EEUU	Inventarios empresariales	Sep	0,4	0,3	0,5
	15:00	EEUU	Compra de activos por extranjeros (miles mn)	Sep	89,0	70,0	101,9
JUEVES	10:00	Zona euro	Producción industrial (desest./ajust.)(m/a)	Sep	0,8/2,6	0,5/1,8	-0,4/1,0
17-Nov	14:30	EEUU	Viviendas iniciadas	Oct	2.108.000	2.060.000	2.014.000
	14:30	EEUU	Permisos de construcción	Oct	2.219.000 R	2.175.000	2.071.000
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Nov 12	326.000	321.000	303.000
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	Nov 5	2.818.000	2.790.000	2.793.000
	15:15	EEUU	Producción industrial	Oct	-1,5 R	1,0	0,9
	15:15	EEUU	Utilización de la capacidad	Oct	79,0 R	79,5	79,5
	18:00	EEUU	Fed de Filadelfia	Nov	17,3	15,8	11,5
VIERNES	8:45	Francia	Saldo balanza por cuenta corriente (mn €)	Sep	-2210 R	-2100	-2227
18-Nov	8:45	Francia	PIB (t/a)	3TP	-	0,7/1,9	0,7/1,8
		Italia	Saldo balanza por cuenta corriente (mn €)	Sep	-1.580	-2.162	-953

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión
LA SEMANA	23-25	Alemania	IPC (m/a)	Nov P	-	-
	23-29	Alemania	Índice precios de importación (m/a)	Oct	0,5/2,1	-0,4/3,5
LUNES		España	Visitas de turistas en octubre	Sep	9,0	-
21-Nov	9:00	España	Sector servicios (a)	Sep	9,0	-
	10:00	Italia	Pedidos industr. (desest./no desest.)(m/a)	Sep	1,0/12,9	-0,9/3,1
	10:00	Italia	Ventas industriales (desest./no desest.)(m/a)	Sep	6,6/11,1	-1,5/
	11:00	Zona euro	Balanza comercial (mn €)	Sep	-2,6	1,0
	16:00	EEUU	Indicadores adelantados	Oct	-0,7	0,8
MARTES	8:00	Alemania	PIB (desest./ajust.) (t/a)	3T2	0,6/1,4	0,6/1,4
22-Nov	8:00	Alemania	Consumo privado	3T2	-0,3	-0,3
	8:00	Alemania	Gasto público	3T2	0,6	0,3
	8:00	Alemania	Inversión en bienes de equipo	3T2	0,6	1,3
	8:00	Alemania	Inversión en construcción	3T2	-0,2	1,0
	8:00	Alemania	Demanda interna	3T2	0,3	0,1
	8:00	Alemania	Importaciones	3T2	2,3	2,6
	8:00	Alemania	Exportaciones	3T2	1,2	3,1
	8:45	Francia	Gasto del consumidor (m/a)	Oct	-0,6/4,2	0,0/2,8
	16:00	EEUU	Índice de la Fed de Richmond	Nov	12	10
	20:00	EEUU	Actas de la reunión del FOMC	-	-	-
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Nov 20	-18	-
MIÉRCOLES	9:00	España	PIB (constante desest.)(t/a)	3TF	0,8/3,5	0,8/3,5
23-Nov	9:30	Italia	Confianza consumidor (desest.)	Nov	105,3	105,3
	11:00	Zona euro	Nuevos pedidos industriales (desest.)(m/a)	Sep	-0,1/7,5	0,9/4,3
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Nov 18	-0,6	-
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Nov 19	303.000	318.000
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	Nov 12	2.793.000	2.750.000
	15:45	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	Nov F	79,9	80,5
	16:00	EEUU	Índice de oferta de empleo	Oct	39	39
JUEVES	8:45	Francia	Indicador de confianza empresarial	Nov	102	104
24-Nov	8:45	Francia	Indicador de perspectivas de producción	Nov	-2	3
	9:00	España	Índice de precios hoteleros (a)	Oct	1,1	-
	10:00	Zona euro	Saldo balanza cta. corriente (miles mn €)	Sep	-6,6	-5,3
	10:00	Italia	Ventas al por menor (desest.)(m/a)	Sep	0,6/2,4	-0,2
VIERNES	9:00	España	Precios de producción (m/a)	Oct	0,8/5,4	-
25-Nov	9:30	Italia	Confianza empresarial	Nov	89,5	89,9
	10:00	Alemania	IFO Clima empresarial	Nov	98,7	98,4
	10:00	Italia	Sueldos por horas (m/a)	Oct	0,3/3,1	0,1/3,0
	10:00	Alemania	IFO Condiciones actuales	Nov	98,9	99,0
	10:00	Alemania	IFO Expectativas	Nov	98,5	98,4

(m) % intermensual; (a) % interanual; (t) % intertrimestral; (mn) millones; (R) revisado; (F) final; (P) preliminar; (E) estimado; (desest.) desestacionalizada; (ajust.) ajuste diario; (1) primera publicación; (2) segunda publicación. Fuentes: Banco de España, Ministerio de Economía, Datastream, Bloomberg, Reuters y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.



RINCÓN DEL ESTRATEGA

HOW LONG WILL THE CRANES REIGN IN SPAIN?

(BASADO EN NUESTRO INFORME DEL 14 DE NOVIEMBRE DE 2005 —LA VERSIÓN EN ESPAÑOL SE PUBLICARÁ EN BREVE—)

ESPAÑA: TEMAS CLAVES PARA 2006

El crecimiento de la población española es uno de los más fuertes de Europa (1,9% frente a la media europea del 0,6%), sostenido por los fuertes flujos de inmigración en los últimos cinco años (600.000 al año de media). Esto, unido a una situación demográfica favorable en España (los niños de la generación del *boom* de la natalidad se encuentran al final de la treintena), favorece la demanda interna. Sin embargo, a largo plazo, la situación demográfica plantea un escenario diferente, con el ratio de dependencia en 2025 en los niveles más altos de Europa (56,5%).

La saneada situación de los balances, la deducción fiscal por fondo de comercio, el incremento de la diversificación internacional (lejos de los mercados domésticos en máximos y de la volatilidad de los mercados latinoamericanos) y unos tipos de interés bajos han dado lugar a adquisiciones importantes por parte de compañías españolas cotizadas (70.000 mn € en total) en los últimos dos años, especialmente en países desarrollados. Los riesgos de adquisición, junto con el cambio previsto en el ciclo de tipos de interés (el tipo del BCE subiría hasta el 2,75% y el bono a 10 años hasta el 4,25%) podrían tener un impacto negativo en el mercado español de renta variable en 2006P.

Los cambios introducidos por el Gobierno en la regulación de las telecomunicaciones, *utilities* y medios de comunicación podrían tener un efecto negativo en las compañías cotizadas. El proceso entre Gas Natural y Endesa captará la atención del mercado en los primeros meses del año, pero los temas claves en el sector de las *utilities* seguirán siendo el reconocimiento del déficit de tarifas (3.000-3.5000 mn € en 2005E), el incremento de la remuneración a actividades de distribución y los regímenes insulares, el déficit estructural de tarifas, etc. La competencia en el sector de las telecomunicaciones debería verse favorecida por los movimientos de consolidación en el mercado español y la intención del Gobierno de promover la competencia. Así mismo, el aumento del número de operadores de TV en abierto podría ser negativo.

ESPAÑA: BASE DE RECOMENDACIÓN

Estimamos un potencial de revalorización del 13% hasta 11.700 puntos para el IBEX35 en 2006P. Varios riesgos amenazan nuestro escenario central: (1) el mercado español es uno de los más sensibles de Europa a los cambios de los tipos de interés (una subida de 50 puntos básicos de los tipos de interés por encima de nuestra previsión del 4,25% reduciría los beneficios un 0,5% y la valoración un 7%); (2) la fiebre compradora que viven las compañías españolas acrecienta el riesgo por adquisición y la sensibilidad a los tipos de interés; (3) la valoración por encima de la media de los *blue chips* y *small caps* podría reducir la posibilidad de las compañías españolas de convertirse en objetivos de adquisición; (4) una pequeña prima (5%) frente a la media europea hace al mercado español muy sensible a sorpresas negativas en términos de beneficios o a un deterioro del entorno macroeconómico; y (5) el escenario en Latinoamérica sigue fuerte, aunque el ruido político podría avivarse en 2006P.

Hemos basado nuestra estrategia sectorial en compañías con reducida exposición a los cambios en el ciclo económico, elevada exposición internacional, escasa sensibilidad a los tipos de interés y valoración atractiva frente a sus homólogos europeos. Los grandes bancos y compañías energéticas son las apuestas más claras. Entre ellas, nuestras favoritas son: **BBVA**, **Inditex** y **Repsol YPF**.

Desde hace algunos años se viene esperando un pobre comportamiento relativo por parte de las *small* y *mid caps* españolas (prima de valoración del 30%) en 2006P, pero la subida de tipos de interés podría reducir su liquidez y el atractivo corporativo. La selección de valores vuelve a ser la solución. Hemos optado por **Enagás**, **Prisa** y **Ence**. Entre las que podrían dar sorpresas, incluimos **Ebro Puleva**, **OHL** y **Viscofán**.

PORTUGAL: TEMAS CLAVES PARA 2006

Creemos que el tema clave en 2006P serán las reformas estructurales previstas por el Gobierno portugués para reducir el déficit público e incrementar los niveles de productividad. Tras las elecciones de 2005, el país disfruta ahora de estabilidad política, con una cómoda mayoría del partido socialista en el Parlamento. Con estas medidas, el Gobierno pretende incrementar los ingresos (mediante la subida de impuestos, la reducción de las ventajas fiscales y el control de la evasión de impuestos) y contener el gasto público (es decir, reducir las prestaciones de la Seguridad Social). A corto plazo, estas medidas podrían reducir los niveles de consumo, aunque a medio plazo impulsarían la productividad.

Conviene no perder de vista los movimientos corporativos en Portugal. Son varios los candidatos (PT, PTM, BPI, Cimpor, Novabase, Sonaecom) que podrían despertar rumores en 2006P. Se prevé que el Gobierno siga reduciendo su presencia en las compañías cotizadas (incluyendo nuevas ventas de EDP, Portucel e Inapa, y OPVs de Galp y REN). Por lo tanto, es previsible que aumente la liquidez del mercado.

PORTUGAL: BASE DE RECOMENDACIÓN

El mercado portugués estará muy ligado a la situación económica del país. Esperamos nuevas revisiones a la baja de las estimaciones del consenso a principios de 2006P, ya que las nuestras son muy inferiores a las expectativas de mercado. Esto habría de desencadenar una caída del mercado, que en estos momentos cotiza a un PER 2006P de 13,8x. Además, la alta ponderación de los sectores regulados y sensibles a los tipos de interés en el mercado portugués podría seguir siendo un obstáculo para el comportamiento general.

El crecimiento de las ventas en el mercado portugués debería caer desde un nivel de doble dígito bajo en 2005E hasta el 3,6% en 2006P dadas las pésimas perspectivas económicas. Con un ratio deuda/recursos propios del 111%, el elevado apalancamiento podría añadir presión a las expectativas de beneficios para 2006P (crecimiento estimado del 9,5%). Sin embargo, las compañías podrían acelerar su reducción de la deuda en 2006P e incrementar su generación de flujo de caja libre.

Sólo encontramos cuatro compañías en nuestro universo de cobertura portugués con potenciales de revalorización superiores al 10%, que además son nuestros valores favoritos: **PT**, nuestra primera elección entre las *large caps*, y **Novabase**, **Sonaecom** y **Sonae SGPS** entre las *small caps*.



PUNTOS DE INTERÉS

- Recomendamos un *pair trading* entre dos operadores de infraestructuras de energía que cotizan en España. Compráramos **Enagás** (Comprar; precio objetivo: 16,90 €) y venderíamos **Red Eléctrica** (Infraponderar; precio objetivo: 21,00 €), atendiendo a la valoración relativa y a una tendencia positiva a corto plazo. Con respecto a la valoración, las dos compañías cotizan a un EV/EBITDA 2006P de 9x y un PER 2006P de 16,0x, aunque Enagás contaría con un perfil de crecimiento superior dada la escasa penetración del gas en España y el entorno regulatorio más favorable para el desarrollo de infraestructuras del gas. Por otro lado, esta semana se conocerán más detalles del Plan Nacional de Energía, que podrían llevar al consenso a una revisión al alza de su plan de inversión para Enagás en los próximos cuatro años.
- **Unión Fenosa** (Mantener; precio objetivo: 21,00 €) debería mantener su tendencia positiva en las próximas semanas, aunque la valoración está ahora más ajustada. ACS, su mayor accionista, ha decidido incrementar su participación del 22% hasta casi el 25%, mientras que los accionistas gallegos parecen estar interesados en formar un núcleo de accionistas (el principal accionista de Fadesa, Manuel Jové, ha adquirido una participación minoritaria, las instituciones financieras gallegas han mostrado su interés en continuar incrementando sus participaciones y otros accionistas gallegos parecen querer aumentar también sus participaciones). Esta presión compradora debería seguir influyendo en la cotización.
- **Endesa** (En revisión) sigue siendo el centro de atención después de que: (1) la UE acordara dejar que España decida sobre la OPA hostil de Gas Natural (Infraponderar, precio objetivo: 25,00 €); y la CNMV permitiera a Gas Natural reducir su oferta después de que Endesa anunciara el pago de un dividendo extraordinario. Seguimos defendiendo que Gas Natural tendrá que incrementar su oferta si quiere hacerse con el control de la eléctrica, por lo que recomendaríamos mantener una posición larga en la compañía.
- Tenemos una posición neutral sobre **Brisa** (Mantener; precio objetivo: 7,30 €). A pesar del mal comportamiento relativo de la compañía frente a sus homólogos en el último año, creemos que Brisa carece de catalizadores a corto plazo para cerrar el diferencial de valoración con sus homólogos. En 2006P, estimamos que Brisa seguirá sufriendo la debilidad del PIB portugués, que continuará afectando al tráfico en la red de Brisa. Además, la competencia de los peajes en sombra probablemente seguirá haciéndose con tráfico de las carreteras de Brisa. En nuestra opinión, Brisa está cotizando con una de las TIRs más atractivas del sector (8,9% frente a la media del 8,0%), lo que, unido a una política de remuneración al accionariado muy atractiva, podría dar cierto impulso a la cotización.

Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recom.		Pr. objetivo			BpA 2006P			Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior	Var.	Nuevo	Anterior	Var.	
11-Nov	Brisa	Mantener	-	7,30	-	-	0,35	-	-	Reinicio de cobertura
4-Nov	La Seda	Comprar	-	3,05	-	-	0,16	-	-	Reinicio de cobertura
25-Oct	Cintra	Comprar	Comprar	12,70	11,50	10,4	0,28	0,20	43,4	Actualización de la valoración
24-Oct	Repsol YPF	Comprar	Comprar	28,50	26,70	6,7	2,80	2,63	6,5	Subida de estimaciones del precio del petróleo
13-Oct	Portugal Telecom	Comprar	Mantener	8,62	8,40	2,6	0,47	0,45	-4,0	Analizamos la venta de Vivo
13-Oct	EDP	Infrapond.	En rev.	2,39	2,45	-2,4	0,22	0,18	23,7	Regulación y competencia
28-Sept	Cimpor	Infrapond.	N/R	3,85	N/R	-	0,28	N/R	-	Valoración ajustada
26-Sept	Acciona	Comprar	Comprar	105,00	82,00	28,0	5,37	4,95	8,5	Mejores perspectivas para renovables

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

CARTERA MODELO IBÉRICA

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

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comportamiento bursátil (%)							En el año
		Actual	31-Dic-04	Absoluto	Rel. a large caps ibéricas	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M		
Sogecable	30 Sep 04	34,06	32,66	4,3	104,3	-11,5	9,3	17,4	17,6	5,3	
BBVA	23 May 05	14,98	13,05	14,8	114,8	-1,0	6,1	7,4	18,8	14,8	
Ferrovial	16 May 03	58,30	39,32	48,3	148,3	32,5	-1,0	-6,3	24,3	48,3	
Endesa	22 Abr 05	21,72	17,29	25,6	125,6	9,8	4,1	18,2	23,5	25,6	
Repsol	17 Jul 03	25,40	19,16	32,6	132,6	16,8	6,0	6,6	27,3	32,6	
Inditex	4 Mar 05	24,14	21,70	11,2	111,2	-4,5	-0,2	9,9	1,0	11,2	
Lista recom. large caps	-	126,54	100,00	26,5	126,5	10,8	ND	ND	ND	26,5	
Large caps ibéricas	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	
IBEX35	-	10.514,70	9.080,80	15,8	115,8	0,0	1,4	3,7	12,2	15,8	
PSI20	-	8.030,73	7.571,85	6,1	106,1	-9,7	1,6	3,1	3,2	5,5	
DJ Stoxx 50	-	3.279,89	2.774,77	18,2	118,2	2,4	5	3,5	13,1	18,2	

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

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

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comp. bursátil (%)							En el año
		Actual	31-Dic-04	Absoluto	Rel. a small-mid caps ibéricas	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M		
OHL	30 Dic 04	12,19	6,30	93,5	193,5	77,7	8,7	4,3	42,9	93,5	
Sol Meliá	16 Feb 05	10,35	7,30	41,8	141,8	26,0	-1,4	-6,2	24,1	41,8	
Prisa	30 Dic 04	14,37	15,62	-8,0	92,0	-23,8	-6,1	-5,8	-7,9	-8,0	
Enagás	23 May 05	14,82	12,20	21,5	121,5	5,7	2,9	6,0	17,7	21,6	
Viscofán	30 Dic 04	9,20	7,45	23,5	123,5	7,7	-1,1	13,6	19,0	23,5	
Prosegur	8 Mar 05	19,68	14,48	35,9	135,9	20,1	3,3	4,8	14,3	35,9	
Lista recom. SMC	-	132,81	100,00	32,8	132,8	17,0	ND	ND	ND	32,8	
Small-mid caps ibéricas	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	
IBEX35	-	10.514,70	9.080,80	15,8	115,8	0,0	1,4	3,7	12,2	15,8	
PSI20	-	8.030,73	7.571,85	6,1	106,1	-9,7	1,6	3,1	3,2	5,5	
DJ Small 200 Europe	-	156,42	129,16	21,1	121,1	5,3	6,1	3,1	14,5	21,1	

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

Delegaciones internacionales

Madrid

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

Lisboa

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

Londres

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

Nueva York

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

Bogotá

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

Buenos Aires

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

Caracas

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

Lima

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

México

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

Santiago

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

São Paulo

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

Tokio

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

Clave de recomendaciones

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

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

INFORMACIÓN IMPORTANTE:

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

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

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

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

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

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

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

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

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



THE IBERIAN QUANT OBSERVER

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

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

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

CONTENIDO:

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

I. ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

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

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

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

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

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

Fuentes: Consensus Forecasts (octubre de 2005), Eurozone Barometer (octubre 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)			RpD (%)		P/VC (x)	
		05E	06P	07P	BpA	05E	06P	07P	EBITDA	05E	06P	07P	FCpA	06P	07P	06P	07P	
Francia (CAC 40)	734.433	18,0	16,9	13,8	12,5	11,8	7,7	8,2	7,5	6,8	12,7	11,0	9,7	8,8	8,0	9,2	2,7	
Alemania (DAX 30)	518.999	19,4	15,4	14,9	12,3	13,1	6,3	6,5	5,8	5,3	10,0	8,7	8,2	7,5	6,8	6,7	2,8	
Italia (MIB 30)	475.824	17,7	15,8	14,2	13,0	12,3	6,5	6,6	6,3	5,9	5,8	7,5	7,1	6,9	6,8	5,0	4,9	
Portugal (PSI 20)	50.609	16,3	15,1	13,7	12,1	10,5	9,1	9,2	8,3	7,7	7,3	6,7	6,7	6,0	5,7	5,4	3,6	
España (IBEX35)	470.959	18,0	15,9	15,4	13,2	11,1	9,0	8,9	7,9	7,2	6,8	10,3	9,1	8,4	7,5	7,6	3,3	
DJ Stoxx 600	7.448.381	19,7	15,8	14,3	12,7	10,6	7,0	7,5	6,7	6,2	14,1	10,7	9,4	8,6	7,6	8,2	3,0	
DJ Stoxx 50	3.084.345	15,8	14,3	12,7	10,6	7,5	6,7	6,2	14,1	9,4	8,6	7,6	8,2	3,3	3,6	3,0	2,6	
DJ Euro Stoxx 50	1.327.595	14,4	13,1	12,1	12,2	8,9	8,0	7,4	11,1	10,9	9,9	9,2	9,7	3,5	3,9	2,8	2,5	
P. Ibérica Bienes de capital	31.130	10,1	11,9	23,4	-24,1	4,7	5,3	12,0	-24,5	6,5	6,8	14,4	-23,8	3,0	1,9	1,6	4,1	
P. Ibérica Construcción	30.344	18,4	16,4	14,4	14,4	9,5	8,6	7,8	11,2	11,0	10,2	9,2	25,3	1,8	2,1	2,7	2,4	
P. Ibérica B. de consumo	35.235	20,9	18,4	24,8	-1,8	9,6	8,6	11,9	-3,4	12,6	11,4	15,1	-2,6	3,0	2,8	4,1	4,8	
P. Ibérica Serv. consumidor	59.472	15,7	17,6	16,9	4,2	11,5	11,5	11,3	8,3	10,1	9,5	10,1	6,9	2,1	2,2	2,6	2,5	
P. Ibérica Financieras	175.837	13,8	11,8	10,3	21,4	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	3,9	4,5	2,1	1,9	
P. Ibérica Petróleo y gas	55.194	12,7	11,4	17,1	5,1	6,6	6,5	8,2	-2,6	8,1	7,1	9,4	-3,3	2,4	2,0	2,2	2,6	
P. Ibérica TMTs	125.997	34,2	26,1	95,2	-21,5	12,1	10,6	52,2	-35,1	14,9	14,6	69,7	-31,9	1,6	0,6	7,3	24,3	
P. Ibérica Utilities	64.049	15,3	13,5	18,8	-1,1	8,2	7,5	9,6	-0,2	8,1	7,4	9,7	-15,3	4,1	2,9	3,1	2,8	
Total P. Ibérica	577.256	16,4	14,8	17,3	6,5	11,9	11,3	16,6	-5,7	14,7	13,7	20,6	-8,9	2,9	2,6	2,8	3,0	

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

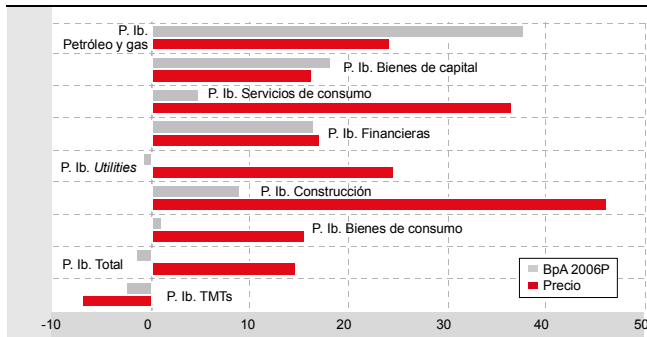
Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

Comportamiento de los mercados (%)

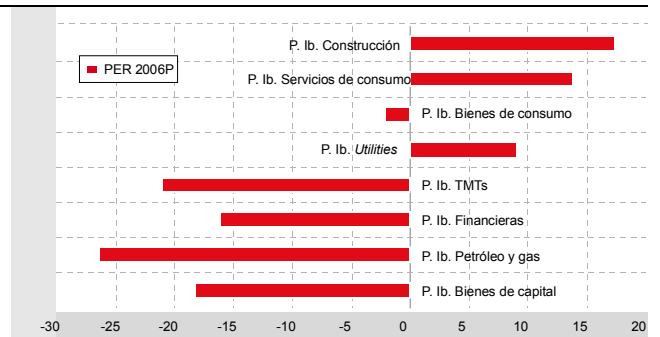
Índice	Cierre 18-Nov	Últimos 12M		En el						En el		Desde 12M	
		Máx.	Mín.	-1S	-1M	-3M	-6M	-12M	Trim.	Año	Máx.	Mín.	
Francia (CAC 40)	4.561	4.651	3.736	0,3	4,5	1,6	11,3	20,1	-0,8	19,4	-1,9	22,1	
Alemania (DAX 30)	5.132	5.163	4.089	0,8	6,1	4,1	17,7	24,1	1,7	20,6	-0,6	25,5	
Italia (MIB 30)	33.994	35.210	29.683	1,1	4,7	0,8	7,2	13,6	-2,8	8,9	-3,5	14,5	
Portugal (PSI 20)	8.028	8.174	7.378	0,2	1,8	3,2	3,3	6,3	-0,7	5,6	-1,8	8,8	
España (IBEX35)	10.525	10.919	8.534	0,2	1,5	3,9	12,3	22,0	-2,7	15,9	-3,6	23,3	
DJ Stoxx 600	300	301	245	0,0	5,9	4,0	13,8	21,2	0,9	19,5	-0,4	22,3	
DJ Stoxx 50	3.289	3.309	2.733	-0,2	5,1	3,8	13,4	18,9	0,8	18,5	-0,6	20,3	
DJ Euro Stoxx 50	3.432	3.464	2.860	0,6	4,9	3,1	12,5	18,6	0,1	16,3	-0,9	20,0	
P. Ibérica Bienes de capital	ND	ND	ND	0,6	7,5	3,4	15,9	23,9	-0,7	16,2	-7,6	29,5	
P. Ibérica Construcción	ND	ND	ND	0,8	5,4	1,8	19,5	61,1	-4,9	46,1	-9,8	63,3	
P. Ibérica B. de consumo	ND	ND	ND	-0,2	2,0	6,1	3,1	22,8	-1,3	15,6	-4,9	26,3	
P. Ibérica Serv. consumidor	ND	ND	ND	-0,7	2,5	4,3	23,4	44,6	-5,4	36,5	-10,0	49,7	
P. Ibérica Financieras	ND	ND	ND	0,7	2,8	6,6	14,4	19,9	0,7	17,1	-2,5	23,9	
P. Ibérica Petróleo y gas	ND	ND	ND	1,3	2,7	1,8	20,8	33,1	-7,1	24,2	-11,7	34,3	
P. Ibérica TMTs	ND	ND	ND	-3,2	-3,4	-4,5	-6,2	-1,6	-5,5	-7,1	-14,7	5,9	
P. Ibérica Utilities	ND	ND	ND	1,3	3,8	12,3	16,7	29,7	-0,9	24,5	-3,9	33,6	
Total P. Ibérica	ND	ND	ND	-0,3	1,7	3,4	10,3	20,4	-2,8	14,7	-8,1	25,4	

Fuente: Bloomberg.

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

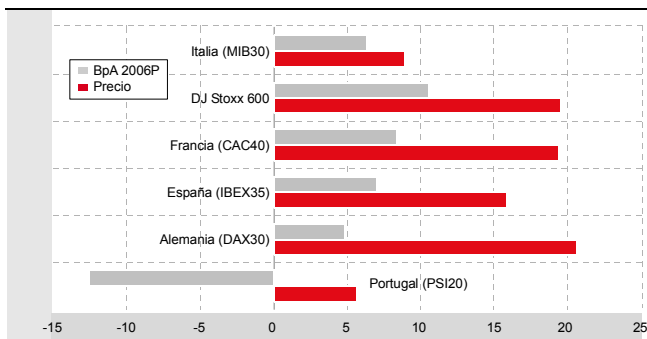


DJ Stoxx 600 – Variación relativa en el PER 2006P por sectores (%)

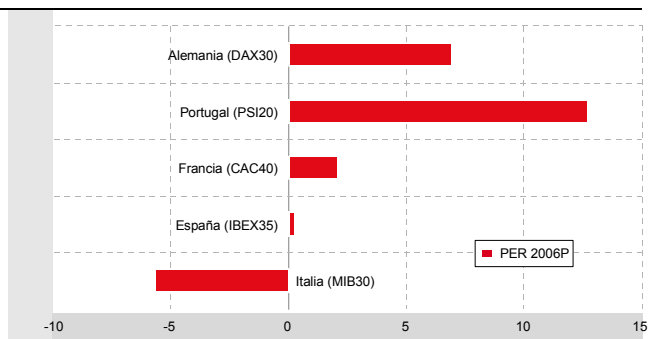


Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

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



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



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

III. RECOMENDACIONES Y MÚLTIPLOS DE MERCADO

Compañía	País	Moneda	Precio 18/11/05	Cap. burs. (mn €)	SI Bolsa Recomen.	Precio objeto	Potencial alcista (%)	Ponderación (%)		Comport. burs. (%)		PER (x)			TACC			EV/EBITDA (x)			TACC			P/Fc (x)			TACC			RpD (%)	P/Vc (x)	Compañía
								IBEX 35	PSI 20	-1S	Trim.	Año	05E	06P	07P	04-07P (%)	05E	06P	07P	04-07P (%)	05E	06P	07P	04-07P (%)	05E	06P	07P	04-07P (%)	05E			
Acerinox	SP	EUR	11,3	2.938	Infrapond.	12,2	7,8	0,7		3,0	-2,1	-4,1	10,7	10,8	8,9	3,2	5,8	6,0	5,0	3,8	6,8	6,8	5,9	-0,4	3,0	3,0	1,4	1,3	Acerinox			
Arcelor	SP	EUR	20,6	13.186	Infrapond.	15,2	-26,5	2,0		1,2	6,2	14,8	6,5	9,3	ND	ND	ND	ND	ND	4,5	5,1	ND	ND	2,9	ND	1,1	ND	Arcelor				
Cementos Portland	SP	EUR	64,0	1.780	Comprar	80,0	25,1			-3,2	-11,0	33,2	12,1	9,9	10,0	15,2	5,6	4,7	4,5	10,1	7,6	6,7	6,6	10,9	3,6	3,6	1,7	1,5	Cementos Portland			
Cimpor	POR	EUR	4,6	3.064	Infrapond.	3,9	-14,7		3,3	-0,2	-0,9	9,6	19,1	16,5	12,9	8,4	9,3	8,7	7,0	4,3	8,6	8,0	7,0	1,0	3,6	4,6	2,8	2,6	Cimpor			
Ence	SP	EUR	24,5	833	Comprar	35,0	42,7			-3,2	4,3	15,7	10,0	9,5	12,4	5,3	6,3	5,1	6,8	11,8	5,5	5,8	6,8	2,1	2,9	3,0	1,0	0,9	Ence			
Gamesa	SP	EUR	12,0	2.910	Infrapond.	12,5	4,5	0,6		1,4	-6,4	16,1	13,6	12,8	11,0	6,1	9,6	8,8	7,8	12,6	7,4	6,8	6,1	8,8	2,5	2,9	2,9	2,5	Gamesa			
Tubacex	SP	EUR	3,5	469	Infrapond.	2,5	-29,2			0,6	-8,8	86,8	17,8	14,5	21,4	17,6	9,1	8,1	10,5	7,1	10,8	9,8	13,0	7,0	2,0	1,4	2,1	2,0	Tubacex			
Uralita	SP	EUR	3,9	770	Comprar	5,5	41,0			8,6	-12,8	4,6	17,1	13,7	7,6	5,6	5,2	4,6	4,4	7,1	6,5	5,8	-6,4	2,3	2,3	2,3	2,8	Uralita				
Zardoya Otis	SP	EUR	5,179	1.179	Infrapond.	20,7	-5,0			-0,9	-6,5	26,8	33,0	32,7	29,9	3,4	21,6	19,4	17,8	9,5	30,3	30,1	28,0	5,3	3,2	3,5	32,9	30,0	Zardoya Otis			
Bienes de capital			21,8	31.130				3,3	3,3	0,6	-0,7	16,2	10,1	11,9	23,4	-24,1	4,7	5,3	12,0	-24,5	6,5	6,8	14,4	-23,8	3,0	1,9	1,6	4,1	Bienes de capital			
Acciona	SP	EUR	97,2	6.174	Comprar	105,0	8,1	1,2		3,3	2,0	49,2	21,4	18,1	15,8	19,0	10,0	9,1	8,7	15,6	11,4	9,9	8,8	22,0	2,8	3,2	2,1	2,0	Acciona			
ACS	SP	EUR	24,6	8.670	Infrapond.	En rev. ND	ND	2,2		2,9	1,3	46,3	15,4	13,4	11,9	17,1	7,5	6,5	5,5	8,2	11,8	11,1	10,3	18,4	1,9	2,1	2,8	2,4	ACS			
FCC	SP	EUR	47,3	6.169	Comprar	En rev. ND	ND	0,9		2,8	-3,7	33,4	15,6	14,2	12,9	7,1	7,2	6,8	8,5	4,7	9,1	8,6	8,0	5,0	3,7	4,0	2,5	2,3	FCC			
Ferrovial	SP	EUR	58,8	8.248	Comprar	71,2	21,2	1,6		-3,1	-15,2	43,4	24,9	22,2	22,2	11,1	13,5	12,0	11,0	13,6	13,2	12,1	10,8	-32,3	1,8	2,1	2,5	2,3	Ferrovial			
OHL	SP	EUR	12,2	1.090	Comprar	14,2	16,7			-1,9	-2,5	93,2	19,1	17,4	14,6	22,4	6,9	6,7	6,5	15,6	6,4	6,0	5,5	4,1	1,4	1,7	2,5	2,6	OHL			
Construcción			30,344					5,9	0,0	0,8	-4,9	46,1	18,4	16,4	14,4	14,4	9,5	8,6	7,8	11,2	11,0	10,2	9,2	25,3	1,8	2,1	2,7	2,4	Construcción			
Altadis	SP	EUR	36,6	9.843	Infrapond.	30,7	-16,0	2,4		-0,8	-1,9	8,5	18,1	16,1	ND	ND	ND	ND	ND	ND	11,7	10,6	ND	ND	3,1	ND	6,6	ND	Altadis			
Barón de Ley	SP	EUR	41,8	323	Infrapond.	35,7	-14,5			1,8	2,1	9,9	17,6	17,8	17,5	-5,1	8,9	8,4	7,8	4,2	11,5	11,3	10,9	-4,1	0,0	0,0	1,7	1,5	Barón de Ley			
Ebro Puleva	SP	EUR	14,4	2.217	Comprar	16,9	17,3			-2,8	-3,3	37,2	15,6	12,8	16,0	10,9	9,2	7,8	8,5	4,7	7,2	7,1	7,9	4,4	2,6	2,8	1,7	1,7	Ebro Puleva			
Faes	SP	EUR	15,7	873	Infrapond.	14,1	-10,1			0,8	-0,9	29,7	44,1	41,9	40,9	-5,5	26,4	24,9	24,2	0,4	24,5	24,3	23,7	-8,6	1,5	1,5	6,0	5,6	Faes			
Inditex	SP	EUR	24,2	15.097	Comprar	31,0	28,0	2,2		0,9	-0,8	11,1	21,2	18,3	16,0	13,9	10,4	8,8	7,6	15,6	14,0	12,0	10,4	13,4	4,0	5,2	4,5	4,1	Inditex			
Jerónimo Martins	POR	EUR	12,5	1.586	Infrapond.	12,4	-1,0	1,7		-2,2	4,3	29,1	15,0	14,6	14,1	4,1	7,1	7,0	6,5	4,4	7,7	7,3	6,8	6,5	3,3	3,5	3,3	3,0	Jerónimo Martins			
Sos Cuétara	SP	EUR	10,1	1.394	Infrapond.	7,0	-31,0			-0,6	-3,9	33,3	29,5	27,3	21,3	22,1	14,3	12,3	10,5	20,5	16,1	15,8	13,4	14,2	1,0	1,0	2,5	2,3	Sos Cuétara			
Viscofán	SP	EUR	9,3	447	Comprar	12,0	29,7			-1,6	-6,6	24,2	48,3	37,3	29,9	12,2	8,7	7,3	6,3	15,3	16,5	15,6	13,9	11,0	1,5	1,7	1,6	1,5	Viscofán			
Zeltia	SP	EUR	5,8	1.233	Infrapond.	5,0	-14,2			-1,2	-3,3	13,2	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	0,0	0,0	4,1	3,4	Zeltia			
Bienes consumo			35,235					4,7	1,7	-0,2	-1,3	15,6	20,9	18,4	24,8	-1,8	9,6	8,6	11,9	-3,4	12,6	11,4	15,1	-2,6	3,0	2,8	4,1	4,8	Bienes consumo			
NH Hoteles	SP	EUR	12,6	1.501	Comprar	14,3	13,5			0,5	-2,3	28,7	34,9	19,7	16,1	30,2	12,9	10,4	9,4	8,9	12,4	10,1	9,4	15,6	2,5	3,1	2,1	2,0	NH Hoteles			
Sol Meliá	SP	EUR	10,4	1.920	Comprar	13,3	27,5			-4,5	-9,5	42,3	19,4	13,4	10,3	64,8	9,5	7,9	6,6	14,8	9,1	7,6	6,5	31,4	1,2	1,3	2,2	1,9	Sol Meliá			
TelePizza	SP	EUR	1,7	387	Infrapond.	1,6	-10,4			-1,1	-8,9	15,3	18,8	18,1	18,7	0,9	6,7	6,0	5,4	2,5	10,2	9,9	10,4	-3,0	2,8	3,1	2,6	2,9	TelePizza			
Iberia	SP	EUR	2,2	2.047	Infrapond.	2,0	-7,8	0,5		-1,8	2,4	-3,8	3,1	30,1	14,2	-10,4	4,3	15,8	11,3	-1,0	3,1	8,0	6,1	-5,4	2,3	2,3	1,0	1,0	Iberia			
Logista	SP	EUR	42,1	1.922	Comprar	47,0	11,8			-2,8	-2,2	5,4	17,0	17,0	15,8	10,3	9,0	7,9	7,1	17,0	11,5	10,3	9,7	8,8	2,9	3,2	3,6	3,2	Logista			
Abertis	SP	EUR	22,8	13.246	Infrapond.	21,5	-23,4	3,1		0,0	-5,6	48,9	ND	ND	ND	ND	12,7	12,1	11,5	6,2	ND	ND	ND	ND	2,8	2,9	ND	ND	Abertis			
Brisa	POR	EUR	6,8	4.051	Mantener	7,3	8,0	7,9		1,5	-6,0	0,1	19,3	19,4	19,3	4,6	13,0	13,4	13,0	2,2	14,9	15,0	14,4	1,3	4,3	4,7	2,4	2,4	Brisa			
Cintra	SP	EUR	9,8	4.793	Comprar	12,7	30,1	0,7		-0,7	-14,6	20,8	27,9	27,9	27,8	4,6	14,7	15,1	14,6	2,2	21,5	21,6	20,9	1,3	3,0	3,2	3,5	3,5	Cintra			
Inm. Colonial	SP	EUR	48,6	2.904	Comprar	54,2	11,4			-0,7	-3,7	64,3	10,6	17,5	16,1	12,6	10,5	13,1	12,4	14,9	7,4	10,8	10,1	-7,6	2,4	2,6	2,0	1,7	Inm. Colonial			
Inm. Urbis	SP	EUR	16,2	2.068	Infrapond.	16,7	3,0	1,5		-0,8	-13,5	51,8	12,9	11,1	9,9	25,0	11,5	10,6	9,9	24,3	18,4	10,4	9,3	7,8	2,6	3,0	2,4	2,1	Inm. Urbis			
Metrovacesa	SP	EUR	58,5	5.955	Infrapond.	55,0	-6,0	1,2		-2,2	-4,5	96,4	17,0	14,6	15,2	9,3	20,5	15,2	15,4	37,3	12,0	10,9	11,1	12,5	1,4	1,8	2,7	2,4	Metrovacesa			
Sacyr Vallehermoso	SP	EUR	22,5	6.178	Mantener	24,5	8,8			-0,5	-3,6	91,1	20,1	24,6	20,5	1,8	15,9	14,4	13,1	14,5	10,0	10,8	9,8	60,4	1,0	1,2	3,1	2,5	Sacyr Vallehermoso			
Abengoa	SP	EUR	13,6	1.233	Comprar	16,0	17,4			-3,8	-6,9	87,5	30,3	13,7	13,4	-7,2	8,6	6,5	6,1	1,5	8,9	7,2	6,9	4,1	1,0	1,0	2,5	2,1	Abengoa			
Agua Barcelona	SP	EUR	19,3	2.856	Mantener	20,5	6,3			0,4	-3,6	26,6	15,6	14,2	13,1	2,8	7,9	7,3	6,8	11,1	17,6	7,6	7,1	5,2	1,9	2,0	1,9	1,7	Agua Barcelona			
Prosegur	SP	EUR	19,7	1.218	Comprar	23,5	19,0			-1,5	-8,6	36,3	20,0	15,7	14,2	60,7	8,9	7,2	6,7	15,2	9,7	8,4	7,8	28,4	1,4	1,8	3,6	3,0	Prosegur			
Sonae SGPS	POR	EUR	1,4	2.840	Comprar	1,6	10,5			0,0	0,7	33,6	13,6	16,4	15,0	-12,3	6,5	6,8	6,4	3,0	5,0	5,2	4,9	5,7	1,3	1,3	2,0	1,8	Sonae SG			

IV. MONITOR DE LA TENDENCIA

Comportamiento bursátil 1M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Antena 3	20,4	Ferrovial	-0,3
Telecinco	18,8	Viscofán	-0,5
Arcelor	12,9	Sol Meliá	-1,0
Unión Fenosa	11,0	Cementos Portl.	-1,6
Acciona	10,5	Barón de Ley	-2,9
PT Multimédia	9,7	BCP	-3,2
Sogecable	9,3	Logista	-3,3
OHL	8,6	Prisa	-6,6
ACS	7,6	Telefónica	-10,1
Sacyr Vallehermoso	7,3	Jazztel	-15,1

Comportamiento bursátil 3M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Unión Fenosa	22,9	Gas Natural	-4,6
Endesa	22,9	Ferrovial	-5,6
Sonae SGPS	18,5	Sol Meliá	-5,8
Sogecable	18,2	Prisa	-6,2
PT Multimédia	17,4	Acerinox	-7,2
Viscofán	15,5	Cementos Portland	-7,5
Abengoa	14,2	Sos Cuétara	-9,9
Arcelor	14,1	Telefónica	-10,1
Ence	13,8	Uralita	-11,6
Acciona	13,6	Jazztel	-21,8

Comportamiento desde máximo 12M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
BBVA	-0,4	Telefónica Móviles	-14,1
EDP	-0,4	Gamesa	-14,9
Banesto	-0,6	Telefónica	-15,3
Arcelor	-1,1	Inm. Urbis	-15,6
Sonae SGPS	-1,4	Uralita	-17,0
BES	-1,7	Ferrovial	-17,8
Grupo Santander	-1,9	Acerinox	-18,3
Cimpor	-2,1	Zeltia	-18,8
Jerónimo Martins	-2,4	Portugal Telecom	-20,5
Altadis	-2,7	Jazztel	-52,7

Comportamiento desde mínimo 12M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Sacyr Vallehermoso	107,1	Brisa	11,0
OHL	103,2	Cimpor	10,9
Metrovacesa	101,1	Iberia	10,5
Tubacex	98,3	Gas Natural	10,1
Abengoa	91,4	Telefónica Móviles	8,6
Cortefiel	79,0	Acerinox	7,5
Inm. Colonial	75,3	Portugal Telecom	6,3
Acciona	70,4	BES	6,1
Inm. Urbis	69,4	Telefónica	6,9
Ferrovial	67,4	Prisa	0,1

Recomendaciones consenso 3M*			
10 más altos		10 más bajos	
Aldeasa	3,0	Tubacex	1,6
B. Valencia	2,8	B. Pastor	1,6
B. Guipuzcoano	2,8	BBVA	1,5
Metrovacesa	2,7	Prisa	1,5
Jazztel	2,7	Grupo Santander	1,5
Amadeus	2,7	Ferrovial	1,4
Faes	2,6	BPI	1,4
Abertis	2,5	PT Multimédia	1,4
Inm. Colonial	2,5	Inditex	1,4
Acciona	2,4	Arcelor	1,2

Recomendaciones positivas-negativas 3M (x)			
10 más altos		10 más bajos	
Telefónica	12,0	Indra	0,0
Inditex	10,0	Amadeus	0,0
Arcelor	10,0	Metrovacesa	0,0
Grupo Santander	8,0	Cortefiel	0,0
B. Pastor	6,0	Abertis	0,0
ACS	6,0	Aldeasa	0,0
BPI	5,0	Faes	0,0
Enagás	4,0	B. Valencia	0,0
Brisa	3,5	B. Guipuzcoano	0,0
Ence	3,5	Jazztel	0,0

Consenso/Santander Inv, Bolsa BpA 2005E (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Ferrovial	14,4	Telefónica Mów.	-15,5
Altadis	12,7	Abengoa	-16,9
Barón de Ley	12,2	Jazztel	-16,9
BPI	10,7	Cementos Portl.	-17,8
Tubacex	10,0	NH Hoteles	-18,6
Antena 3	7,9	Aguas Barcelona	-21,4
Logista	7,8	Portugal Telecom	-23,7
B. Valencia	7,4	Sol Meliá	-36,1
Enagás	7,1	Gas Natural	-38,3
Uralita	7,1	Sogecable	-56,8

Acciones más recomendadas (% de compra)			
10 más altos		10 más bajos	
Arcelor	90,9	Indra	0,0
PT Multimédia	75,0	Amadeus	0,0
Tubacex	75,0	Metrovacesa	0,0
Inditex	74,1	Cortefiel	0,0
BPI	71,4	Abertis	0,0
B. Pastor	66,7	Aldeasa	0,0
Ferrovial	66,7	Faes	0,0
Grupo Santander	64,0	B. Valencia	0,0
Ence	63,6	B. Guipuzcoano	0,0
EDP	62,5	Jazztel	0,0

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

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



V. MONITOR DEL VALOR

PER 2006P (x)			
10 más altos		10 más bajos	
Sacyr Valleherm.	24,6	Inm. Urbis	11,1
Ferrovial	22,1	EDP	10,9
Indra	22,0	Acerinox	10,8
B. Guipuzcoano	21,6	BCP	10,4
NH Hoteles	19,7	Portugal Telecom	10,1
Aldeasa	19,6	Cementos Portland	9,9
Brisa	19,4	Ence	9,5
Inditex	18,3	Arcelor	9,3
Amadeus	18,2	Repsol YPF	9,0
Acciona	18,1	Gas Natural	8,5

RpD 2006P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
BCP	4,3	Sol Meliá	1,2
Brisa	4,3	Abengoa	1,0
PT Multimédia	4,2	Sacyr Valleherm.	1,0
Inditex	4,0	Sos Cuétara	1,0
Endesa	3,9	B. Valencia	0,8
Gas Natural	3,7	Prisa	0,7
FCC	3,7	Jazztel	0,0
Cimpor	3,6	Zeltia	0,0
Cementos Portland	3,6	Barón de Ley	0,0
B. Sabadell	3,6	Sogecable	0,0

P/FC 2006P (x)			
10 más altos		10 más bajos	
Telecinco	15,1	Uralita	6,5
Brisa	15,0	Gas Natural	6,0
Antena 3	14,9	OHL	6,0
PT Multimédia	14,8	Ence	5,8
TPI	14,5	EDP	5,5
Sogecable	14,2	Repsol YPF	5,4
Ferrovial	12,1	Sonae SGPS	5,2
Inditex	12,0	Telefónica	5,2
Aldeasa	11,7	Arcelor	5,1
Prisa	11,7	Portugal Telecom	4,2

P/VC 2006P (x)			
10 más altos		10 más bajos	
Antena 3	5,2	Repsol YPF	1,7
Telefónica Móviles	4,6	Cementos Portland	1,7
Inditex	4,5	Barón de Ley	1,7
PT Multimédia	4,1	Viscofán	1,6
Zeltia	4,1	BES	1,4
B. Valencia	3,8	EDP	1,4
Prosegur	3,6	Acerinox	1,4
Logista	3,6	Arcelor	1,1
Ferrovial	3,5	Iberia	1,0
Amadeus	3,5	Ence	1,0

Revisiones del BpA 2006P en el año (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Tubacex	62,5	PT Multimédia	-21,2
Repsol YPF	43,1	Ence	-25,5
Inm. Colonial	33,9	Viscofán	-26,0
Arcelor	33,7	BES	-26,7
Telecinco	30,0	Portugal Telecom	-30,3
Antena 3	26,3	Cimpor	-30,7
B. Pastor	25,9	Iberia	-34,5
Sol Meliá	24,6	Faes	-36,7
Metrovacesa	23,9	Jazztel	-40,4
Ebro Puleva	23,3	Sogecable	-63,1

FCpA/DpA 2006P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Prosegur	8,5	Iberdrola	2,8
Aguas Barcelona	6,9	Aldeasa	2,7
Arcelor	6,7	Faes	2,7
Repsol YPF	6,7	Inditex	2,1
Metrovacesa	6,6	PT Multimédia	1,6
Uralita	6,5	Brisa	1,5
Amadeus	6,5	Antena 3	1,4
Sos Cuétara	6,4	Telecinco	1,4
Ence	5,9	TPI	1,2
Gamesa	5,8	Zardoya Otis	1,0

Deuda/recursos propios 2006P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Metrovacesa	239,4	TelePizza	-10,6
Ferrovial	229,5	Inditex	-19,9
Brisa	155,6	Antena 3	-22,1
Sogecable	149,8	Aldeasa	-31,5
Enagás	147,3	Indra	-32,4
Inm. Urbis	134,8	Logista	-42,2
Inm. Colonial	134,4	Amadeus	-44,3
Endesa	133,4	Iberia	-63,1
Gamesa	128,3	Telecinco	-66,0
EDP	125,0	Zardoya Otis	-136,3

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

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

VI. MONITOR DEL CRECIMIENTO

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

TACC DpA 2004-07P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
OHL	22,4	Ence	4,3
B. Pastor	21,9	Acerinox	3,2
Indra	21,4	Aldeasa	3,2
BCP	20,0	Prisa	3,0
BBVA	19,6	Sacyr Vallehermoso	1,8
Logista	19,1	Sonae SGPS	0,0
Acciona	19,0	Sos Cuétara	0,0
B. Popular	18,8	Iberia	0,0
Repsol YPF	17,3	Abengoa	0,0
ACS	17,1	Faes	0,0

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

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

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

TACC FCpA 2004-07P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Antena 3	21,5	TelePizza	-3,0
Enagás	18,9	Endesa	-3,6
ACS	18,4	Barón de Ley	-4,1
NH Hoteles	15,6	Iberia	-5,4
Sos Cuétara	14,2	Unión Fenosa	-5,6
Inditex	13,3	Uralita	-6,4
Indra	13,0	Inm. Colonial	-7,6
Metrovacesa	12,5	Faes	-8,6
Viscofán	11,0	PT Multimédia	-15,2
Cementos Portl.	10,9	EDP	-24,8

Margen EBITDA 2006P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Telecinco	45,0	OHL	12,0
Barón de Ley	44,9	Arcelor	11,6
Telefónica	44,1	Abengoa	10,9
Portugal Telecom	41,5	Aldeasa	10,6
Telefónica Móviles	40,8	Sos Cuétara	9,7
Enagás	39,0	ACS	9,0
TPI	36,5	Jerónimo Martins	7,9
Antena 3	34,5	Iberia	5,0
Endesa	34,5	Zeltia	5,0
Cementos Portland	34,4	Jazztel	-1,1

Potencial hasta el precio objetivo de SI Bolsa (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Uralita	41,0	Zeltia	-14,2
Viscofán	29,7	Barón de Ley	-14,5
Inditex	28,0	Cimpor	-14,7
Sol Meliá	27,5	Altadis	-16,0
Cementos Portl.	25,1	Abertis	-23,4
Sogecable	23,3	B. Guipuzcoano	-24,4
Prisa	22,4	Arcelor	-26,5
Ferrovial	21,2	Tubacex	-29,2
Prosegur	19,0	Unión Fenosa	-29,2
Abengoa	17,4	Sos Cuétara	-31,0

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

Delegaciones internacionales

Madrid

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

Lisboa

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

Londres

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

Nueva York

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

Bogotá

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

Buenos Aires

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

Caracas

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

Lima

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

México

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

Santiago

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

São Paulo

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

Tokio

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

Clave de recomendaciones

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

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

INFORMACIÓN IMPORTANTE:

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

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

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

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

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

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

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

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

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



LA SEMANA PASADA

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
LUNES 14-Nov	9:00	España	PIB (constante desest.)(t/a)	3TP	0,9/3,4	0,8/3,5	0,8/3,5
	10:00	Italia	IPC (NIC incl. tabaco) (m/a)	Oct F	0,0/2,0	0,2/2,2	0,2/2,2
	11:00	Italia	Producción industrial (m/a)(desest./ajust.)	Sep	1,2 R/6,3 R	-0,2/1,3	-1,0/-1,7
MARTES 15-Nov		España	Saldo balanza por cuenta corriente (mn €)	Ago	-4546,6	-	-4887,1
	8:00	Alemania	PIB (desest./ajust.) (t/a)	3T1	0,2 R/0,7 R	0,5/1,1	0,6/1,4
	9:00	España	IPC (m/a)		0,6/3,7	0,8/3,5	0,8/3,5
	10:00	Italia	PIB (t/a)	3T P	0,7/0,1	0,4/0,1	0,3/0,0
	11:00	Zona euro	PIB (desest.)(t/a)	3T E	0,3/1,1	0,5/1,4	0,6/1,5
	11:00	Alemania	ZEW (Sentimiento económico)	Nov	39,4	44	38,7
	11:00	Alemania	ZEW (Situación actual)	Nov	-58,0	-55	-55,2
	11:00	Zona euro	ZEW (Sentimiento económico)	Nov	34,7	38,2	40,0
	11:00	Zona euro	La CE publica 1T y 4T previsión PIB	EEUU	-	-	-
	14:30	EEUU	Precios de producción (m/a)	Oct	1,9/6,9	0,0/5,0	0,7/5,9
	14:30	EEUU	IPRI excl. alimentación y energía (m/a)	Oct	0,3/2,6	0,2/2,4	-0,3/1,9
	14:30	EEUU	Avance de ventas minoristas	Oct	0,3 R	-0,6	-0,1
	14:30	EEUU	Ventas minoristas excl. automóviles	Oct	1,4	0,3	0,9
	14:30	EEUU	Empire Manufacturas	Nov	12,1	15,5	22,8
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Nov 13	-19	-	-18
MIÉRCOLES 16-Nov	8:00	Zona euro	Nuevas matriculaciones de coches (a)	Oct	4,4	-	-1,4
	8:45	Francia	Número de empleos no agrícolas (t)	3T P	0,1 R	0,2	0,1
	8:45	Francia	Salarios (t)	3T P	0,6	0,7	1,0
	8:45	Francia	Encuesta inversión industrial de octubre	-	-	-	-
	10:00	Zona euro	IPC (m/a)	Oct	0,5/2,6	0,3/2,5	0,3/2,5
	10:00	Italia	Balanza comercial (mn €)	Sep	-386 R	-2.260	-2150
	13:00	EEUU	MBA Refinanciación hipotecaria	Nov 11	-	2,3	-0,6
	14:30	EEUU	IPC (m/a)	Oct	1,2/4,7	0,0/4,1	0,2/4,3
	14:30	EEUU	Inventarios empresariales	Sep	0,4	0,3	0,5
	15:00	EEUU	Compra de activos por extranjeros (miles mn)	Sep	89,0	70,0	101,9
JUEVES 17-Nov	10:00	Zona euro	Producción industrial (desest./ajust.)(m/a)	Sep	0,8/2,6	0,5/1,8	-0,4/1,0
	14:30	EEUU	Viviendas iniciadas	Oct	2.108.000	2.060.000	2.014.000
	14:30	EEUU	Permisos de construcción	Oct	2.219.000 R	2.175.000	2.071.000
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Nov 12	326.000	321.000	303.000
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	Nov 5	2.818.000	2.790.000	2.793.000
	15:15	EEUU	Producción industrial	Oct	-1,5 R	1,0	0,9
	15:15	EEUU	Utilización de la capacidad	Oct	79,0 R	79,5	79,5
	18:00	EEUU	Fed de Filadelfia	Nov	17,3	15,8	11,5
VIERNES 18-Nov	8:45	Francia	Saldo balanza por cuenta corriente (mn €)	Sep	-2210 R	-2100	-2227
	8:45	Francia	PIB (t/a)	3TP	-	0,7/1,9	0,7/1,8
		Italia	Saldo balanza por cuenta corriente (mn €)	Sep	-1.580	-2.162	-953

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

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

SEMANA PASADA: DATOS DEL PIB EN ESPAÑA

Últimas dos semanas en España: crecen los desequilibrios

Los datos publicados las dos últimas semanas revelan los fuertes desequilibrios que viene mostrando la economía española. El considerable déficit del sector exterior como porcentaje del PIB y el elevado endeudamiento de las familias probablemente llevarán a la economía española a una fuerte desaceleración en los próximos años. De momento, el país se resiste a la desaceleración, como muestran los datos preliminares del PIB del 3T05.



EL CRECIMIENTO ESPAÑOL ABOCADO A LA DESACELERACIÓN...

El modelo de crecimiento español no es sostenible

La Comisión Europea publicaba sus previsiones de otoño y decidía aumentar las estimaciones de crecimiento para la economía española hasta el 3,4% en 2005 (desde el 2,7% anterior), 3,2% en 2006 (2,7% anterior) y 3,0% en 2007. Al mismo tiempo, la CE defendía que el **modelo de crecimiento español está perdiendo fuerza** y que **la economía sufrirá una desaceleración a medio plazo**. También insistió en que podría haber una **desaceleración del consumo privado** como resultado de las consecuencias de una subida de los tipos de interés en el elevado endeudamiento de los hogares españoles. Así mismo, destacó los graves problemas del sector exterior. **Coincidimos con la idea de que el modelo de crecimiento español no es sostenible a medio plazo**. En cuanto al crecimiento del PIB, nuestras previsiones apuntan a un 3,4% en 2005E, 2,8% en 2006P y 2,4% en 2007P.

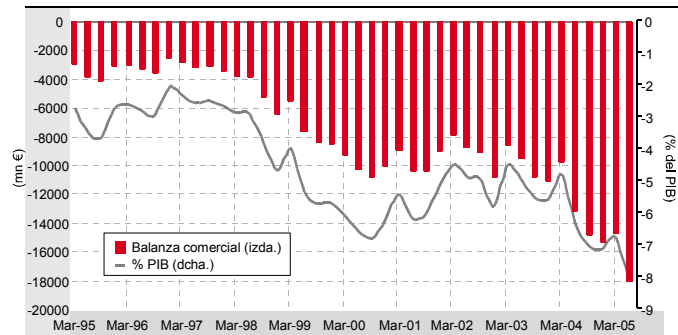
Se mantienen los desequilibrios en el sector exterior

En agosto, el déficit de balanza por cuenta corriente ascendía a 4.887.100 mn €, desde 2.432.800 mn € en agosto de 2004. Los grandes responsables de esta subida fueron la balanza comercial y la de rentas. Así, el déficit comercial ascendía a 6.517.500 mn € en agosto, desde 4.845.000 mn € en el mismo periodo de 2004. Este deterioro obedece a un incremento del 11,6% interanual de las exportaciones, contrarrestado por un incremento del 19,7% interanual de las importaciones. Además, conviene señalar que el superávit de la balanza de servicios no consiguió compensar el incremento del déficit de la balanza de bienes, dado el deterioro del superávit del turismo en el mes. Por último, en términos acumulados, el déficit de la balanza comercial en 8M05 aumentó un 70,5% frente al mismo periodo del año anterior (42.558.800 mn € en 8M05 frente a 24.960.000 mn € en 8M04), mientras que la posición deudora del mismo periodo subió un 95,5% interanual (37.376.900 mn € en 8M05 desde 19.121.400 mn € en 8M04). Como venimos señalando desde el año pasado, **el deterioro del sector exterior español está creciendo a un ritmo acelerado**, y no se prevén cambios significativos en esta tendencia negativa a corto plazo, ya que el crecimiento de la demanda interna sigue siendo rápido en España y la inversión también se está acelerando. Por otro lado, los problemas derivados de la posición competitiva de España hacen difícil incrementar las exportaciones de manera notable a corto plazo. Como resultado, **podríamos ser testigos de un déficit de la balanza por cuenta corriente de más del 8,0% del PIB en 2006P**, con un crecimiento alarmante de la posición deudora de España frente al resto de las economías mundiales.

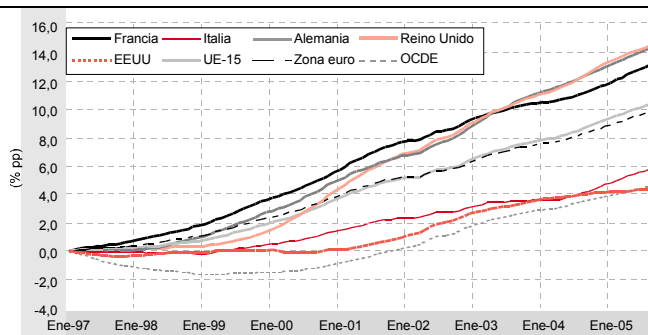
IPC: cae el índice general y sube el subyacente en septiembre

El IPC español tuvo un comportamiento relativamente bueno en octubre, al caer hasta el 3,5% interanual desde el 3,7% interanual en septiembre. Sin embargo, la subida mensual volvía a ser significativa (0,8% intermensual, tras 0,6% intermensual en septiembre y 0,4% intermensual en agosto). El índice subyacente subió de nuevo hasta el 2,6% interanual, desde el 2,5% interanual en septiembre y 2,4% interanual en agosto. A pesar del retroceso de la tasa general anual desde el 3,7% hasta el 3,5%, los datos de inflación mantienen la tendencia negativa en España si los comparamos con el resto de Europa. No esperamos un fuerte retroceso en el índice subyacente a corto plazo, aunque los datos podrían mejorar en el índice general en los próximos meses dada la caída de los precios de la energía. En cualquier caso, esperamos que la inflación llegue al 3,4% a finales de 2005E y al 3,1% a finales de 2006P.

España – Balanza comercial de bienes, 1995-2005



España – Total economía: IPC, diferenciales acumulados, 1997-2005



Fuentes: Mineco, INE y Santander Investment Bolsa.

Los datos preliminares para el PIB del 3T05 apuntan a una aceleración

Según los **datos preliminares** publicados por el INE, **la economía española creció un 0,8% intertrimestral en el 3T05, con una aceleración de la tasa de crecimiento interanual desde el 3,4% interanual en el 2T05 hasta el 3,5% interanual en el 3T05**. Aunque no disponemos del desglose del PIB, parece que hubo una desaceleración del consumo privado en el 3T05 y que los datos de la construcción siguen fuertes. Por otro lado, la contribución negativa del sector exterior al crecimiento del PIB podría haberse reducido. Estos datos coinciden con nuestras estimaciones (previsión de incremento del PIB del 0,8% intertrimestral y 3,5% interanual). Esperamos que la economía española crezca un 3,4% en 2005E.

Comportamiento negativo de la producción industrial española en septiembre

La producción industrial en España se incrementó un escaso 0,5% interanual en términos desestacionalizados y ajustados en septiembre de 2005. Si nos fijamos en el destino de los bienes producidos, comprobamos que la producción de: (1) bienes de consumo subió un 0,2% interanual, con un descenso de los bienes duraderos del 2,6% interanual, mientras que los bienes no duraderos crecían un modesto 0,7% interanual; (2) los bienes de capital retrocedían un 0,8% interanual; (3) los bienes intermedios caían un 0,1% intermensual; y (4) los bienes energéticos subían un 4,2% interanual. Es decir, prácticamente el incremento total de la producción industrial en septiembre se debió a la producción energética. La producción industrial en España está siendo bastante pobre en 2005, debido en parte al comportamiento negativo de las exportaciones, que se están viendo afectadas por la debilidad de la demanda interna de los principales socios comerciales de España. Creemos que la pérdida de competitividad de los productos españoles va a seguir afectando a la producción industrial. La industria textil y la automovilística serían las más afectadas.

En torno a 800.000 nuevas viviendas en 2005

El número total de nuevas viviendas construidas en 2005 podría rondar las 800.000, otro máximo anual, según los datos de colegios de arquitectos de permisos de construcción, que equivale a las construidas en Francia, Alemania y Reino Unido en un año. El comité de colegios de arquitectos (CSCAE) confirma que los números actuales no tienen justificación desde un punto de vista fundamental y que es imposible explicar el ritmo de crecimiento de la construcción en los últimos años recurriendo a argumentos de demografía, crecimiento económico o turismo. Las viviendas en construcción en estos momentos se terminarían en 2007. En nuestra opinión, los desequilibrios del mercado inmobiliario son cada vez mayores y en los próximos años habrá una saturación. Parte de estas viviendas se sumarán a las que ya están vacías (cerca del 20% del total de las viviendas). Desde un punto de vista fundamental, creemos que el equilibrio a largo plazo para la construcción de nuevas viviendas rondaría las 300.000 (400.000 en el mejor de los casos) al año. Por lo tanto, en los últimos años se han estado construyendo más casas de las necesarias, por lo que en el futuro podríamos asistir a un ajuste complicado.



Noticias internacionales

La semana en la zona euro: En la zona euro, los datos de la semana pasada traían sorpresas negativas, aunque seguimos defendiendo que asistiremos a una recuperación de la economía europea en 2006P y 2007P (encabezada por Alemania). Francia y Alemania sorprendían a la baja, aunque sin detener la recuperación de fondo de la zona euro. De hecho, las últimas previsiones de la Comisión Europea muestran mejoras del crecimiento del PIB de la UE para 2005, 2006 y 2007.

En la zona euro...

Revisión al alza de las previsiones de crecimiento

Las previsiones de la Comisión Europea incluyen una mejora del crecimiento del PIB de la zona euro: 1,5% (1,3%) en 2005; 2,1% (1,9%) en 2006; y 2,4% (2,1%) en 2007. El informe prevé una recuperación basada en un incremento de la inversión fija el próximo año y una mejora gradual del consumo.

La producción industrial caía un 0,4% intermensual en septiembre tras subir 0,8% intermensual en agosto. La producción manufacturera caía un 0,6% intermensual.

La inflación armonizada se mantuvo estable, con un incremento del 2,5% en octubre, tras 2,6% en septiembre. La inflación subyacente subió ligeramente, desde el 1,3% hasta el 1,4%.

Datos positivos del PIB del 3T05

El jueves pasado conocíamos los datos positivos del PIB del 3T05 de la zona euro, con incrementos intertrimestrales del 0,6% en Alemania, del 0,3% en Italia y del 0,6% para el conjunto de la zona euro. Pese a no contar con el desglose de los PIBs, creemos que el crecimiento podría haber derivado principalmente del sector exterior, con una demanda interna todavía débil en la mayoría de los países. En cualquier caso, conviene señalar que la debilidad de la demanda interna obedece al consumo privado, ya que la inversión empresarial está subiendo de manera notable. Conocidos estos datos, seguimos defendiendo una recuperación en la zona euro y una subida de tipos de interés del BCE en el 1T06P.

En Francia...

Decepción con los datos del INSEE

Ha sorprendido el notable pesimismo de la encuesta de expectativas industriales del **INSEE** (instituto francés de estadística), con expectativas de crecimiento cero en 2006 y reducción de las previsiones de inversión desde el 3% anterior hasta el 0%. La encuesta contradice la fuerte aceleración de la actividad en el 3T05 y otros datos económicos fuertes publicados por Francia y la zona euro recientemente. En Francia los salarios han subido un 1% intertrimestral en el 3T05, muy por encima del trimestre anterior y de las expectativas de consenso.

En Italia, la **inflación se revisaba al alza** un 0,1% hasta el 2,6% interanual, un dato coherente con la inflación de la zona euro, en el 2,4% interanual (el miércoles). **La producción industrial** se revelaba bastante más débil de lo previsto en septiembre, con una contracción del 1,0% intermensual. La caída afecta a todos los componentes, excepto energía.

En Alemania...

Los partidos en coalición aprobaban los planes del Gobierno para los próximos cuatro años. El programa incluye una subida del IVA de 3 puntos porcentuales en 2007 y una reducción de 1,5 puntos porcentuales de la contribución a la Seguridad Social. En el programa no se contemplan recortes de gastos significativos y, por el contrario, sí se incluyen subidas de impuestos.

El índice ZEW alemán caía ligeramente debido a la situación política en el momento de la encuesta. Sin embargo, el dato fuerte de pedidos manufactureros y unas expectativas optimistas podrían apoyar una tendencia al alza.

La semana en EEUU: La semana pasada recibíamos escasas, aunque importantes, noticias económicas del otro lado del Atlántico. El dato clave de la semana lo ofrecía el IPC, que subía por encima de las expectativas en el índice general, mientras que llegaba al 2,1% interanual en el subyacente. No queremos dejar de destacar la caída del dato de solicitudes semanales de subsidio de desempleo, que, excluyendo el *Katrina*, era de 283.000 (dato muy significativo porque es el utilizado para el informe sobre empleo). Por otro lado, la producción industrial se disparaba y los datos del TICS (Treasury International Capital System) registraban un nuevo máximo.

Retrocesos en casas nuevas, Fed de Filadelfia...

La construcción de nuevas viviendas caía un 5,6% en octubre, hasta 2.014.000 mn de unidades (revisiones al alza de hasta 69.000 unidades en los dos meses anteriores). El principal motivo del descenso en octubre fue el sector de viviendas multifamiliares, que caía casi un 15%.

El índice general de sentimiento de la Fed de Filadelfia caía desde 17,3 en octubre hasta 11,5 en noviembre. Si nos fijamos en los datos del ISM comparable (menos volátil), la Fed de Filadelfia no se movió del sólido 57,4, puesto que los avances de ventas industriales (23,4 frente a 19,5) y empleo (19,1 frente a 17,0) contrarrestaron el retroceso de los pedidos (12,7 frente a 18,6).

El IPC general subía en octubre más de lo previsto (0,2%), con un encarecimiento casi récord (14,0%) del gas natural que contrarrestó la bajada de la gasolina (4,5%) y dejó los precios generales de la energía prácticamente sin cambios. Mientras tanto, el índice subyacente subía 0,25% y conseguía una inesperada subida de la tasa interanual desde el 2,0% hasta el 2,1%.

... y avances en el IPC e inventarios empresariales

Los inventarios empresariales crecieron más de lo previsto (0,5%), pero el avance de las ventas (0,6%) redujo el ratio inventarios/ventas a un mínimo histórico de 1,25, lo que resalta las probabilidades de reconstrucción de inventarios. El dato clave de este informe —ventas al por menor excluyendo automóviles— subió un 0,4%.

El informe del TICS mostró un **ritmo máximo** de entrada de dinero extranjero en septiembre (102.000 mn US\$). Este incremento refleja una compra extranjera, excepcionalmente fuerte, de renta fija y variable.

El índice de la asociación nacional de constructores (National Association of Homebuilders' Housing Market Index) empieza a mostrar signos de vuelta a la normalidad tras los incrementos de inventarios de viviendas. El índice general del mercado de la vivienda caía desde los 68 puntos de octubre (y máximo del ciclo en 72 en junio) hasta 60 en noviembre.

Las solicitudes semanales de subsidio caen a 283.000 excluyendo Katrina

Las solicitudes de subsidio semanales se reducían en 25.000 la semana del 12 de noviembre, hasta 303.000 (muy importante dado que es la semana del informe del empleo). El retroceso llega incluso tras otras 19.000 solicitudes vinculadas con el huracán, dejando el dato excluyendo el *Katrina* en un reducido 283.000. La renovación de solicitudes la semana pasada no se movía prácticamente de los 2.793.000.



La producción industrial continúa creciendo

El informe de producción industrial de octubre fue mucho más fuerte de lo previsto, con un incremento de la producción industrial del 0,9% y un avance de la producción manufacturera del 1,4% pese al ligero impacto negativo de los huracanes. La industria minera, especialmente perforación de gas y petróleo, caía otro 0,5% (tras retroceder un 8,6% en septiembre), porque la recuperación de las infraestructuras para la perforación en el Golfo de México ha sido muy lenta. Por lo tanto, el dato de producción minera de noviembre podría traer notables subidas.

ESTA SEMANA

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión
LA SEMANA	23-25	Alemania	IPC (m/a)	Nov P	-	-
	23-29	Alemania	Índice precios de importación (m/a)	Oct	0,5/2,1	-0,4/3,5
LUNES 21-Nov	9:00	España	Visitas de turistas en octubre	Sep	9,0	-
		España	Sector servicios (a)	Sep	9,0	-
		Italia	Pedidos industr. (desest./no desest.)(m/a)	Sep	1,0/12,9	-0,9/3,1
		Italia	Ventas industriales (desest./no desest.)(m/a)	Sep	6,6/11,1	-1,5/
		Zona euro	Balanza comercial (mn €)	Sep	-2,6	1,0
	16:00	EEUU	Indicadores adelantados	Oct	-0,7	0,8
MARTES 22-Nov	8:00	Alemania	PIB (desest./ajust.) (t/a)	3T2	0,6/1,4	0,6/1,4
	8:00	Alemania	Consumo privado	3T2	-0,3	-0,3
	8:00	Alemania	Gasto público	3T2	0,6	0,3
	8:00	Alemania	Inversión en bienes de equipo	3T2	0,6	1,3
	8:00	Alemania	Inversión en construcción	3T2	-0,2	1,0
	8:00	Alemania	Demanda interna	3T2	0,3	0,1
	8:00	Alemania	Importaciones	3T2	2,3	2,6
	8:00	Alemania	Exportaciones	3T2	1,2	3,1
	8:45	Francia	Gasto del consumidor (m/a)	Oct	-0,6/4,2	0,0/2,8
	16:00	EEUU	Índice de la Fed de Richmond	Nov	12	10
	20:00	EEUU	Actas de la reunión del FOMC	-	-	-
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Nov 20	-18	-
MIÉRCOLES 23-Nov	9:00	España	PIB (constante desest.)(t/a)	3TF	0,8/3,5	0,8/3,5
	9:30	Italia	Confianza consumidor (desest.)	Nov	105,3	105,3
	11:00	Zona euro	Nuevos pedidos industriales (desest.)(m/a)	Sep	-0,1/7,5	0,9/4,3
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Nov 18	-0,6	-
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Nov 19	303.000	318.000
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	Nov 12	2.793.000	2.750.000
	15:45	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	Nov F	79,9	80,5
16:00	EEUU	Índice de oferta de empleo	Oct	39	39	
JUEVES 24-Nov	8:45	Francia	Indicador de confianza empresarial	Nov	102	104
	8:45	Francia	Indicador de perspectivas de producción	Nov	-2	3
	9:00	España	Índice de precios hoteleros (a)	Oct	1,1	-
	10:00	Zona euro	Saldo balanza cta. corriente (miles mn €)	Sep	-6,6	-5,3
	10:00	Italia	Ventas al por menor (desest.)(m/a)	Sep	0,6/2,4	-0,2
VIERNES 25-Nov	9:00	España	Precios de producción (m/a)	Oct	0,8/5,4	-
	9:30	Italia	Confianza empresarial	Nov	89,5	89,9
	10:00	Alemania	IFO Clima empresarial	Nov	98,7	98,4
	10:00	Italia	Sueldos por horas (m/a)	Oct	0,3/3,1	0,1/3,0
	10:00	Alemania	IFO Condiciones actuales	Nov	98,9	99,0
	10:00	Alemania	IFO Expectativas	Nov	98,5	98,4

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

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

ESTA SEMANA: ESCASAS NOTICIAS MACRO, AUNQUE INTERESANTES

En EEUU: (1) Actas de la reunión del FOMC; (2) expectativas de mejora del índice de confianza de la U. de Michigan; (3) los indicadores adelantados podrían repuntar un 0,8%; (4) el índice de ofertas de empleo podría mantenerse en 39.

En la zona euro: (1) Composición del 3T05 en Alemania; (2) el índice de nuevos pedidos industriales de la zona euro podría dispararse; (3) en Italia, los pedidos industriales volverían a incrementarse; (4) en España, los datos del PIB del 3T05 podrían acelerarse; (5) el índice IFO de confianza empresarial habría de registrar nuevas mejoras.



TIPOS Y DIVISAS

- En la zona euro, se mantendría la tendencia de crecimiento, apoyada por un euro más debilitado. El esperado nivel neutral de tipo de intervención sigue pareciendo muy bajo y, en nuestra opinión, una revaloración podría desencadenar una nueva ola de ventas.
- En EEUU, la curva por encima de los seis meses se encuentra invertida, lo que apunta a que los temores a una desaceleración económica se están descontando en los mercados. No compartimos esta idea. Los últimos datos económicos no apoyan esta situación y no es previsible que la Fed llegue al 4,75% para posteriormente volver a bajar. Apoyamos la opinión de la Fed y no la del mercado.

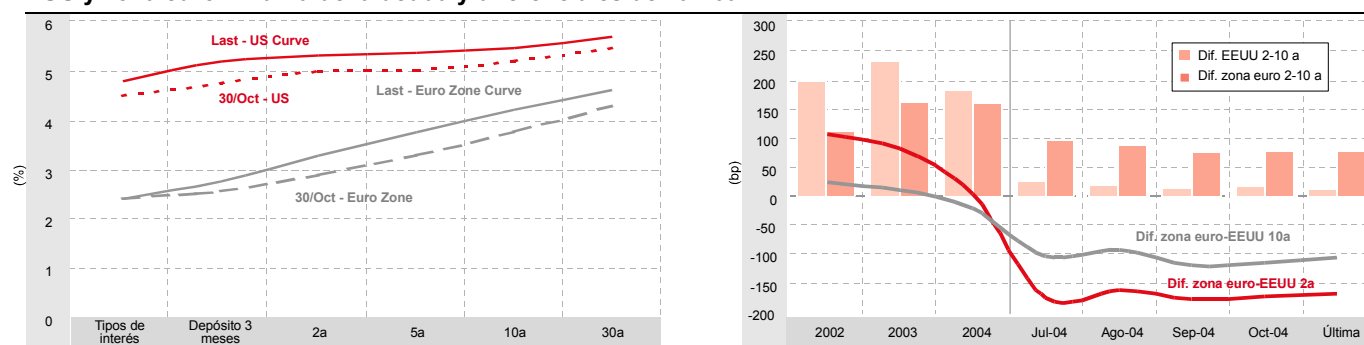
EEUU y zona euro – Tipos de interés y divisas

		Anual ¹			Trimestral ¹				Mensual			Semanal				
		2002	2003	2004	sep-04	dic-04	mar-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05	28-oct	04-nov	11-nov	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	1,5	2,0	2,5	3,0	3,3	3,5	3,8	3,8	3,75	4,00	4,00	4,00
	Euribor 3 meses	3,3	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,16	2,27	2,30	2,16
	Dep. 3 meses EEUU	1,7	1,1	1,6	1,8	2,3	2,9	3,3	3,7	3,8	4,0	4,2	4,23	4,29	4,33	4,32
Tipos inter. largo plazo																
Zona euro	2 años	3,6	2,5	2,5	2,5	2,4	2,5	2,1	2,3	2,2	2,4	2,6	2,63	2,70	2,73	2,74
	5 años	4,2	3,3	3,3	3,4	3,1	3,0	2,6	2,7	2,5	2,7	3,0	3,01	3,11	3,14	3,09
	10 años	4,8	4,1	4,1	4,1	3,8	3,6	3,3	3,2	3,1	3,1	3,4	3,42	3,49	3,51	3,46
	30 años	5,2	4,8	4,7	4,7	4,4	4,1	3,8	3,7	3,6	3,6	3,8	3,82	3,85	3,84	3,81
EEUU	2 años	2,5	1,6	2,4	2,6	2,9	3,5	3,6	4,0	3,8	4,2	4,4	4,38	4,47	4,43	4,38
	5 años	3,7	2,9	3,4	3,5	3,5	4,0	3,8	4,1	3,9	4,2	4,4	4,45	4,56	4,48	4,41
	10 años	4,5	4,0	4,2	4,2	4,2	4,3	4,0	4,3	4,0	4,3	4,6	4,57	4,66	4,57	4,47
	30 años	5,3	4,9	5,0	5,0	4,9	4,7	4,3	4,5	4,3	4,6	4,8	4,77	4,86	4,74	4,66
Diferencial																
Dif. zona euro	3 m-30 a	195	257	265	262	229	199	170	162	148	145	164	166	159	154	165
	2 a-10 a	115	164	160	154	136	117	113	99	90	75	77	79	79	78	73
Dif. EEUU	3 m-30 a	355	376	338	321	254	180	103	80	45	61	53	55	57	42	34
	2 a-10 a	198	235	184	168	133	78	41	26	20	16	18	18	19	14	9
Dif. zona euro-EEUU	Int.	154	115	60	50	0	-50	-100	-125	-150	-175	-175	-175	-200	-200	-200
	2 a	107	82	5	-2	-45	-109	-148	-176	-161	-178	-174	-175	-177	-170	-165
	10 a	24	11	-20	-16	-42	-71	-77	-103	-91	-119	-115	-115	-117	-106	-101
Divisas																
	€/US\$	0,95	1,14	1,25	1,22	1,32	1,31	1,24	1,212	1,235	1,203	1,199	1,181	1,173	1,168	1,168
	€/¥	118	132	134	135	137	137	134	136	137	137	140	140	138	139	139
	US\$/¥	125	116	107	110	104	105	108	113	111	114	116	118	118	119	119

(1) Las cifras representan la media del periodo. (2) Última: 18 de noviembre de 2005.

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

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



Fuente: Bloomberg.

ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

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

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

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

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

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

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



APÉNDICE 1

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

PIB y sus componentes	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas					
	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	2T04	3T04	4T04	1T05	2T05	3T05
Consumo privado	0,9	1,1	1,4	1,9	1,3	1,3	-	0,5	0,9	3,4	0,5	0,5	-
Gasto público	2,5	1,5	1,1	0,6	0,9	1,0	-	1,4	1,6	-0,8	1,5	1,7	-
F. B. capital fijo	-2,3	0,7	1,4	1,1	0,7	1,1	-	0,3	1,8	1,3	-0,6	2,0	-
Var. existencias (contrib.)	0,0	-0,4	-0,1	0,4	0,5	0,5	-	0,9	1,5	0,0	-0,3	0,6	-
Demanda interna	0,3	1,4	1,7	1,9	1,6	1,7	-	1,5	2,8	2,1	0,1	1,7	-
Exportaciones	1,9	0,7	6,0	6,1	3,8	3,1	-	10,5	5,1	2,0	-2,1	7,6	-
Importaciones	0,3	2,7	6,1	7,4	4,9	4,6	-	10,4	10,0	5,6	-5,6	9,4	-
Aportac. sector Exterior	0,6	-0,7	0,1	-0,4	-0,4	-0,5	-	0,3	-1,7	-1,4	1,4	-0,5	-
PIB	0,9	0,7	1,8	1,6	1,3	1,1	1,5	1,8	1,1	0,7	1,5	1,2	2,6
PIB nom. (€ mds)	7128,4	7333,2	7609,3										
Indicadores de actividad	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
Producción industrial (IPI)	-0,2	0,2	2,1	1,1	-0,5	0,9	0,3	0,1	0,8	0,2	-0,1	0,7	-
-sin construcción	-0,5	0,3	2,0	1,1	0,5	0,5	1,3	-0,2	0,6	0,6	2,7	1,0	-
Producción manufacturera	-0,8	0,0	1,9	0,7	0,5	0,6	1,3	-0,4	0,5	0,0	2,7	1,1	-
Ventas al por menor	0,3	0,4	0,9	1,1	1,1	0,6	0,6	2,1	0,4	-0,3	1,3	0,9	-
Nuevas matriculaciones	-2,4	-1,3	1,6	2,7	-0,8	1,1	4,3	-2,9	2,3	3,4	7,1	2,4	-
Utilización capacidad prod.	81,1	81,0	81,5	82,1	81,9	81,1	80,9						
Indicadores de confianza	Media anual			Media trimestral				Índice					
	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
Clima económico	94,4	93,3	99,9	100,9	99,0	96,3	98,0	96,1	96,3	97,5	97,8	98,6	100,5
Clima empresarial	-0,56	-0,44	0,32	0,45	0,16	-0,32	-0,03	-0,38	-0,29	-0,08	-0,08	0,07	0,15
Confianza industria	-11	-11	-5	-3	-6	-10	-8	-11	-10	-8	-8	-7	-6
Confianza construcción	-18	-20	-15	-12	-12	-12	-10	-12	-13	-12	-9	-8	-8
Confianza comercio minorista	-17	-12	-8	-8	-8	-9	-9	-8	-9	-10	-9	-8	-4
Confianza servicios	1	2	12	11	11	9	11	10	9	12	9	11	15
Confianza consumidores	-11	-18	-14	-13	-13	-14	-15	-15	-15	-15	-15	-14	-13
PMI	48	50	49	54,4	53,9	51,4	51,4	48,7	49,9	50,8	50,4	51,7	52,7
- Producción	49	52	51	56,0	55,9	52,3	52,8	50,0	51,0	52,7	51,8	53,8	54,3
- Nuevos pedidos	47	51	50	56,1	55,2	51,3	52,1	48,5	50,9	52,3	51,7	53,2	54,3
- Empleo	49	47	47	48,9	49,5	48,4	48,7	47,5	48,2	47,8	48,3	48,9	49,9
- Existencias	47	46	46	48,4	49,2	49,5	49,1	46,7	46,8	46,6	46,7	47,0	47,3
- Tiempos de entrega proveedores	53	50	50	40,4	43,1	44,6	47,3	50,0	49,5	48,8	48,9	47,6	45,9
- Precios	48	52	52	70,7	69,4	72,8	64,6	50,7	50,0	51,3	56,3	59,1	62,8
Precios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
IPC	2,3	2,1	2,1	2,3	2,0	2,0	2,3	0,2	0,2	-0,2	0,3	0,5	0,3
Infl. subyacente	2,4	1,8	1,8	1,8	1,5	1,5	1,3	0,3	0,0	-0,4	0,3	0,3	0,3
PPI (excl. construcción)	-0,1	1,4	2,3	3,8	4,1	3,9	4,2	-0,2	0,5	0,6	0,4	0,5	-
Deflactor PIB	2,6	2,2	1,9	1,7	1,9	1,6	-						
Defactor de la demanda interna	2,0	1,7	1,9	2,0	2,2	1,8	-						
Costes y salarios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
Coste laboral unitario	2,2	2,1	0,9	1,1	1,2	1,1	-						
Remuneración asalariado	2,6	2,4	2,1	1,9	1,8	1,6	-						
Productividad	0,4	0,4	1,2	0,8	0,6	0,4	-						
Mercado de trabajo	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
Tasa de desempleo	8,3	8,7	8,9	8,8	8,8	8,7	8,5	8,6	8,6	8,5	8,5	8,4	-
Sec. monetario y financiero	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
M3	6,6	6,4	6,3	6,3	6,5	7,8	8,5	0,7	1,1	1,1	0,7	0,9	-
M3 Media móvil 3m	7,1	7,0	6,5	6,5	6,6	7,6	-	7,2	7,6	7,9	8,2	-	-
Préstamos al sector privado	4,0	4,7	6,4	6,4	6,9	8,2	9,0	0,8	1,7	0,7	0,0	1,1	-
Datos financ. (tasas inter.)	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
Tipo efectivo €	3,0	11,4	4,0	3,7	0,8	1,2	-0,9	1,5	-1,2	-1,2	-0,4	-1,2	-2,7
Tipo efectivo real € (CPI)	4,1	12,6	4,1	3,3	1,0	1,5	-0,8	1,7	-0,7	-1,0	-0,3	-1,0	-2,5
Tipo efectivo real € (PPI)	3,9	11,2	3,0	2,4	0,6	0,6	-1,9	0,7	-1,4	-2,0	-1,2	-2,4	-3,6
Tipo efectivo real € (ULC)	3,1	12,5	5,6	4,8	-0,5	-0,5	-						
Sector exterior	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
Saldo cta. corriente (% PIB)	0,9	0,3	0,6	0,8	0,2	-0,7	-	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
€ Mds	65	20	47	46	39	22	4	22	18	11	4	-	-
Cuentas públicas (% PIB)	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Total recursos	47,1	47,7	46,7	46,2	47,0	47,2	46,7	47,2	46,9	46,1	45,5	45,5	45,0
Total empleos	52	52,9	51,8	51,3	51,3	49,9	49,0	48,6	47,9	48,0	48,1	48,5	47,7
Déficit/Superávit	-5,0	-5,9	-5,2	-5,1	-4,3	-2,7	-2,3	-1,3	-1,0	-1,9	-2,6	-3,0	-2,7

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

APÉNDICE 2

ESTADOS UNIDOS: Indicadores, 2001-1T04

PIB y sus componentes	2003	2004	Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas			
			4T04	1T05	2T05	3T05	4T04	1T05	2T05	3T05
Consumo privado	2,9	3,9	3,8	3,5	3,9	3,8	4,3	3,5	3,4	3,9
Gasto e inv. públicos	2,8	2,2	2,1	1,7	1,8	2,1	0,9	1,9	2,5	3,2
Inversión privada	3,9	11,9	10,4	10,1	4,0	3,4	6,8	8,6	-3,7	2,3
- Equipo	3,2	11,9	13,8	12,8	11,8	10,1	12,4	8,3	11,0	8,9
- Construcción	4,0	7,7	5,4	6,3	4,7	4,9	2,5	5,9	8,3	2,9
Demanda interna	3,1	4,8	4,5	4,2	3,5	3,4	4,1	4,0	2,0	3,5
Exportaciones	1,8	8,4	6,1	6,7	7,7	6,5	7,1	7,5	10,7	0,7
Importaciones	4,6	10,7	10,6	9,4	5,7	4,5	11,3	7,4	-0,2	0,0
PIB	2,7	4,2	3,8	3,6	3,6	3,6	3,3	3,8	3,3	3,8
PIB nominal (M.M. \$)	10971	11734								
Actividad general	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
Indicador adelantado	5,6	3,7	2,2	1,7	1,9	2,6	2,1	1,9	1,2	-
Indicador coincidente	3,2	2,9	2,7	2,5	2,6	2,9	2,7	2,5	2,4	-
Ratio existencias/Ventas	1,20	1,21	1,20	1,17	1,19	1,19	1,20	1,17	1,18	-
Producción industrial	4,3	4,0	3,1	2,6	2,4	3,8	3,1	3,0	1,7	1,9
Utilización capacidad (1)	79,3	80,0	79,7	80,2	79,8	80,3	80,2	80,2	78,9	79,5
Índice ISM	-4,8	-10,8	-14,8	-5,9	-17,9	-12,1	-8,1	-10,1	0,5	2,8
Índice ISM (1)	57,6	55,3	53,3	53,6	51,4	53,8	56,6	53,6	59,4	59,1
Consumo privado	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
Ganancia real por hora	-0,8	-0,4	-0,4	-1,3	-0,2	0,1	-0,4	-1,1	-2,3	-1,6
Ventas al por menor	8,3	7,3	8,4	8,4	6,3	9,8	10,3	8,2	6,6	5,7
-sin autos	8,7	7,9	8,4	9,4	7,6	8,7	8,4	9,6	10,1	9,9
Gastos de consumo	3,8	3,5	3,9	3,8	3,1	4,6	4,7	3,7	2,9	-
Confianza consumidores (1)	92,6	104,4	97,5	105,5	103,1	106,2	103,6	105,5	87,5	85,0
Expectativas consumidor (1)	90,2	96,1	86,7	93,3	93,4	96,4	93,2	93,3	72,3	69,5
Tasa de ahorro familiar (1)	1,3	0,5	0,2	-1,8	0,3	-0,3	-1,2	-1,8	-0,4	-
Crédito al consumo	4,5	4,1	4,4	3,7	3,9	4,4	4,4	4,4	3,7	-
Inversión en equipo	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
Nuevos pedidos	8,9	8,5	8,6	6,9	9,9	9,8	5,7	7,9	7,0	-
-ex autos	10,7	11,3	8,2	7,4	7,4	9,1	7,1	7,9	7,3	-
Pedidos b. capital sin def. y aviones	12,7	14,7	10,7	7,6	13,5	9,2	7,1	8,6	7,0	-
ISM: Producción	-12,3	-14,4	-14,3	-4,0	-15,7	-12,3	-6,7	-7,6	2,4	4,6
ISM: Nuevos pedidos	-10,6	-15,9	-15,1	-2,7	-19,1	-7,4	-5,0	-9,3	6,5	4,1
Benef. después de impuestos	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04	3T04	4T04	1T05	2T05	3T05
	21,3	21,1	21,0	17,2	17,7	6,4	7,1	31,5	31,6	-
Construcción	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
Viviendas iniciadas	-3,1	8,0	6,3	6,0	3,4	13,0	3,8	2,8	11,6	-2,3
Ventas nuevas viviendas	10,8	5,1	6,9	8,1	4,0	7,7	22,6	2,8	-0,1	-
Gastos de construcción	10,2	12,4	8,4	6,8	8,6	7,7	6,8	6,7	6,8	-
Permisos de construcción	5,9	4,0	2,1	5,1	-3,2	5,9	2,7	3,9	8,8	-1,1
Empleo y salarios	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
Población activa	0,8	1,0	1,3	1,5	1,4	1,2	1,2	1,5	1,7	1,5
Empleo total	1,3	1,4	1,8	1,9	1,9	1,8	1,8	2,0	2,1	2,0
Tasa de paro (% pob. activa) (1)	5,4	5,4	5,2	4,9	5,1	5,0	5,0	4,9	5,1	5,0
Duración media paro (sem.) (1)	19,8	19,1	19,6	18,9	18,8	17,1	17,6	18,9	18,3	18,1
Jornada media laboral (horas) (1)	33,7	33,7	33,8	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7	33,8	33,8
Ganancia media por hora	2,5	2,6	2,7	2,7	2,6	2,8	2,8	2,7	2,7	2,9
Coste del empleo total	3,8	4,0	4,0	3,9	4,0	3,9	3,9	3,4	3,1	3,0
Precios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
Inflación	3,3	3,0	3,0	3,8	2,8	2,5	3,2	3,6	4,7	4,4
Inflación subyacente	2,1	2,3	2,2	2,1	2,2	2,0	2,1	2,1	2,0	2,1
Precios producción	4,6	4,6	4,1	5,5	3,6	3,7	4,7	5,1	6,9	5,9
P. producc sin energía y alim.	2,0	2,6	2,6	2,6	2,8	2,4	2,8	2,4	2,6	1,9
Precios importación	8,5	6,5	7,2	8,9	5,9	7,4	8,2	8,2	10,2	8,1
Precios exportación	4,2	3,6	2,9	3,2	2,5	3,2	2,8	3,2	3,7	3,6
Sector exterior	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
Saldo B. bienes y servicios (4)	-607,0	-645,0	-668,0	-685,0	-668	-673	-680	-685	-699	-
Saldo B. bienes y servicios (4) % PIB	-5,1	-5,3	-5,4	-5,4						
Saldo Balanza comercial (4)	-694,6	-736,9	-763,2	-783,8	-763	-769	-777	-784	-800	-
Saldo Balanza comercial (4) % PIB	-5,8	-6,0	-6,2	-6,2						
Tipo cambio efectivo nominal	-6,3	-4,4	-4,6	-1,5	-6,0	-2,5	-0,1	-2,2	-2,2	1,8
Política económica	4T04	1T05	2T05	3T05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
Oferta monetaria (M2)	5,2	5,3	3,8	3,9	3,3	3,7	3,8	3,9	3,9	4,0
Tipo fondos federales (1)	1,93	2,50	2,79	3,50	3,00	3,04	3,26	3,50	3,62	3,78
Ingresos federales (3)	487	452	665	549	153	235	142	155	252	149
Gastos federales (3)	605	628	620	618	188	212	195	207	216	197
Déficit público federal (3)	-118	-177	45	-69	-35	23	-53	-51	36	-47

(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.

