

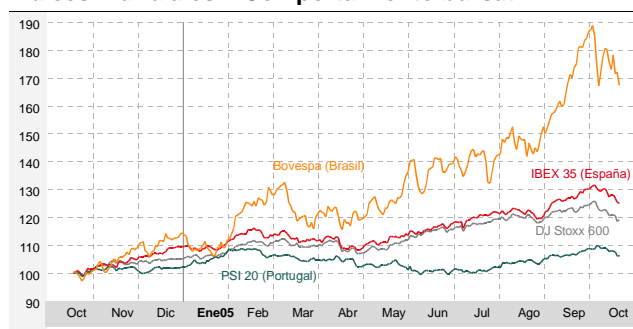
# THE IBERIAN STRATEGY OBSERVER

**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 21-Oct	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	284,6	-1,8	-2,8	-4,6	13,1
S&P 500	1.177,8	0,1	-2,7	-4,2	-2,8
Bono a 10 a. zona euro	3,29	-0,7	8,2	4,3	-11,1
Bono a 10 años EEUU	4,43	-0,7	6,8	2,9	5,5
Tipo inter. 3M zona euro	2,19	0,1	2,4	0,5	1,5
Tipo interés 3M EEUU	3,83	1,1	13,1	8,2	73,0
Euro-dólar	1,20	-0,2	-1,3	0,2	-11,1
Barril de Brent (US\$)	56,4	-1,9	-11,1	-9,3	41,1
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	14,7	13,1	6,3	5,7	9,8	11,0	3,0	2,3
DAX30	13,1	12,2	3,8	3,5	14,1	9,3	3,3	1,6
MIB30	17,1	15,1	4,3	4,2	9,6	7,0	3,9	2,4
PSI20	14,8	13,3	8,9	8,4	8,8	7,1	4,0	2,1
IBEX35	25,0	15,3	6,9	6,5	10,5	5,5	3,4	3,2
DJ Stoxx 600	16,7	15,2	6,9	6,4	10,1	11,8	3,2	3,1
DJ Stoxx 50	14,5	13,3	5,3	5,0	10,7	11,7	3,5	2,8
DJ Euro Stoxx 50	12,9	12,1	4,6	4,4	10,3	7,7	3,7	2,1
P. lb. B. capital	9,9	11,7	4,6	5,2	-24,0	-24,4	3,0	1,6
P. lb. Construcc.	19,0	16,9	9,8	8,9	14,4	11,2	1,8	2,8
P. lb. B. cons.	21,0	18,5	9,7	8,6	-1,8	-3,4	3,0	4,1
P. lb. Serv. cons.	16,4	19,3	10,9	11,5	0,1	3,3	1,7	2,9
P. lb. Finan.	13,7	12,6	NA	NA	18,6	NA	3,6	2,3
P. lb. Petr. y gas	13,7	12,2	7,0	6,8	4,6	-2,8	2,3	2,3
P. lb. TMTs	36,8	28,1	13,0	11,4	-21,5	-35,1	1,5	7,9
P. lb. Utilities	16,2	16,3	7,6	8,1	-10,6	-8,9	3,4	4,3

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

## Puntos destacados

- Lo que algunos llaman “temor a una subida de tipos” es en realidad una toma de beneficios.
- Seguimos optimistas y no le auguramos mucha vida a la actual corrección (aunque no descartamos una nueva caída del 1-2%).
- Los niveles actuales en el mercado español invitan a buscar gangas.

## Puntos de interés

- Descubrimos una buena oportunidad de inversión en **Portugal Telecom**, uno de los “patitos feos” en estos momentos en Europa.
- **EDP** se enfrenta a un empobrecimiento de los fundamentales (competencia, regulación), por lo que convendría reducir la exposición.
- Apostar por el sector español de telecomunicaciones a través de **Prisa**.
- La publicación de las directrices del Plan Nacional de Energía no fue muy reveladora, pero beneficiaría más a **Enagás** que a **REE**.

## Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 21-Oct	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	4.610,5	3,0	4,8	9,0	20,7
DAX30	5.050,4	3,4	4,6	10,1	18,7
MIB30	34.975,0	1,6	4,3	8,1	12,0
PSI20	8.070,4	1,3	3,2	7,5	6,2
IBEX35	10.836,0	1,9	8,3	10,8	19,3
DJ Stoxx 600	297,4	1,8	4,4	7,8	18,5
DJ Stoxx 50	3.263,4	2,1	4,8	7,5	17,6
DJ Euro Stoxx 50	3.431,8	3,0	5,1	7,9	16,3
P. lb. B. capital	NA	-1,4	0,3	-1,4	15,4
P. lb. Construcción	NA	-1,5	-0,2	-1,5	51,3
P. lb. B. consumo	NA	-0,9	2,4	-0,9	16,1
P. lb. Serv. consumo	NA	-0,8	5,7	-0,8	43,0
P. lb. Financieras	NA	-0,5	3,7	-0,5	15,6
P. lb. Petróleo y gas	NA	-4,0	1,0	-4,0	28,4
P. lb. TMTs	NA	1,7	2,7	1,7	0,0
P. lb. Utilities	NA	-1,0	4,7	-1,0	24,3

Fuente: Bloomberg.

# RESUMEN DE ESTRATEGIA SECTORIAL

## Península Ibérica – Resumen de estrategia sectorial

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

Fuentes: estimaciones Santander Investment Bolsa.

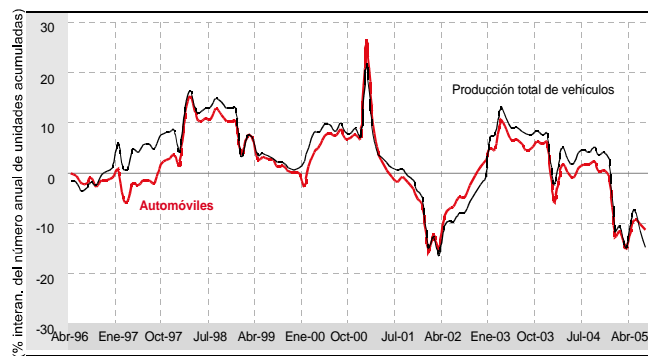
# THE IBERIAN MACRO OBSERVER

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

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

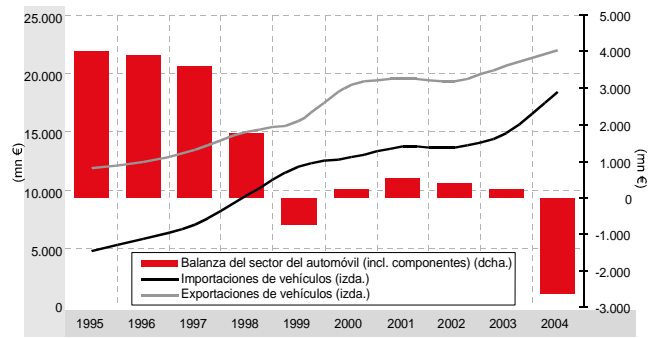
Antonio Espasa  
(34) 91-289-3313  
aespasa@gruposantander.com

## España – Producción de unidades, variación anual acumulada, 1996-2005



Fuente: INE, Mineco y Santander Investment Bolsa.

## España – Importaciones vs exportaciones en el sector del automóvil, 1990-2004



Fuente: AEAT-Aduanas y Santander Investment Bolsa.

## Asuntos a tener en cuenta esta semana

### En EEUU:

- (1) Los datos avanzados del PIB 3T apuntan al alza
- (2) Atención a los avances de la confianza del consumidor
- (3) Ligero retroceso de los pedidos de bienes duraderos excluyendo transporte
- (4) Los datos de desempleo semanales vuelven a estar distorsionados
- (5) Las ventas de viviendas de segunda mano en niveles máximos

### En la zona euro:

- (1) Previsión de ligero avance del IFO en septiembre
- (2) En Alemania, el IPC podría caer en octubre
- (3) En la zona euro, la M3 sigue creciendo por encima de expectativas
- (4) En la zona euro, previsión de avance de la confianza industrial
- (5) En la zona euro, previsión de caída del IPC en octubre

- La batería de datos publicados estas dos semanas sigue dando muestras de la resistencia de la economía española a una desaceleración, como confirma el nuevo repunte de pedidos industriales. Sin embargo continúa el desequilibrio en términos de déficit de la balanza por cuenta corriente y el diferencial de inflación con Europa, que debilita la posición competitiva de España en el exterior.
- Los últimos datos están en línea con nuestro discurso de recuperación económica en Europa en el 2S05E (encabezada por Alemania). En Italia, los datos vuelven a sorprender al alza: (1) nuevo avance de la confianza del consumidor, que apunta a una recuperación del consumo (fuerte crecimiento de las ventas al por menor en agosto); y (2) aumento de pedidos industriales, que indica un incremento de la producción industrial en el 2S05. Sin embargo, los precios de consumo en Europa se disparaban ante la presión de las tarifas energéticas (podríamos asistir a efectos de segundo orden en precios).
- No abundaron las noticias económicas relevantes al otro lado del Atlántico la semana pasada. Los datos de desempleo semanales siguen distorsionados por el *Katrina*, aunque, excluyendo el huracán, son datos bastante buenos. El dato clave de la semana eran los precios de producción, que mostraban un fuerte incremento debido a la energía. El único dato publicado derivado de la actividad real era el índice de la Fed de Filadelfia, que avanzaba en octubre con buen comportamiento de todos los componentes.
- En el *Rincón macro* analizamos la situación del sector automovilístico español. Dado el peso de éste en la economía, la evolución negativa registrada hasta ahora en 2005 podría reflejarse en los próximos trimestres si no hay un cambio significativo en los niveles de actividad a corto plazo. Hasta la fecha, hemos asistido a una caída de la producción y un empeoramiento del sector exterior (mayores importaciones que exportaciones).

# CALENDARIO ECONÓMICO

## Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
LUNES	14:30	EEUU	Empire Manufacturas	Oct	17,0	20,0	12,1
17-Oct		Italia	Balanza por cuenta corriente (mn €)	Ago	2.765	-100	-
MARTES	8:00	Alemania	Precios de producción (m/a)	Sep	0,3/4,6	0,5/4,9	0,4/4,9
18-Oct	8:45	Francia	Balanza por cuenta corriente (mn €)	Ago	-2.332	-2.650	-2.321
	11:00	Zona euro	IPC (m/a)	Sep	0,3/2,2	0,4/2,5	0,5/2,6
	11:00	Zona euro	Índice Zew (Sentimiento económico)	Oct	31,8	36,3	34,7
	11:00	Zona euro	Costes laborales (a)	2Q2	2,3	2,3	2,3
	11:00	Alemania	Índice Zew (Sentimiento económico)	Oct	38,6	42,0	39,4
	14:30	EEUU	IPRI (m/a)	Sep	0,6/5,1	1,1/5,8	1,9/6,9
		EEUU	IPRI excl. alimentación y energía (m/a)	Sep	0,0/2,4	0,3/2,6	0,3/2,6
	16:00	EEUU	Compras de activos por extranjeros (miles mn)	Ago	87,4	57,5	91,3
	19:00	EEUU	NAHB – Índice del Mercado de la vivienda	Oct	65	64	67
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Oct 16	-19	-	-17
MIÉRCOLES	11:00	Zona euro	Producción industrial (desest./ajust.)(m/a)	Ago	0,2/0,5	-0,2/1,0	0,8/2,6
19-Oct	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Oct 14	-2,6	-	6,1
	14:30	EEUU	Viviendas iniciadas	Sep	2.009.000	1.970.000	2.108.000
	14:30	EEUU	Permisos de construcción	Sep	2.138.000 R	2.058.000	2.189.000
	20:00	EEUU	Libro Beige de la Fed		-	-	-
JUEVES	9:00	España	Pedidos a fábrica (a)	Ago	2,2 R	-	9,3
20-Oct	10:00	Italia	Balanza comercial no UE (mn €)	Ago	-373 R	-1.025	-2.102
	11:00	Zona euro	Balanza comercial (desest.) (miles mn)	Ago	7,9	2,2	-2,6
	11:00	Italia	Pedidos industriales (desest./no desest.) (m/a)	Ago	4,1/5,6	-1,5 R/4,8	1,0/12,9
	11:00	Italia	Ventas industriales (desest./no desest.)	Ago	1,9 R/0,6	-0,2/0,7	6,6/11,1
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Oct 15	390.000	365.000	355.000
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	Oct 8	2.858.000 R	2.880.000	2.894.000
	16:00	EEUU	Indicadores adelantados	Sep	-0,1 R	-0,5	-0,7
	18:00	EEUU	Fed de Filadelfia	Oct	2,2	10,0	17,3
VIERNES	9:00	España	Producción del sector servicios (a)	Ago	4,8	-	9,0
21-Oct	8:45	Francia	Gasto del consumidor (m/a)	Sep	1,5/5,5	-1,5/3,5	-0,6/4,2
	10:00	Italia	Ventas al por menor (m/a)	Ago	-0,3/-2,1	0,1/-0,2	0,6/2,4

## Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión
LA SEMANA	25-28	Alemania	IPRI (m/a)	Sep	0,9/4,7	0,2/4,8
LUNES	9:00	España	Índice de precios hoteleros (a)	Sep	2,5	-
24-Oct	10:00	Zona euro	Saldo balanza cta. corriente BCE (miles mn €)	Ago	-5,9	-
	11:00	Zona euro	Nuevos pedidos industriales (m/a)	Ago	-1,6/1,2	-
MARTES	8:00	España	Precios de producción (m/a)	Sep	0,8/4,9	0,6/5,2
25-Oct	10:00	Alemania	IFO-Clima empresarial	Oct	96,0	96,1
		Alemania	IPC (m/a)	Oct P	0,4/2,5	-0,1/2,3
	14:30	EEUU	Ventas de viviendas de segunda mano (mn)	Sep	7,29	7,20
	14:30	EEUU	Índice Richmon Fed	Oct	8	5
	16:00	EEUU	Confianza del consumidor	Oct 16	86,6	88,5
MIÉRCOLES	8:45	Francia	Confianza empresarial	Oct	100	101
26-Oct	8:45	Francia	Indicador de las perspectivas de producción	Oct	-14	-11
	9:30	Italia	Confianza empresarial	Oct	89,5	89,5
	10:00	Italia	Salario por horas (m/a)	Sep	0,1/2,9	-
JUEVES	8:00	Alemania	GfK – Confianza del consumidor		-	-
27-Oct	8:45	Francia	Informe manufacturero trimestral de octubre		-	-
	14:30	EEUU	Pedidos de bienes duraderos	Sep	3,4	-1,0
	14:30	EEUU	Duraderos excl. transporte	Sep	4,2	1,2
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Oct 22	355.000	-
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	Oct 15	2.894.000	-
VIERNES	8:45	Francia	Variación de empleo	Sep	-6.000	-7.000
28-Oct	8:50	Francia	Precios de producción (m/a)	Sep	0,3/2,8	0,2/3,0
	9:00	España	Tasa de desempleo	3T	9,33	-
	9:00	España	IPC (UE armonizado) (a)	Oct P	3,7	3,7
	10:00	Zona euro	M3 (desest.)(a)	Sep	8,1	8,2
	11:00	Zona euro	Indicador del clima empresarial	Oct	0,07	-
	11:00	Zona euro	Confianza industrial	Oct	-7	-6
	11:00	Zona euro	Confianza del consumidor	Oct	-15	-15
	11:00	Zona euro	Confianza económica	Oct	98,6	98,9
	11:00	Zona euro	Confianza sector servicios	Oct	11	-
	11:00	Zona euro	Estimación del IPC (a)	Oct	2,6	2,4
	14:30	EEUU	PIB anualizado	3T A	3,3	3,5
	14:30	EEUU	PIB índice de precios	3T A	2,6	2,8

(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

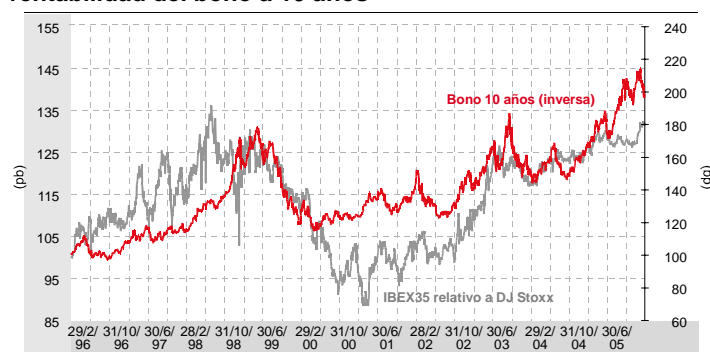
### ¿POR QUÉ LE LLAMAN “MIEDO A UNA SUBIDA DE TIPOS” CUANDO SE TRATA DE UNA TOMA DE BENEFICIOS?

En el “Rincón del estratega” de esta semana, analizamos la corrección del mercado español de renta variable (-5,2% en las dos últimas semanas), relacionada con: (1) la debilidad de los mercados europeos (-4,7%); (2) las expectativas de una subida de los tipos de interés surgidas tras los comentarios pesimistas de miembros de la Fed y el BCE (la rentabilidad del bono a 10 años ha subido 27 puntos básicos en Europa); y (3) las dudas sobre los resultados del 4T05 y 2006 de compañías que han publicado los resultados del 3T05. Sin embargo, desde nuestro punto de vista, para entender esta corrección no debemos olvidar el excelente comportamiento de los mercados bursátiles europeos en los seis meses anteriores, que apuntaba a que el mercado debía darse un descanso. Por tanto, para nosotros, no deja de ser una “toma de beneficios”.

### ESPAÑA, UN MERCADO SENSIBLE A LOS TIPOS DE INTERÉS

Como explicábamos en esta sección del *Iberian Weekly* del 13 de septiembre, un cambio radical en la rentabilidad de los bonos a largo plazo podría desencadenar un comportamiento relativo inferior del mercado español frente a sus homólogos europeos. Y así ha sido: en estos momentos, el comportamiento relativo inferior de España frente a Europa obedece a la estructura del mercado español de renta variable (los sectores sensibles a los tipos de interés representan el 74% del mercado frente al 43% de Europa) y al excepcional comportamiento relativo de España frente a Europa (+21% absoluto entre marzo y octubre, 4% relativo frente a Europa).

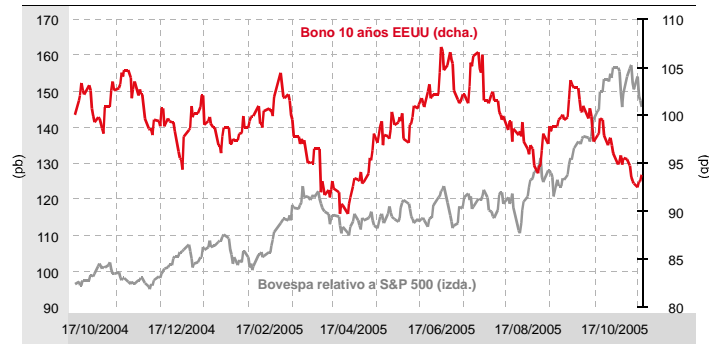
#### España – Comportamiento relativo vs DJ Stoxx y rentabilidad del bono a 10 años



Fuentes: Datastream y Santander Investment Bolsa.

Por otro lado, la exposición del mercado español a Latinoamérica (20% de la valoración y 25% de los beneficios del IBEX35) aumenta la sensibilidad del mercado español a los tipos de interés. Los crecientes temores a una subida de los tipos de interés en EEUU multiplican la tendencia de Latinoamérica a un comportamiento relativo inferior debido a la fuerte deuda financiera de la mayoría de los países y al hecho de que unos tipos de interés más altos reducen el atractivo de países con tipos de interés altos.

### Brasil – Comportamiento relativo vs rentabilidad del bono a 10 años en EEUU



Fuentes: Datastream y Santander Investment Bolsa.

### TRAS LOS PASOS DE LA CORRECCIÓN DE FEBRERO

En febrero de 2005, el mercado tuvo un comportamiento muy similar al actual. Los entendidos hablaban de una reacción del mercado ante el temor a una subida de tipos de interés. Como muestra la siguiente tabla, desde la recuperación de los mercados en marzo de 2003, la tendencia a la baja de la rentabilidad de los bonos se ha visto interrumpida en cinco ocasiones en Europa. En tres ocasiones (la última a mediados de 2005), los mercados bursátiles han seguido mostrando un buen comportamiento, y muchas veces el incremento de la rentabilidad superaba al actual. En nuestra opinión, la tendencia a la baja de las cotizaciones de los mercados de renta variable a la que estamos asistiendo no obedece al temor a una subida de tipos sino a una toma de beneficios.

#### Incremento de la rentabilidad de los bonos en los últimos tres años

Inicio	Final	Incremento rent. bono 10 años (pb)	Comp IBEX35 (%)
13-jun-03	10-nov-03	103	6,0
25-mar-04	14-jun-04	59	1,9
10-feb-05	14-mar-05	34	-6,6
27-jun-05	9-ago-05	26	5,4
21-sep-05	Hasta la fecha	27	-5,2

Fuentes: Datastream y Santander Investment Bolsa.

De hecho, si analizamos la corrección de febrero/marzo de 2005, los sectores europeos de peor comportamiento fueron los que mejor se habían comportando en el rally de septiembre 2004-febrero 2005 sin importar su sensibilidad a los tipos de interés. En la corrección de octubre de 2005, se ha repetido el mismo patrón: los sectores con un comportamiento débil en el rally de marzo-septiembre de 2005 han mostrado un comportamiento relativo superior y viceversa. Curiosamente, cinco de los once sectores europeos han tenido un comportamiento relativo diferente frente a los mercados europeos en la corrección de octubre que en la de febrero.

### Sectores europeos – Comportamiento bursátil absoluto y relativo, septiembre 2004-hasta la fecha

(Variación %)	Comportamiento absoluto				Comportamiento relativo (vs DJ Stoxx)			
	Sep 04-feb 05	Feb 05-mar 05	Mar 05-sep 05	Oct 05-ahora	Sep 04-feb 05	Feb 05-mar 05	Mar 05-sep 05	Oct 05-ahora
Bancos	21,9	-6,7	14,9	-4,9	6,7	-2,9	-2,1	-0,2
Materiales básicos	22,9	-7,1	28,9	-7,7	7,6	-3,3	11,9	-3,0
Bienes de consumo	11,6	-2,5	21,3	-5,4	-3,6	1,3	4,3	-0,7
Servicios de consumo	17,2	-6,0	6,9	-5,0	2,0	-2,2	-10,1	-0,3
Farmacia	4,6	5,6	13,8	-1,1	-10,6	9,4	-3,1	3,6
Industrias	22,1	-5,9	20,8	-6,8	6,8	-2,1	3,8	-2,1
Aseguradoras	23,3	-5,2	16,3	-3,1	8,1	-1,4	-0,6	1,6
Petroleras	13,2	-0,4	25,7	-8,7	-2,0	3,4	8,7	-4,0
Tecnología	19,9	-5,7	25,0	-6,6	4,7	-1,9	8,0	-1,9
Telecomunicaciones	22,4	-7,2	9,5	-4,0	7,2	-3,3	-7,5	0,7
Utilities	22,1	-3,8	15,7	-6,1	6,9	0,0	-1,3	-1,4
<b>IBEX35</b>	<b>27,1</b>	<b>-6,6</b>	<b>21,3</b>	<b>-5,2</b>				
<b>DJ Stoxx 600</b>	<b>17,8</b>	<b>-4,1</b>	<b>17,4</b>	<b>-5,3</b>				
<b>DJ Stoxx 50</b>	<b>15,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>17,0</b>	<b>-4,7</b>				

Fuentes: Datastream y Santander Investment Bolsa.



## MOMENTO PARA “PESCAR” GANGAS

En nuestra opinión, la actual recogida de beneficios abre la puerta a la posibilidad de encontrar gangas en el mercado español. Si el mercado repite lo visto en febrero-marzo, la tendencia a la baja del IBEX35 es limitada (estimamos otra caída del 1-2%) y ofrece la oportunidad de entrar en los valores que nos gustan. Los ejemplos más evidentes son **Ferrovial**, **ACS** y **Acciona** en el sector de la construcción; **Cintra** en autopistas; **Repsol YPF** en energía; **Endesa** y **Enagás** en eléctricas; y **Prisa** en medios de comunicación.

### IBEX35 – Comportamiento absoluto desde septiembre de 2005 hasta la fecha

	Sep 04-feb 05	Feb 05-mar 05	Mar 05-sep 05	Oct 05-hasta la fecha
Abertis	31,6	-8,8	50,2	-7,4
Acerinox	23,6	-15,1	1,3	-5,8
Acs	47,3	-4,2	32,5	-7,9
Altadis	31,8	-2,5	13,2	-5,5
Antena 3	37,4	8,2	-2,3	-6,3
Arcelor	39,1	-16,6	27,8	-7,4
Banco Popular	21,7	-8,3	8,1	-4,5
Banco Sabadell	20,2	1,3	15,6	-5,8
Bankinter	40,0	-6,8	15,6	0,3
BBVA	26,5	-10,5	24,1	-4,5
Cintra	n.d.	-8,9	36,9	-15,1
Enagás	40,7	-5,3	24,1	-6,2
Endesa	22,7	-5,6	35,0	-7,9
FCC	35,2	6,7	20,0	-10,0
Ferrovial	34,1	-8,4	61,4	-17,8
Gamesa	0,4	-7,2	26,6	-9,1
Gas Natural	24,0	-5,8	11,0	-6,7
Grupo Acciona	48,0	-8,2	50,0	-10,3
Grupo Prisa	28,1	-7,6	10,6	-6,6
Grupo Santander	25,3	-7,2	21,6	-2,6
Iberdrola	22,5	0,1	17,5	-5,9
Iberia	37,4	-12,1	-2,1	0,5
Inditex	25,4	0,8	7,1	-1,1
Indra	39,4	-2,5	37,4	-6,4
Mapfre	34,6	-4,6	24,6	-0,9
Metrovacesa	19,8	8,1	65,1	-4,9
Red Eléctrica	41,8	-2,6	26,9	-7,6
Repsol	22,3	-2,4	36,9	-9,9
Sacyr-Vallehermoso	22,2	-1,6	85,8	-9,5
Sogecable	13,6	-10,1	13,8	-4,1
Telecinco	30,9	7,9	1,8	-9,1
Telefónica	30,0	-9,8	8,4	0,1
Telefónica Mviles	27,7	-11,8	3,1	-6,7
Tpt	43,1	-1,9	1,4	-6,6
Unión Fenosa	24,8	4,2	17,9	-2,4
<b>IBEX35</b>	<b>27,1</b>	<b>-6,6</b>	<b>21,3</b>	<b>-5,2</b>

Fuentes: Datastream y Santander Investment Bolsa.

---

## PUNTOS DE INTERÉS

- En nuestra última nota sobre **Portugal Telecom** (Comprar; precio objetivo: 8,62 €), analizamos las implicaciones de la posible venta a Telefónica de la participación del 50% de PT en Vivo por efectivo y/o su participación del 10% en PT u otros activos. Aunque la negociación no sea fácil, tendría sentido que Telefónica estuviera dispuesta a pagar una prima a cambio del control de la dirección y la posibilidad de reestructurar Vivo, recogiendo posibles sinergias de la integración con sus otras operaciones latinoamericanas. Si Telefónica pagara una prima del 30% sobre nuestro VE de 1.700 mn € por Vivo, nuestro precio objetivo se elevaría a 9,03 €. La venta permitiría a PT reducir su perfil de riesgo, incrementar su atractivo especulativo y empezar de nuevo. Pero incluso si la venta de Vivo no se materializa, creemos que la tendencia a la baja de la cotización de PT es limitada. Ha sido el valor de peor comportamiento en el sector europeo (-18,1% hasta la fecha frente al +4,9% del resto del sector y el +14,7% del Euro Stoxx 50) y, en estos momentos, cotiza con un descuento del 10-15% frente al sector en términos de EV/EBITDA 2005E y EV/FCO y del 0-5% en múltiplos 2006P.
- **EDP** (Infraponderar; precio objetivo: 2,39 €) se enfrenta a un entorno difícil. Su posición estratégica es ahora más débil: los actuales procesos de consolidación en el sector eléctrico español; los deseos del Gobierno de reforzar la posición de GALP en el mercado eléctrico doméstico y de bloquear los intereses de EDP en el sector del gas; y, pese a que la subida de tarifas para 2006 (+5,6% propuesto por ERSE) es mayor de lo previsto, el anuncio de la creación de un déficit de tarifas (388 mn € recuperables en la tarifa de 2007-11 y equivalente al 9% del total de ingresos de 2006) añade incertidumbre sobre la recuperación de CTCs (como ocurrió con el sistema de CTCs creado en 1998 en España).
- La corrección registrada por valores de medios de comunicación y el buen comportamiento relativo de **Sogecable** (Comprar; precio objetivo: 42,00 €) ratifican nuestra apuesta por la compañía como la mejor manera de beneficiarse del incremento de la competencia en el segmento de canales abiertos en España. Por otro lado, **Prisa** (con una participación del 24,5% en Sogecable, que representa el 31% de la valoración de Prisa) sigue dando buenos resultados (+14,3% en resultados por publicidad en 9M05), y la valoración de sus activos (excluyendo Sogecable) ha hecho caer la acción en los últimos meses (EV/EBITDA 2006P de 6,9x y PER 2006P de 13,6x). Por lo tanto, Prisa también ofrece una oportunidad interesante de entrar en Sogecable y en activos infravalorados de prensa, radio y publicaciones educativas.
- El pasado día 18, el ministro de Industria, José Montilla, presentaba las líneas generales de la esperada revisión del Plan Nacional de Energía (2002-11), que incluye un 45% de incremento de la inversión en infraestructura del gas —hasta 7.600 mn €— y del 85% en redes de energía —hasta 5.000 mn €—. Dada la escasa información, es muy pronto para sacar conclusiones sobre el posible impacto en los valores. Potencialmente, **Enagás** (Comprar; precio objetivo: 16,90 €) podría incrementar sus planes de inversión anual hasta 900 mn € frente a los actuales 500 mn €, y **REE** (Infraponderar; precio objetivo: 21,00 €) lo haría hasta 500 mn € hasta 2011 frente a nuestra estimación de 392 mn €.



### Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recom.		Pr. objetivo		%	BpA 2006P		%	Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior		Nuevo	Anterior		
13-Oct	PT	Comprar	Mantener	8,62	8,40	2,6	0,47	0,45	-4,0	Análisis de 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 en renovables
26-Sept	Corp Mapfre	Infrapond.	Infrapond.	14,00	11,50	21,7	1,18	1,01	16,8	Buenos resultados y utilización de plusvalías
26-Sept	Enagás	Comprar	Comprar	16,90	14,50	16,6	0,84	0,83	1,2	Se espera mayor inversión
26-Sept	Faes	Infrapond.	Infrapond.	14,10	11,90	18,5	0,37	0,40	-7,5	Mayor visibilidad de Bilastina
26-Sept	Iberia	Infrapond.	Mantener	2,00	2,85	-29,8	0,07	0,09	-22,2	Precios de petróleo elevados que afectan a la cuenta de resultados y a la valoración
26-Sept	Indra	Mantener	Comprar	17,00	15,80	7,6	0,77	0,77	0,0	El buen comportamiento nos lleva a revisar a la baja

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		
		21-Oct-05	31-Dic-04								
Sogecable	30-Sep-04	31,18	32,66	-4,5	-14,3	-18,9	3,3	10,9	10,5	-3,2	
BBVA	23-May-05	14,16	13,05	8,5	-1,2	-5,8	2,6	4,5	17,8	8,7	
Ferrovial	16-May-03	58,45	39,32	48,7	38,9	34,3	-13,2	0,7	32,4	47,4	
Endesa	22-Abr-05	20,99	17,29	21,4	11,7	7,1	-0,1	12,4	26,2	21,3	
Repsol	17-Jul-03	24,22	19,16	26,4	16,7	12,1	-7,9	5,8	22,6	25,5	
Inditex	04-Mar-05	24,30	21,70	12,0	2,2	-2,4	0,3	9,2	3,7	11,3	
<b>Lista recom. large caps</b>	–	<b>122,28</b>	<b>100,00</b>	<b>22,3</b>	<b>12,5</b>	<b>7,9</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>22,3</b>	
Large caps ibéricas	–	109,75	100,00	9,7	0,0	-4,6	n.d.	n.d.	n.d.	9,7	
IBEX35	–	10.382,30	9.080,80	14,3	4,6	0,0	-1,1	3,6	15,2	14,4	
PSI20	–	7.907,98	7.571,85	4,4	-5,3	-9,9	-0,7	5,1	1,0	3,8	
DJ Stoxx 50	–	3.141,49	2.774,77	13,2	3,5	-1,1	-2	1,2	11,7	12,9	

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		
		21-Oct-05	31-Dic-04								
Obrascón Huarte	30-Dic-04	11,43	6,30	81,4	59,6	67,1	-9,8	-2,0	33,2	79,0	
Sol Meliá	16-Feb-05	10,60	7,30	45,2	23,4	30,9	-6,1	-8,5	19,7	43,4	
Prisa	30-Dic-04	15,23	15,62	-2,5	-24,3	-16,8	-3,3	-4,4	-0,3	-2,3	
Enagás	23-May-05	14,21	12,20	16,5	-5,3	2,1	-5,4	-1,3	18,9	16,1	
Viscofán	30-Dic-04	9,30	7,45	24,8	3,1	10,5	0,4	17,2	18,7	23,5	
Prosegur	08-Mar-05	19,20	14,48	32,6	10,8	18,3	-6,8	0,2	13,9	31,8	
<b>Lista recom. SMC</b>	–	<b>132,13</b>	<b>100,00</b>	<b>32,1</b>	<b>10,4</b>	<b>17,8</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>32,1</b>	
Small-mid caps ibéricas	–	121,78	100,00	21,8	0,0	7,4	n.d.	n.d.	n.d.	21,8	
IBEX35	–	10.382,30	9.080,80	14,3	-7,4	0,0	-1,1	3,6	15,2	14,4	
PSI20	–	7.907,98	7.571,85	4,4	-17,3	-9,9	-0,7	5,1	1,0	3,8	
DJ Small 200 Europe	–	148,61	129,16	15,1	-6,7	0,7	-6,0	-0,7	8,6	14,3	

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, ACS FCC, Ferrovial, Ebro Puleva, Sos Cuétara, Zeltia, NH Hoteles, Sacyr-Vallehermoso, Grupo Santander, Corporación Mapfre, Portugal Telecom, Sogecable, Antena 3, Recoletos, Telecinco e Iberdrola.

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

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

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

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

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

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

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

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



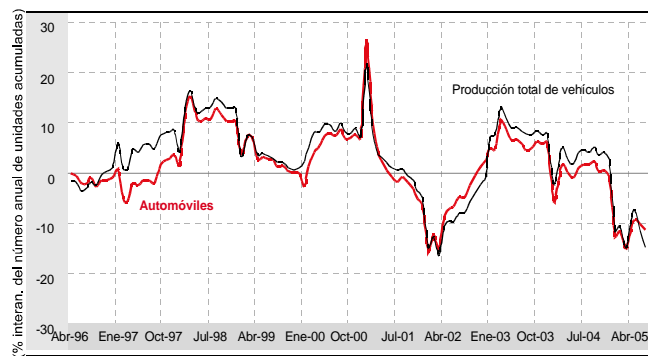
# THE IBERIAN MACRO OBSERVER

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

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

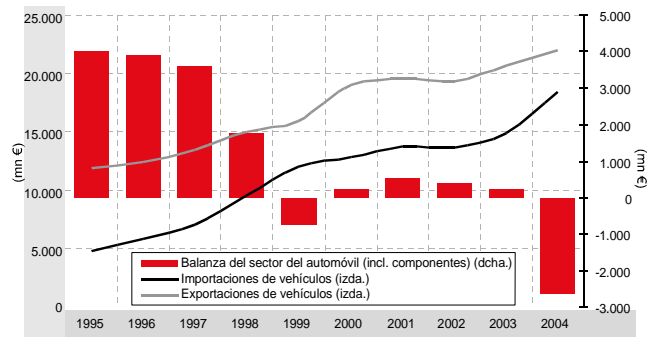
Antonio Espasa  
(34) 91-289-3313  
aespasa@gruposantander.com

## España – Producción de unidades, variación anual acumulada, 1996-2005



Fuente: INE, Mineco y Santander Investment Bolsa.

## España – Importaciones vs exportaciones en el sector del automóvil, 1990-2004



Fuente: AEAT-Aduanas y Santander Investment Bolsa.

## Asuntos a tener en cuenta esta semana

### En EEUU:

- (1) Los datos avanzados del PIB 3T apuntan al alza
- (2) Atención a los avances de la confianza del consumidor
- (3) Ligero retroceso de los pedidos de bienes duraderos excluyendo transporte
- (4) Los datos de desempleo semanales vuelven a estar distorsionados
- (5) Las ventas de viviendas de segunda mano en niveles máximos

### En la zona euro:

- (1) Previsión de ligero avance del IFO en septiembre
- (2) En Alemania, el IPC podría caer en octubre
- (3) En la zona euro, la M3 sigue creciendo por encima de expectativas
- (4) En la zona euro, previsión de avance de la confianza industrial
- (5) En la zona euro, previsión de caída del IPC en octubre

- La batería de datos publicados estas dos semanas sigue dando muestras de la resistencia de la economía española a una desaceleración, como confirma el nuevo repunte de pedidos industriales. Sin embargo continúa el desequilibrio en términos de déficit de la balanza por cuenta corriente y el diferencial de inflación con Europa, que debilita la posición competitiva de España en el exterior.
- Los últimos datos están en línea con nuestro discurso de recuperación económica en Europa en el 2S05E (encabezada por Alemania). En Italia, los datos vuelven a sorprender al alza: (1) nuevo avance de la confianza del consumidor, que apunta a una recuperación del consumo (fuerte crecimiento de las ventas al por menor en agosto); y (2) aumento de pedidos industriales, que indica un incremento de la producción industrial en el 2S05. Sin embargo, los precios de consumo en Europa se disparaban ante la presión de las tarifas energéticas (podríamos asistir a efectos de segundo orden en precios).
- No abundaron las noticias económicas relevantes al otro lado del Atlántico la semana pasada. Los datos de desempleo semanales siguen distorsionados por el *Katrina*, aunque, excluyendo el huracán, son datos bastante buenos. El dato clave de la semana eran los precios de producción, que mostraban un fuerte incremento debido a la energía. El único dato publicado derivado de la actividad real era el índice de la Fed de Filadelfia, que avanzaba en octubre con buen comportamiento de todos los componentes.
- En el *Rincón macro* analizamos la situación del sector automovilístico español. Dado el peso de éste en la economía, la evolución negativa registrada hasta ahora en 2005 podría reflejarse en los próximos trimestres si no hay un cambio significativo en los niveles de actividad a corto plazo. Hasta la fecha, hemos asistido a una caída de la producción y un empeoramiento del sector exterior (mayores importaciones que exportaciones).

# LA SEMANA PASADA

## Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
LUNES 17-Oct	14:30	EEUU	Empire Manufacturas	Oct	17,0	20,0	12,1
		Italia	Balanza por cuenta corriente (mn €)	Ago	2.765	-100	-
MARTES 18-Oct	8:00	Alemania	Precios de producción (m/a)	Sep	0,3/4,6	0,5/4,9	0,4/4,9
	8:45	Francia	Balanza por cuenta corriente (mn €)	Ago	-2.332	-2.650	-2.321
	11:00	Zona euro	IPC (m/a)	Sep	0,3/2,2	0,4/2,5	0,5/2,6
	11:00	Zona euro	Índice Zew (Sentimiento económico)	Oct	31,8	36,3	34,7
	11:00	Zona euro	Costes laborales (a)	2Q2	2,3	2,3	2,3
	11:00	Alemania	Índice Zew (Sentimiento económico)	Oct	38,6	42,0	39,4
	14:30	EEUU	IPRI (m/a)	Sep	0,6/5,1	1,1/5,8	1,9/6,9
		EEUU	IPRI excl. alimentación y energía (m/a)	Sep	0,0/2,4	0,3/2,6	0,3/2,6
	16:00	EEUU	Compras de activos por extranjeros (miles mn)	Ago	87,4	57,5	91,3
	19:00	EEUU	NAHB – Índice del Mercado de la vivienda	Oct	65	64	67
23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Oct 16	-19	-	-17	
MIÉRCOLES 19-Oct	11:00	Zona euro	Producción industrial (desest./ajust.)(m/a)	Ago	0,2/0,5	-0,2/1,0	0,8/2,6
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Oct 14	-2,6	-	6,1
	14:30	EEUU	Viviendas iniciadas	Sep	2.009.000	1.970.000	2.108.000
	14:30	EEUU	Permisos de construcción	Sep	2.138.000 R	2.058.000	2.189.000
	20:00	EEUU	Libro Beige de la Fed		-	-	-
JUEVES 20-Oct	9:00	España	Pedidos a fábrica (a)	Ago	2,2 R	-	9,3
	10:00	Italia	Balanza comercial no UE (mn €)	Ago	-373 R	-1.025	-2.102
	11:00	Zona euro	Balanza comercial (desest.) (miles mn)	Ago	7,9	2,2	-2,6
	11:00	Italia	Pedidos industriales (desest./no desest.) (m/a)	Ago	4,1/5,6	-1,5 R/4,8	1,0/12,9
	11:00	Italia	Ventas industriales (desest./no desest.)	Ago	1,9 R/0,6	-0,2/0,7	6,6/11,1
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Oct 15	390.000	365.000	355.000
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	Oct 8	2.858.000 R	2.880.000	2.894.000
	16:00	EEUU	Indicadores adelantados	Sep	-0,1 R	-0,5	-0,7
	18:00	EEUU	Fed de Filadelfia	Oct	2,2	10,0	17,3
VIERNES 21-Oct	9:00	España	Producción del sector servicios (a)	Ago	4,8	-	9,0
	8:45	Francia	Gasto del consumidor (m/a)	Sep	1,5/5,5	-1,5/3,5	-0,6/4,2
	10:00	Italia	Ventas al por menor (m/a)	Ago	-0,3/-2,1	0,1/-0,2	0,6/2,4

(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.

## SEMANA PASADA: DATOS DEL PIB EN ESPAÑA

### Últimas dos semanas en España: crecen los desequilibrios

La batería de datos publicados estas dos semanas sigue dando muestras de la resistencia de la economía española a una desaceleración, como confirma el nuevo repunte de pedidos industriales. Sin embargo, sigue el desequilibrio en términos de déficit de la balanza por cuenta corriente y el diferencial de inflación con Europa, que debilita la posición competitiva de España en el exterior.

### Crece el deterioro de la balanza por cuenta corriente en España

**El déficit de la balanza por cuenta corriente en España pasó de 3.874,1 mn € en julio de 2004 a 4.546,6 mn € en julio de 2005 (+17,36% interanual),** debido al incremento del déficit de balanza comercial, que pasaba de 4.399,7 mn € hace un año a 5.433,7 mn € en julio de 2005, como consecuencia del aumento del 5,4% interanual en las importaciones y la caída del 0,7% interanual en las exportaciones. El superávit de la balanza de servicios creció hasta 3.010,8 mn € desde 2.880,6 mn € En términos acumulados, el déficit de la balanza por cuenta corriente pasó de 22.527,2 mn € en el mismo periodo de 2004 a 37.671,6 mn € (+67,2%), por culpa una vez más del déficit comercial, que aumentaba ante el incremento del 11,2% de las importaciones y el escaso ascenso 2,3% de las exportaciones.



Por otro lado, la balanza financiera registraba un superávit de 510.9 mn € cuando en el mismo mes de 2004 el superávit era de 9.883,5 € Avanza, por tanto, el deterioro del déficit de balanza por cuenta corriente, que situamos cercano al 7,0% del PIB en 2005E, mientras que el déficit de la balanza comercial posiblemente se acercará al 9,0% del PIB. La subida de precios y de costes laborales unitarios en España por encima del resto de Europa contribuirá probablemente al deterioro de la balanza por cuenta corriente al empeorar la posición competitiva de España. Será necesario asistir a una desaceleración de la demanda interna para ajustar el desequilibrio.

#### **El petróleo dispara el IPC español en septiembre**

**En España, la inflación se disparaba en septiembre:** 0,6% intermensual y 3,7% interanual frente al 0,4% intermensual y 3,3% interanual de agosto. El índice subyacente llegaba al 2,5% interanual, desde el 2,4% interanual del mes anterior. El índice de ropa y calzado se disparaba (3,4% intermensual), tras retroceder 0,5% intermensual en agosto y 10,7% intermensual en julio. El índice de transporte también subía al 2,2% intermensual, frente al 1,1% intermensual de agosto, condicionado por el precio de la energía. Algunos componentes, sin embargo, registraban un retroceso en el mes: comunicaciones (-0,1% intermensual), ocio y cultura (-1,3% intermensual) y hoteles, bares y restaurantes (-0,7% intermensual). Por tanto, sube la inflación en España. En septiembre, la tasa anual ha llegado hasta el 3,7%, desde el 3,1% en junio. El principal responsable es la energía. El índice subyacente se mantiene prácticamente estable, en niveles cercanos al 2,5% interanual. A corto plazo, la inflación podría mantenerse en estos niveles y terminar el año muy por encima de las previsiones del Gobierno (2,0% aproximadamente) en torno al 3,0%. El diferencial positivo de precios frente a Europa podría dañar más la posición competitiva en el futuro.

#### **El Tesoro español reduce las emisiones**

**El Tesoro confirmaba que reducirá las emisiones brutas de deuda en 10.000 mn € un descenso interanual del 13,0%.** Así, las emisiones brutas de deuda se reducirán desde 77.400 mn € en 2004 a 67.400 mn € en 2005. Según el Tesoro, este movimiento se debe a la mejora de las cuentas públicas y al comportamiento positivo de los ingresos. Por otro lado, las amortizaciones podrían superar en 500 mn € las expectativas de principios de año. Por lo tanto, las emisiones netas de deuda para 2005E también se reducirán (de los 14.000 mn € previstos a 3.500 mn € en 2005E). En consecuencia, el ratio deuda/PIB caerá al 35% para el Gobierno central y al 43,0% para las administraciones públicas. Creemos que son buenas noticias. El Gobierno habrá de esforzarse para ajustar sus cuentas y compensar el efecto negativo del deterioro de los balances de las familias en la economía.

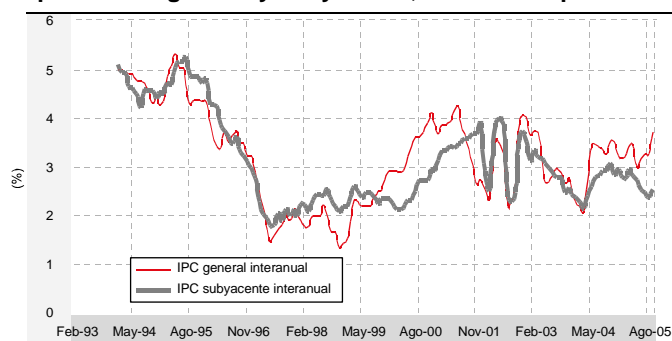
#### **El número de turistas en España todavía positivo**

**En septiembre, el número de turistas que visitaron España registraba el mayor avance en seis meses y situaba el dato para 9M05 en un máximo de 44,4.** El número de visitantes crecía un 8,3% en septiembre, mientras que las subidas entre enero y septiembre sumaban un 6,3%. La media gastada por turista al día crecía un 3,0% en los ocho primeros meses del año. El turismo británico, que se mantiene como principal mercado de España, subía un 8,6% en septiembre y un 2,8% en 9M05, hasta un total de 13,0 mn. Le sigue el turismo alemán, con cerca de 8,0 de visitantes en los primeros nueve meses, 4,0% por encima del año pasado. Son datos positivos que indican que, tras cierta debilidad en años anteriores, 2005 está resultando bastante bien. No obstante, el gasto no crece al ritmo que las visitas.

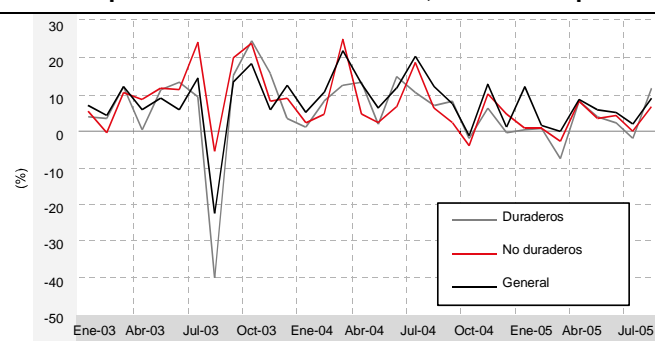
#### **Avance de los pedidos industriales en España**

**En España los pedidos industriales crecían un 5,1% en 8M05,** y en agosto se registraba un ascenso del 9,3% en términos anuales, lo que evidencia una aceleración respecto a los meses anteriores, cuando los pedidos mostraban una subida del 2,2% interanual. El avance de pedidos responde, principalmente, a energía (37,1% interanual), aunque también hubo incremento en el resto de componentes: bienes de consumo (7,3% interanual), bienes de capital (3,5% interanual) y bienes intermedios (6,0% interanual). Son datos positivos, especialmente si los contrastamos con la debilidad de la actividad industrial en los últimos meses, cuando la producción ha sido muy débil. Por tanto, podríamos asistir a una ligera recuperación de los datos de producción industrial, en línea con los últimos datos publicados.

**España – IPC general y subyacente, ene 1994-sept 2005**



**España – Pedidos industriales, ene 2003-sep 2005**



Fuentes: INE y Bloomberg.

### Noticias internacionales

**La semana en EEUU:** Escasas noticias económicas relevantes al otro lado del Atlántico. Los datos de desempleo semanales siguen distorsionados por el *Katrina*, aunque, excluyendo el huracán, son datos bastante buenos. El dato clave de la semana eran los precios de producción, que mostraban un fuerte incremento debido a la energía. El único dato publicado derivado de la actividad real era el índice de la Fed de Filadelfia, que avanzaba en octubre con buen comportamiento de todos los componentes.

#### La energía arrastra los precios de producción

**En septiembre, los precios de producción se disparaban** (1,9% intermensual, 6,9% interanual). Como ocurría la semana pasada, el aumento de precios responde a la energía: (1) los bienes energéticos subían un 7,1% intermensual; (2) la gasolina aumentaba un 12,7% intermensual; y (3) el gas natural para uso doméstico se encarecía un 9,0% intermensual. El índice subyacente subía un escaso 0,3% intermensual (2,6% interanual). Por tanto, persisten las presiones inflacionistas ejercidas por el componente de energía, y creemos que la Reserva Federal intervendrá con una subida de tipos de interés de 25 puntos básicos en su próxima reunión.

#### Las solicitudes de subsidio de desempleo volvían a caer la semana pasada

**Las solicitudes de subsidio de desempleo volvían a caer** la semana pasada. Según el Bureau of Labour Statistics, el *Katrina* justifica cerca de 40.000 nuevas solicitudes, lo que hace que el dato “real” de solicitudes de subsidio sea incluso mejor (315.000 y no 355.000). Creemos que el mercado laboral seguirá mejorando en los próximos trimestres.

#### Avance del índice de la Fed de Filadelfia en octubre

**El índice de la Fed de Filadelfia subía en octubre**, adelantando una aceleración de la actividad en los próximos meses. Prácticamente todos los componentes registraban una evolución positiva. Por otro lado, las subidas de precios soportados y precios pagados en el mes revelan presiones inflacionistas. Es muy probable que la Fed vuelva a subir los tipos en sus próximas reuniones.

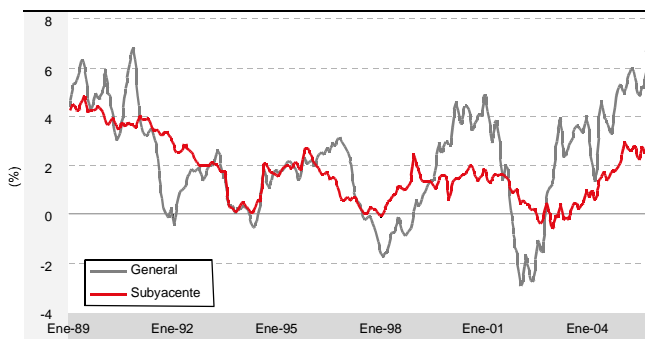
#### El número de viviendas iniciadas resultó mucho mejor de lo esperado

El número de nuevas viviendas construidas superó las expectativas. A pesar de los “efectos colaterales” del huracán, la construcción de nuevas viviendas (+3,4%, hasta 2,108 mn) registraba el máximo de siete meses en septiembre. En una nota técnica, la oficina del Censo de EEUU afirmó que a la hora de gestionar los efectos del huracán, asumiría que no se ha concedido ningún permiso en aquellas oficinas de permiso de construcción situadas en áreas a las que no pudiera acceder o de las que no recibiera respuesta. A pesar de esto, los permisos han crecido un 2,4%, con avances de apartamentos (+2,6%) y viviendas familiares (+7,8%).

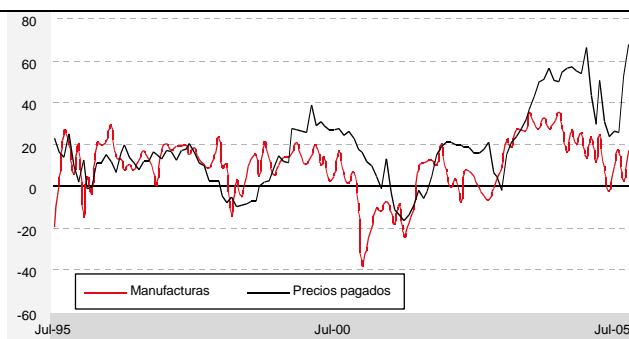


La semana pasada, los miembros de la Reserva Federal tuvieron una agenda muy apretada con un mensaje común. Tres puntos a destacar. **En primer lugar, la economía está dando muestras de su fortaleza ante un fuerte shock** (el *Katrina*). Tal como explicaba Ferguson, tras el impacto negativo en el crecimiento, las actividades de reconstrucción y recuperación se acelerarán en el cuarto trimestre, y en 2006 los procesos de reconstrucción contribuirán al crecimiento del PIB real. El Gobernador Kohn auguraba momentos de notable expansión económica. **En segundo lugar, la inflación sigue siendo una preocupación**, y los riesgos al alza se han multiplicado con el *Katrina*. La economía se encontraba prácticamente en su máximo potencial en agosto y, ahora que parece que el crecimiento experimentará una ligera desaceleración, que la inflación general aumenta y que las expectativas de inflación amenazan con no estar controladas, los riesgos de inflación han aumentado. El Gobernador Kohn advirtió que, a no ser que la actividad se desacelere de forma inesperada, y tras la subida de los precios energéticos, los riesgos en términos de inflación podrían estar sesgados ligeramente al alza. **En tercer lugar, la atención de la Fed se dirige en gran medida a contener las expectativas de inflación** (para evitar que el aumento del precio de la energía cree una psicosis inflacionista) y ésta hará lo necesario para impedir que se traslade a la inflación subyacente. Ferguson advirtió que la acomodación monetaria podría desaparecer más rápidamente si las presiones inflacionistas aumentan hasta un grado superior al esperado. Asimismo, se comunicó a los inversores que no deberían **asumir que la Fed se moverá hasta un nivel estimado de tipos predeterminado “neutral” y que se detendrá allí** —como parece que se estima actualmente en las cotizaciones de los futuros a tres meses con un tipo máximo de los Fed Funds en el 4,5% a mediados de 2006. Su política reaccionará según los datos que se publiquen, y se convertirá en más restrictiva si las presiones inflacionistas siguen siendo elevadas.

EEUU – Precios de producción, general y subyacente, ene 1994-oct 2005



España – Índice de la Fed de Filadelfia, ene 2003-oct 2005



Fuente: Bloomberg.

**La semana en la zona euro:** Los últimos datos confirman nuestro discurso de recuperación económica en Europa en el 2S05E (encabezada por Alemania). En Italia, los datos vuelven a sorprender al alza: (1) nuevo avance de la confianza del consumidor, que apunta a una recuperación del consumo (fuerte crecimiento de las ventas al por menor en agosto); y (2) aumento de pedidos industriales, que indica un incremento de la producción industrial en el 2S05. Sin embargo, los precios de consumo en Europa se disparaban ante la presión de las tarifas energéticas (aunque podríamos asistir a una segunda ronda de efectos).

La inflación sube al 2,6% en la zona euro

**En la zona euro la inflación volvía a subir en septiembre: un 2,6% interanual (2,2% interanual en agosto), 0,5% intermensual.** De nuevo, el principal responsable era el componente de energía (3,0% intermensual, 15,2% interanual), ya que el índice subyacente subía un escaso 0,3% intermensual, 1,5% interanual. La tasa subyacente no se ha visto afectada de momento, aunque los riesgos siguen ahí. De hecho, el BCE adelantaba que modificará los tipos de interés si la tasa de inflación subyacente empieza a subir.

---

**El dato de producción industrial en la zona euro fue bueno.** La energía arrastraba a la baja el índice, que arrojaba un descenso del 2,3% intermensual. Si excluimos este componente, los datos habrían sido mucho mejores: un 1,2% intermensual y un 2,9% interanual. Los bienes intermedios eran el principal motor del avance del índice, al registrar su mayor incremento en años (+2,3% intermensual y +4,2% interanual). Los bienes de consumo arrojaban otro sólido incremento del 1,7% intermensual, con crecimiento similar de los bienes duraderos y no duraderos en el mes y en el trimestre. Estos datos tan buenos confirman el buen momento de la industria en la zona euro.

**Ligero avance del ZEW**

**En Alemania, el índice ZEW avanzaba menos de lo previsto en octubre.** El precio del petróleo, el débil comportamiento relativo del mercado en las últimas dos semanas y la incertidumbre política —si la nueva coalición será capaz de continuar con las reformas económicas previstas— parecen ser los factores responsables de esta modesta subida. Sin las mencionadas reformas, el crecimiento económico en Alemania no sería sostenible.

**Recuperación en Italia**

**En Italia, los datos de confianza del consumidor, pedidos industriales y ventas al por menor** superaban las expectativas sorprendiendo al alza. Esto adelanta mejores tiempos para la economía italiana en el 3T05, con crecimientos del PIB cercanos al 0,4-0,5% intertrimestral.

En Francia, el gasto del consumidor en bienes manufactureros caía un 0,6 intermensual, tras tres meses consecutivos de fuertes avances. El componente de textil-piel motivaba el desplome, con un descenso del 3,8% intermensual y del +2,3% interanual. Los bienes duraderos (coches y equipamiento del hogar) se mantenían sin cambios en el -0,1% intermensual, pero muy por encima de la tendencia en términos anuales del +7,7% interanual. Las ventas de bienes de equipamiento del hogar caían respecto al mes anterior (-1,4%), aunque mantienen un dato sólido para el año (11,5%).



## ESTA SEMANA

### Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión
LA SEMANA	25-28	Alemania	IPRI (m/a)	Sep	0,9/4,7	0,2/4,8
LUNES	9:00	España	Índice de precios hoteleros (a)	Sep	2,5	-
24-Oct	10:00	Zona euro	Saldo balanza cta. corriente BCE (miles mn €)	Ago	-5,9	-
	11:00	Zona euro	Nuevos pedidos industriales (m/a)	Ago	-1,6/1,2	-
MARTES	8:00	España	Precios de producción (m/a)	Sep	0,8/4,9	0,6/5,2
25-Oct	10:00	Alemania	IFO-Clima empresarial	Oct	96,0	96,1
		Alemania	IPC (m/a)	Oct P	0,4/2,5	-0,1/2,3
	14:30	EEUU	Ventas de viviendas de segunda mano (mn)	Sep	7,29	7,20
	14:30	EEUU	Índice Richmon Fed	Oct	8	5
	16:00	EEUU	Confianza del consumidor	Oct 16	86,6	88,5
MIÉRCOLES	8:45	Francia	Confianza empresarial	Oct	100	101
26-Oct	8:45	Francia	Indicador de las perspectivas de producción	Oct	-14	-11
	9:30	Italia	Confianza empresarial	Oct	89,5	89,5
	10:00	Italia	Salario por horas (m/a)	Sep	0,1/2,9	-
JUEVES	8:00	Alemania	GfK – Confianza del consumidor		-	-
27-Oct	8:45	Francia	Informe manufacturero trimestral de octubre		-	-
	14:30	EEUU	Pedidos de bienes duraderos	Sep	3,4	-1,0
	14:30	EEUU	Duraderos excl. transporte	Sep	4,2	1,2
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Oct 22	355.000	-
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	Oct 15	2.894.000	-
VIERNES	8:45	Francia	Variación de empleo	Sep	-6.000	-7.000
28-Oct	8:50	Francia	Precios de producción (m/a)	Sep	0,3/2,8	0,2/3,0
	9:00	España	Tasa de desempleo	3T	9,33	-
	9:00	España	IPC (UE armonizado) (a)	Oct P	3,7	3,7
	10:00	Zona euro	M3 (desest.)(a)	Sep	8,1	8,2
	11:00	Zona euro	Indicador del clima empresarial	Oct	0,07	-
	11:00	Zona euro	Confianza industrial	Oct	-7	-6
	11:00	Zona euro	Confianza del consumidor	Oct	-15	-15
	11:00	Zona euro	Confianza económica	Oct	98,6	98,9
	11:00	Zona euro	Confianza sector servicios	Oct	11	-
	11:00	Zona euro	Estimación del IPC (a)	Oct	2,6	2,4
	14:30	EEUU	PIB anualizado	3T A	3,3	3,5
	14:30	EEUU	PIB índice de precios	3T A	2,6	2,8

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

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

### LA SEMANA EN TÉRMINOS MACRO: ATENCIÓN AL VIERNES 27 DE OCTUBRE

**En EEUU:** (1) Datos avanzados del PIB 3T al alza; (2) atención a los avances de confianza del consumidor; (3) posible ligero retroceso de los pedidos de bienes duraderos excluyendo transportes; (4) los datos de desempleo semanales volverán a estar distorsionados por los huracanes; y (5) las ventas de viviendas de segunda mano en niveles máximos.

**En la zona euro:** (1) Expectativas de ligero avance del IFO en septiembre; (2) en Alemania, el IPC podría caer en octubre; (3) la M3 de la zona euro sigue creciendo por encima de las expectativas; (4) previsión de mejora de la confianza industrial en la zona euro; y (5) previsiones de caída del IPC de la zona euro en octubre.

# TIPOS Y DIVISAS

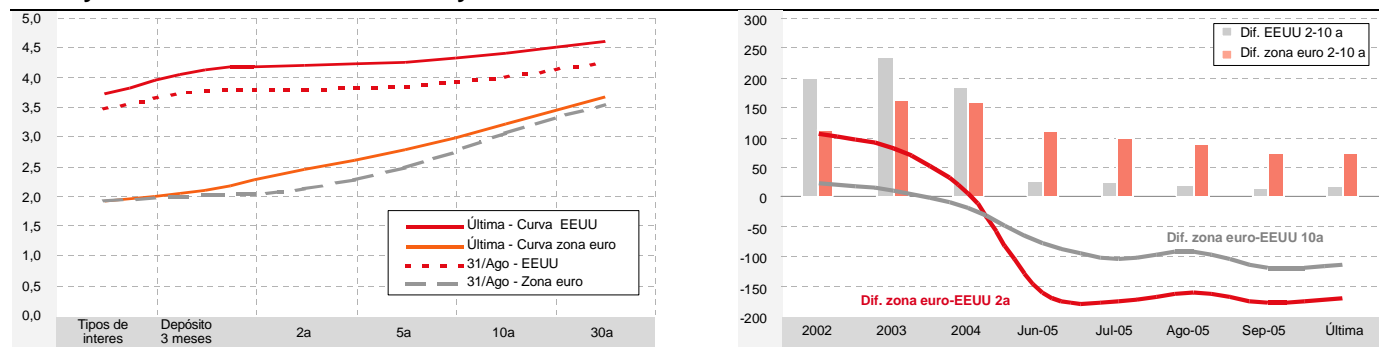
- Los mercados europeos consolidaban algunas de las ventas masivas de las últimas semanas, y la rentabilidad fue reduciéndose.** La parte corta de la curva mostró un buen soporte. Junto con los temores generales a la inflación, el mercado ha adoptado el pesimismo del BCE, y la cadena de futuros a tres meses descuenta una subida de tipos de interés en el 1T06. En nuestra opinión, es una fecha bastante acertada. Creemos que el BCE prefiere asistir al menos a dos buenos trimestres de crecimiento antes de dar un paso; los datos parecen confirmar que el primero podría verse en el 3T05.
- La Fed quiere dejar bien claro que hará lo imposible por controlar las expectativas de inflación** por el bien de la estabilidad económica a largo plazo. Los miembros de la Fed se están esforzando en dejar bien claro a los mercados cuáles son sus objetivos.

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

		Anual <sup>1</sup>		Trimestral <sup>1</sup>				Mensual			Semanal					
		2002	2003	2004	sep-04	dic-04	mar-05	jun-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	07-oct	14-oct	21-oct	Última <sup>2</sup>
<b>Tipos interés corto plazo</b>																
	Tipo intervención BCE	3,2	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,00	2,00	2,00	<b>2,00</b>
	Fondos de la Fed	1,7	1,1	1,4	1,5	2,0	2,5	3,0	3,3	3,3	3,5	3,8	3,75	3,75	3,75	<b>3,75</b>
	Euribor 3 meses	3,3	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,14	2,16	2,16	<b>2,16</b>
	Dep. 3 meses EEUU	1,7	1,1	1,6	1,8	2,3	2,9	3,3	3,5	3,7	3,8	4,0	4,10	4,14	4,13	<b>4,13</b>
<b>Tipos inter. largo plazo</b>																
Zona euro	2 años	3,6	2,5	2,5	2,5	2,4	2,5	2,1	2,0	2,3	2,2	2,4	2,46	2,49	2,51	<b>2,51</b>
	5 años	4,2	3,3	3,3	3,4	3,1	3,0	2,6	2,5	2,7	2,5	2,7	2,77	2,86	2,84	<b>2,84</b>
	10 años	4,8	4,1	4,1	4,1	3,8	3,6	3,3	3,1	3,2	3,1	3,1	3,17	3,30	3,26	<b>3,26</b>
	30 años	5,2	4,8	4,7	4,7	4,4	4,1	3,8	3,7	3,7	3,6	3,6	3,60	3,73	3,68	<b>3,68</b>
EEUU	2 años	2,5	1,6	2,4	2,6	2,9	3,5	3,6	3,6	4,0	3,8	4,2	4,18	4,25	4,21	<b>4,21</b>
	5 años	3,7	2,9	3,4	3,5	3,5	4,0	3,8	3,7	4,1	3,9	4,2	4,23	4,34	4,27	<b>4,26</b>
	10 años	4,5	4,0	4,2	4,2	4,2	4,3	4,0	3,9	4,3	4,0	4,3	4,35	4,48	4,40	<b>4,40</b>
	30 años	5,3	4,9	5,0	5,0	4,9	4,7	4,3	4,2	4,5	4,3	4,6	4,56	4,70	4,62	<b>4,62</b>
<b>Diferencial</b>																
Dif. zona euro	3 m-30 a	195	257	265	262	229	199	170	156	162	148	145	146	157	153	<b>153</b>
	2 a-10 a	115	164	160	154	136	117	113	110	99	90	75	72	81	76	<b>76</b>
Dif. EEUU	3 m-30 a	355	376	338	321	254	180	103	72	80	45	61	47	56	49	<b>49</b>
	2 a-10 a	198	235	184	168	133	78	41	28	26	20	16	17	23	19	<b>19</b>
Dif. zona euro-EEUU	Int.	154	115	60	50	0	-50	-100	-125	-125	-150	-175	-175	-175	-175	<b>-175</b>
	2 a	107	82	5	-2	-45	-109	-148	-161	-176	-161	-178	-172	-176	-170	<b>-170</b>
	10 a	24	11	-20	-16	-42	-71	-77	-79	-103	-91	-119	-118	-118	-114	<b>-113</b>
<b>Divisas</b>																
	€/US\$	0,95	1,14	1,25	1,22	1,32	1,31	1,24	1,211	1,212	1,235	1,203	1,213	1,208	1,202	<b>1,201</b>
	€/¥	118	132	134	135	137	137	134	134	136	137	137	138	138	139	<b>139</b>
	US\$/¥	125	116	107	110	104	105	108	111	113	111	114	114	114	116	<b>116</b>

(1) Las cifras representan la media del periodo. (2) Última: 24 de octubre de 2005.  
Fuente: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

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



Fuente: Bloomberg.



## RINCÓN MACRO: SECTOR AUTOMOVILÍSTICO ESPAÑOL

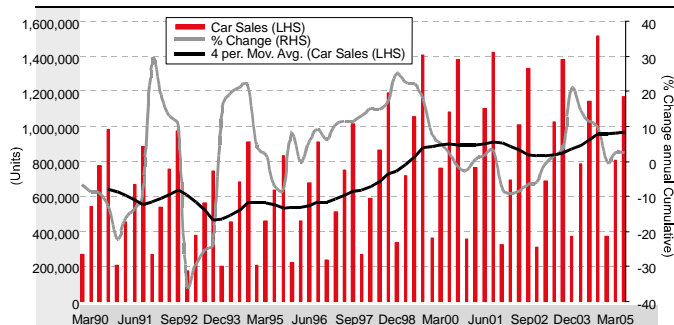
El sector automovilístico representa cerca del 6,0% del PIB español, da empleo a casi un 11,0% de la población trabajadora, supone en torno al 25% del total de exportaciones españolas y contribuye de manera notable a los ingresos de las cuentas públicas (21.000 mn € anuales). Estos datos no dejan lugar a dudas de la importancia de la industria automovilística en España. De ahí, la creciente preocupación ante el deterioro de la producción, exportaciones, empleo y salarios en el sector desde principios de año.

En este “Rincón macro” analizamos los últimos acontecimientos en la industria automovilística, poniendo especial énfasis en la evolución de las variables más importantes y tratando de adelantar posibles comportamientos en el futuro.

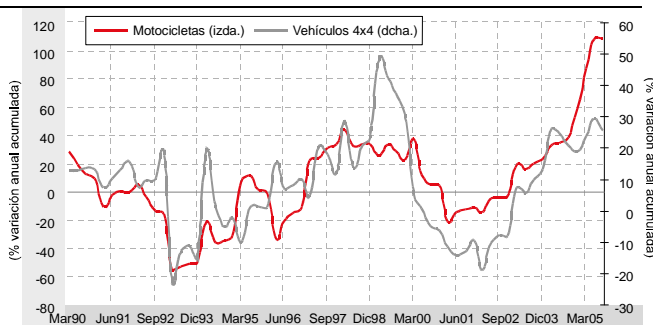
### *En España siguen vendiéndose coches pero...*

Las ventas de coches en España siguen relativamente fuertes, en línea con la buena evolución del consumo privado. A pesar de haber signos de desaceleración en las tasas de crecimiento respecto a los datos de 2003 (3,8%) y 2004 (9,8%), el sector probablemente registrará un récord de ventas en 2005E, que rondará los 1,5 mn de unidades (casi un 2,2% más que en 2004). Si analizamos la composición de las ventas en los primeros nueve meses de 2005 y la contrastamos con el mismo periodo de 2004, los datos revelan que: (1) las ventas de automóviles crecen un 2,5% (1.172.329 unidades); (2) las ventas de todoterrenos suben un 25,8% (89.966 unidades); (3) las ventas de vehículos comerciales se incrementan un 14,6% (197.043 unidades); (4) los vehículos industriales se han vendido un 2,9% (28.907 unidades); (5) y las ventas de autobuses crecieron un 12,1% (3.076 unidades). Los comportamientos más destacables serían las ventas de todoterrenos (25,8%) y de motocicletas (108,8%).

**España – Ventas de coches, 1990-2005**



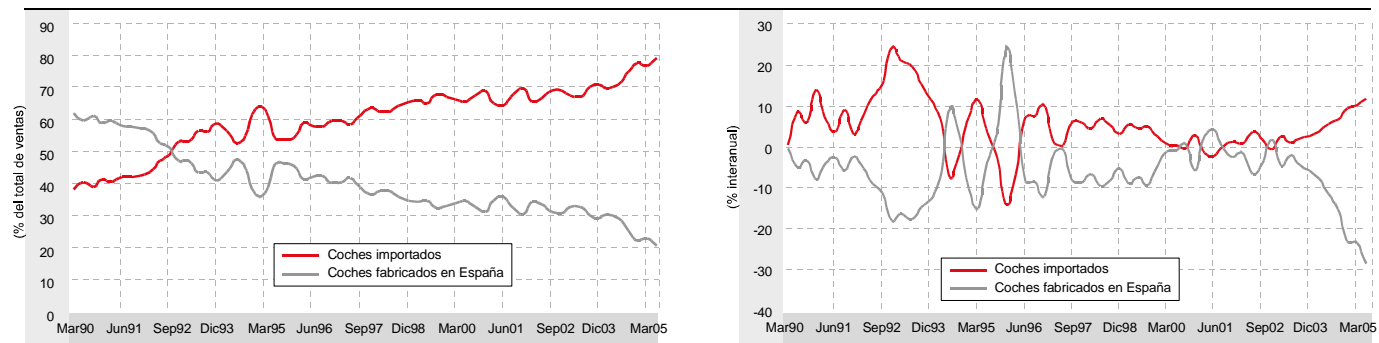
**España – Ventas de 4x4 y motocicletas, 1990-2005**



Fuentes: Anfac, M. de Economía y Santander Investment Bolsa.

Como muestran los números, la fortaleza del consumo privado —derivada de un mercado laboral todavía saludable y de las plusvalías obtenidas en el mercado de la vivienda— ha redundado positivamente en las ventas de automóviles en los últimos años. Sin embargo, la fortaleza de las ventas de coches fabricados en España no se ha dejado sentir en la industria doméstica. Si nos fijamos en el país de producción de los coches vendidos en España en los últimos años, observamos que casi el 80% han sido fabricados fuera de nuestras fronteras (importados) y no en fábricas propias. Como vemos en los gráficos, esta tendencia no es nueva, aunque lo realmente alarmante es cómo está creciendo. El porcentaje de coches fabricados y vendidos en España se está reduciendo a una tasa anual cercana al 30%.

## España – Ventas de coches, fabricados en España frente a importados, 1990-2005



Fuentes: Anfac, M. de Economía y Santander Investment Bolsa.

Como se observa en el cuadro siguiente, la distribución de las ventas de coches españoles por segmentos muestra que los mayores incrementos en ventas en 2005 frente a 2004 los registran los de Lujo (49,3%) y los Monovolúmenes de tamaño pequeño (14,16%). Por otro lado, los segmentos Pequeño (-7,5%), Ejecutivo (-6,78%) y Deportivo (-6,41%) están registrando caídas. Las tasas de penetración muestran que más del 50% de las ventas de coches españoles se concentran en los segmentos Pequeño y Pequeño-Mediano. También es interesante destacar la notable penetración de los Monovolúmenes de tamaño pequeño, que han pasado de representar un 7,8% del total en 2001 a un 13,31% en la actualidad.

## España – Distribución de las ventas de coches por segmentos, 2004-05

Segmento	Septiembre 2005			Acumulado enero/septiembre 2005		
	Unidades	% Total	Var. interan. (%)	Unidades	% Total	Var interan. (%)
Micro	527	5,12	5,40	60.281	5,14	7,23
Pequeño	24.344	23,67	-4,06	296.106	25,26	-7,50
Medio-bajo	35.705	34,72	13,86	391.192	33,37	7,83
Medio-alto	18.264	17,76	3,40	200.359	17,09	0,65
Ejecutivo	2.593	2,52	-11,92	29.011	2,47	-6,78
Deportivo	971	0,94	-9,84	9.994	0,85	-6,41
Lujo	415	0,40	121,93	3.604	0,31	49,30
Monovolumen pequeño	12.963	12,60	1,16	156.047	13,31	14,16
Monovolumen grande	2.322	2,26	24,04	25.735	2,20	3,98

Fuente: Anfac.

*... por el contrario, las ventas en el extranjero no van tan bien...*

Si nos centramos en el sector exterior, vemos que las ventas de coches fuera de nuestro país no están funcionando tan bien como en el mercado doméstico. Entre enero y agosto de 2005, las exportaciones de coches han caído respecto al mismo periodo del año anterior un 9,0%. De hecho, los turismos están descendiendo un 12,54%.

## España – Exportaciones de automóviles por tipos, 2004-05

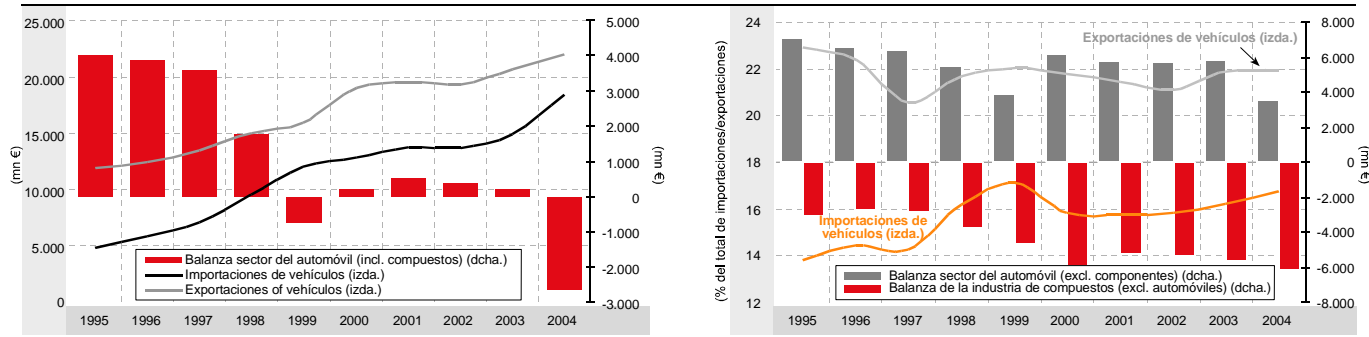
	Agosto	Var. interan. (%)	Acumulado	Var. interan. (%)
Turismos	53.165	-14,84	1.130.828	-12,54
Todoterrenos	1.987	217,41	36.983	110,53
Comerciales (ligeros)	7.593	236,87	202.719	-6,84
Furgonetas	604	-63,50	76.716	12,86
Vehículos industriales (ligeros)	548	9,60	21.676	4,03
Vehículos industriales (pesados)	362	16,03	9.022	30,00
Camiones	68	-22,73	2.595	-13,50
Autobuses	0	-	355	-31,86
<b>Total</b>	<b>64.327</b>	<b>-5,23</b>	<b>1.480.894</b>	<b>-9,00</b>

Fuente: Anfac.



Al mismo tiempo, como decíamos líneas más arriba, las importaciones están creciendo a un ritmo fuerte en 2005. Tras comparar la evolución de exportaciones e importaciones de coches (incluyendo componentes), descubrimos que las importaciones ya superaban las exportaciones en 2004. El déficit de la balanza comercial del sector rondaba los 2.630 mn €. La balanza de coches seguía siendo positiva (3.550 mn €), mientras que la industria de componentes automovilísticos incrementaba su déficit hasta llegar a 6.180 mn €. Entre enero y julio de 2005, las importaciones ya superan a las exportaciones.

### España – Importaciones frente a exportaciones en la industria automovilística, 1990-2004



Fuentes: AEAT-Aduanas y Santander Investment Bolsa.

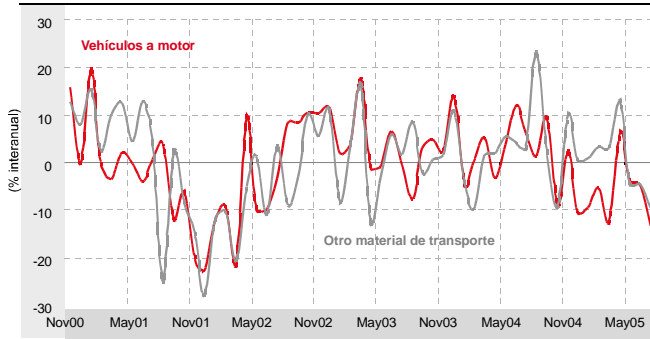
Los gráficos revelan que el peso de la industria automovilística en el total de exportaciones es muy significativo, y que el peso de la industria en el total de importaciones sube progresivamente. Las tendencias comentadas sobre las exportaciones y las importaciones son trascendentales en términos de déficit de la balanza comercial, que en estos momentos supera el 8,0% del PIB. De mantenerse la debilidad de las exportaciones y el crecimiento de las importaciones —dada la fuerte demanda interna—, el deterioro de la balanza comercial se intensificaría. De hecho, casi el 20% del aumento del déficit comercial en 2005E se debería al sector automovilístico.

Dado que casi el 80% de la producción doméstica en este sector sale al mercado exterior, si las exportaciones no se recuperaran, los efectos negativos en la industria doméstica serían también muy significativos. Veamos en qué sentido.

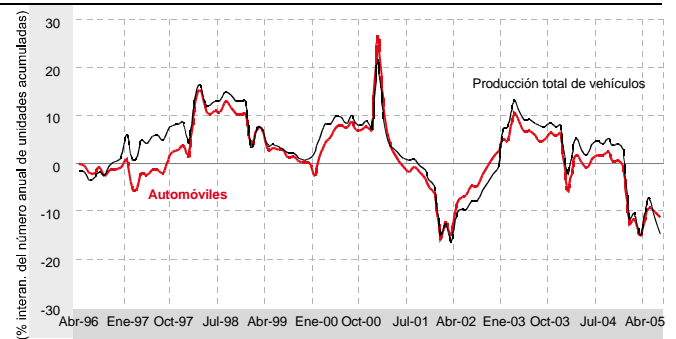
#### *Un entorno débil para las exportaciones de coches afectaría a la producción doméstica...*

Con una desaceleración de las ventas de coches en el mercado doméstico y un retroceso de las exportaciones, la producción industrial en el sector automovilístico se debilita. Tradicionalmente, agosto es un mes bastante débil debido a las vacaciones en el sector, por lo que preferimos utilizar los últimos datos disponibles, que son los de julio. En julio de 2005, la tasa de crecimiento anual de la producción industrial en el sector del motor caía un 13,2%, mientras que en el sector de los componentes el descenso fue del 9,4%. Desde el 2T05, la producción industrial de unidades de coches caía un 11,5% en términos acumulados. Los datos publicados apuntan a una tasa de crecimiento del 3T05 incluso más negativa.

## España – Índices de producción industrial, 2002-05



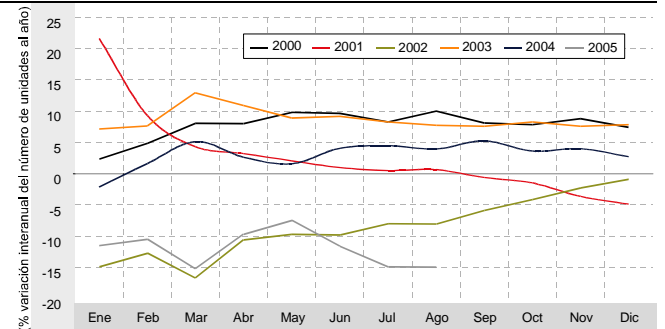
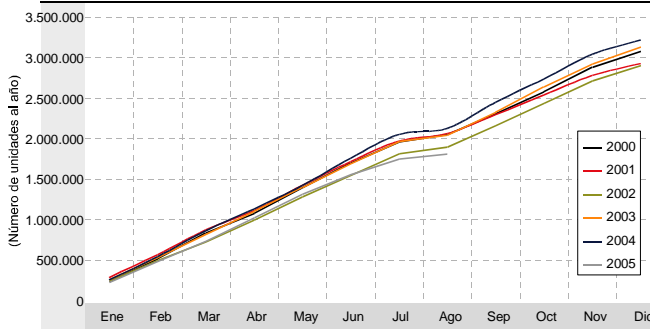
## España – Producción de unidades, variación en términos acumulados, 1996-2005



Fuentes: INE, M. de Economía y Santander Investment Bolsa.

En términos de unidades producidas, si comparamos el comportamiento del sector en 2005 con el de años anteriores, descubrimos que 2005 está siendo muy negativo. Como muestran los gráficos, los niveles de producción de unidades este año son muy inferiores a los de los años anteriores, y las tasas de crecimiento en 2005 son claramente negativas frente a 2004.

## España – Producción de unidades en términos anuales acumulados, 2000-05



Fuentes: INE y Santander Investment Bolsa.

Tras analizar la evolución de la encuesta de coyuntura industrial (actividad y empleo), las principales conclusiones a las que llegamos son: (1) desde principios de año, los nuevos pedidos han tenido un comportamiento bastante negativo, aunque con cierta recuperación en agosto; (2) la cartera de pedidos se encuentra en niveles muy bajos; (3) los inventarios de productos finales registran una tendencia a la baja, aunque la intención sería reducirlos todavía más; (4) el nivel de producción es bajo, aunque parece que se mantendrá así, según informan las propias empresas; (5) la industria responsabiliza al sector exterior de las limitaciones para la producción futura (la debilidad de la demanda externa es cada vez más preocupante); y (6) las expectativas sobre el empleo tampoco son halagüeñas. El deterioro es evidente en los últimos trimestres.

### *Las compañías tendrán que buscar soluciones*

En las últimas semanas el sector ha empezado a reflejar el empeoramiento de la industria. Seat se encuentra inmersa en negociaciones con la plantilla para reducir el número de horas trabajadas y bajar los salarios un 10%. Según la compañía, sobran 1.400 empleados en sus fábricas en España. Al mismo tiempo, GM también está negociando con el Gobierno autónomo de Aragón para mejorar la rentabilidad de sus fábricas en la región. En la misma línea, la fábrica de Renault en Valladolid está dando números negativos, con una caída del 50% de la producción en julio. PSA también registra un retroceso del 8,0% en la actividad entre enero y julio en Vigo.



---

Al final, la competencia de los países de Europa del Este está afectando claramente a las compañías nacionales: (1) los costes logísticos son menores allí, ya que el destino de los productos finales está mucho más cerca; (2) los costes laborales son entre 4 y 5 veces más caros en España que en aquellos países; (3) los incentivos fiscales son mucho mayores en aquellos países que en España; y (4) la preparación de los empleados es mayor a menores costes.

Para poder mantener nuestra posición competitiva en el sector, tendríamos que introducir mayor flexibilidad en el mercado laboral, nuevas infraestructuras, mejor tratamiento fiscal, empleados mejor cualificados y mayor inversión en I+D+ 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	0,9	1,7	1,3
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	1,0
España	2,7	2,9	3,1	3,4	3,2	2,8	2,7
Portugal	0,4	-1,2	1,0	1,0	1,9	2,6	2,4
<b>Euro-12</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>
Reino Unido	1,8	2,2	4,9	–	2,0	–	2,2
Argentina	-10,9	8,8	9,0	7,3	6,7	4,5	4,1
Brasil	1,9	0,5	4,9	3,4	3,7	3,5	3,8
México	0,9	1,6	4,4	3,2	3,9	3,8	3,5
Japón	-0,3	2,5	2,9	–	2,0	–	1,8
<b>EEUU</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>	<b>4,2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>

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

Datos financieros*	2002	2003	2004	2005E	Cons,	2006P	Cons,
<b>Tipos intervención</b>							
Zona euro	<b>2,75</b> (3,21)	<b>2,00</b> (2,25)	<b>2,00</b> (2,00)	<b>2,00</b> (2,00)	2,00	<b>2,75</b> (2,44)	2,50
EEUU	<b>1,25</b> (1,67)	<b>1,00</b> (1,10)	<b>2,25</b> (1,40)	<b>4,25</b> (3,25)	4,00	<b>4,75</b> (4,56)	4,50
<b>Tipos 3 meses</b>							
Zona euro	<b>2,86</b> (3,26)	<b>2,11</b> (2,26)	<b>2,13</b> (2,08)	<b>2,15</b> (2,12)	2,14	<b>2,80</b> (2,56)	2,45
EEUU	<b>1,29</b> (1,72)	<b>1,09</b> (1,14)	<b>2,52</b> (1,56)	<b>4,15</b> (3,52)	3,70	<b>4,45</b> (4,51)	4,25
<b>Bono 2 años</b>							
Zona euro	<b>2,72</b> (3,62)	<b>2,61</b> (2,46)	<b>2,48</b> (2,48)	<b>2,30</b> (2,28)	–	<b>3,00</b> (2,74)	–
EEUU	<b>1,60</b> (2,55)	<b>1,82</b> (1,64)	<b>3,06</b> (2,36)	<b>4,50</b> (3,89)	–	<b>4,25</b> (4,56)	–
<b>Bono 10 años</b>							
Zona euro	<b>4,20</b> (4,77)	<b>4,29</b> (4,09)	<b>3,68</b> (4,06)	<b>3,40</b> (3,36)	3,38	<b>4,25</b> (3,88)	3,75
EEUU	<b>3,82</b> (4,53)	<b>4,25</b> (3,99)	<b>4,22</b> (4,25)	<b>4,30</b> (4,20)	4,50	<b>4,40</b> (4,62)	5,20
<b>Tipo de cambio</b>							
Euro-dólar	<b>1,05</b> (0,95)	<b>1,26</b> (1,14)	<b>1,36</b> (1,24)	<b>1,23</b> (1,25)	1,24	<b>1,15</b> (1,19)	1,23

(\*) En paréntesis las cifras medias anuales.

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



# APÉNDICE 1

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

PIB y sus componentes	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas					
	2002	2003	2004	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	-
Apotac. sector Exterior	0,6	-0,7	0,1	-0,4	-0,4	-0,5	-	0,3	-1,7	-1,4	1,4	-0,5	-
<b>PIB</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>-</b>	<b>1,8</b>	<b>1,1</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>-</b>
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	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05
Producción industrial (IPI)	-0,3	0,2	2,2	1,2	-0,2	1,1	-	2,2	0,3	1,0	0,4	0,1	-
-sin construcción	-0,5	0,3	2,0	1,1	0,7	0,6	-	1,2	0,0	0,7	0,5	2,7	-
Producción manufacturera	-0,8	0,0	1,9	0,8	0,8	0,7	-	1,9	-0,2	0,6	0,0	2,7	-
Ventas al por menor	0,3	0,4	0,9	1,1	1,1	0,5	-	-0,8	2,1	0,3	-0,2	2,0	-
Nuevas matriculaciones	-2,4	-1,3	1,6	2,7	-0,8	1,1	4,3	4,1	-2,9	2,3	3,4	7,1	2,4
Utilización capacidad prod.	81,2	81,1	81,6	82,1	81,9	81,2	81,2						
Indicadores de confianza	Media anual			Media trimestral				Índice					
	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05
Clima económico	94,4	93,3	99,9	100,9	99,0	96,3	98,0	96,5	96,1	96,3	97,5	97,8	98,6
Clima empresarial	-0,56	-0,44	0,32	0,45	0,16	-0,32	-0,03	-0,30	-0,38	-0,29	-0,08	-0,08	0,07
Confianza industria	-11	-11	-5	-3	-6	-10	-8	-10	-11	-10	-8	-8	-7
Confianza construcción	-18	-20	-15	-12	-12	-12	-9	-12	-12	-13	-12	-9	-7
Confianza comercio minorista	-17	-12	-8	-8	-8	-9	-9	-8	-8	-9	-10	-9	-8
Confianza servicios	1	2	12	11	11	9	11	8	10	9	12	9	11
Confianza consumidores	-11	-18	-14	-13	-13	-14	-15	-13	-15	-15	-15	-15	-15
<b>PMI</b>	<b>48</b>	<b>50</b>	<b>49</b>	<b>52,8</b>	<b>54,4</b>	<b>53,9</b>	<b>51,4</b>	<b>49,2</b>	<b>48,7</b>	<b>49,9</b>	<b>50,8</b>	<b>50,4</b>	<b>51,7</b>
- Producción	49	52	51	53,9	56,0	55,9	52,3	50,3	50,0	51,0	52,7	51,8	53,8
- Nuevos pedidos	47	51	50	55,0	56,1	55,2	51,3	48,9	48,5	50,9	52,3	51,7	53,2
- Empleo	49	47	47	48,4	48,9	49,5	48,4	47,6	47,5	48,2	47,8	48,3	48,9
- Existencias	47	46	46	46,9	48,4	49,2	49,5	48,1	46,7	46,8	46,6	46,7	47,0
- Tiempos de entrega proveedores	53	50	50	45,0	40,4	43,1	44,6	49,2	50,0	49,5	48,8	48,9	47,6
- Precios	48	52	52	59,8	70,7	69,4	72,8	57,2	50,7	50,0	51,3	56,3	59,1
Precios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05
IPC	2,3	2,1	2,1	2,3	2,0	2,0	2,3	0,4	0,2	0,2	-0,2	0,3	0,5
Infl. subyacente	2,4	1,8	1,8	1,8	1,5	1,5	1,3	0,3	0,3	0,0	-0,4	0,3	0,3
PPI (excl. construcción)	-0,1	1,4	2,3	3,8	4,1	3,9	-	0,5	-0,2	0,5	0,5	0,4	-
Deflactor PIB	2,6	2,2	1,9	1,6	1,8	1,3	-	-	-	-	-	-	-
Deflactor de la demanda interna	2,2	1,9	2,1	2,1	2,2	1,6	-	-	-	-	-	-	-
Costes y salarios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05
Coste laboral unitario	2,2	2,1	0,9	1,1	1,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Remuneración asalariado	2,6	2,4	2,1	1,8	2,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Productividad	0,4	0,4	1,2	0,7	0,6	0,4	-	-	-	-	-	-	-
Mercado de trabajo	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05
Tasa de desempleo	8,3	8,7	8,9	8,8	8,8	8,7	-	8,8	8,7	8,6	8,5	8,6	-
Sec. monetario y financiero	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05
M3	6,6	6,4	6,3	6,3	6,5	7,9	-	0,7	0,7	1,1	1,0	0,7	-
M3 Media móvil 3m	7,1	7,0	6,5	6,5	6,6	7,6	-	6,9	7,2	7,6	7,9	-	-
Préstamos al sector privado	4,0	4,7	6,4	6,4	6,9	8,1	-	0,7	0,8	1,7	0,7	0,1	-
Datos financ. (tasas inter.)	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05
Tipo efectivo €	3,0	11,4	4,0	3,7	0,8	1,2	-0,9	3,3	1,5	-1,2	-1,2	-0,4	-1,2
Tipo efectivo real € (CPI)	4,1	12,6	4,1	3,3	1,0	1,5	-0,7	3,4	1,7	-0,7	-1,0	-0,3	-1,0
Tipo efectivo real € (PPI)	3,9	11,2	3,1	2,5	0,7	0,7	-1,5	2,6	0,8	-1,4	-1,8	-1,1	-1,7
Tipo efectivo real € (ULC)	3,1	12,5	5,6	4,8	-0,5	-0,5	-	-	-	-	-	-	-
Sector exterior	2002	2003	2004	4T04	1T05	2T05	3T05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05
Saldo cta. corriente (% PIB)	0,9	0,3	0,6	0,8	0,0	-0,7	-	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
€ Mds	65	20	47	44	38	23	6	23	20	14	6	-	-
Cuentas públicas (% PIB)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Total recursos	47,1	47,7	46,9	46,4	47,2	47,5	46,9	47,4	47,1	46,3	45,7	45,7	45,2
Total empleos	52	53,1	52,0	51,4	51,4	50,1	49,2	48,7	48,1	48,2	48,2	48,7	48,0
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 Investment Bolsa.

# APÉNDICE 2

## ESTADOS UNIDOS: Indicadores, 2003-2T05

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	-	4,3	3,5	3,4	-
Gasto e inv. públicos	2,8	2,2	2,1	1,7	1,8	-	0,9	1,9	2,5	-
Inversión privada	3,9	11,9	10,4	10,1	4,0	-	6,8	8,6	-3,7	-
- Equipo	3,2	11,9	13,8	12,8	11,8	-	12,4	8,3	11,0	-
- Construcción	4,0	7,7	5,4	6,3	4,7	-	2,5	5,9	8,3	-
Demanda interna	3,1	4,8	4,5	4,2	3,5	-	4,1	4,0	2,0	-
Exportaciones	1,8	8,4	6,1	6,7	7,7	-	7,1	7,5	10,7	-
Importaciones	4,6	10,7	10,6	9,4	5,7	-	11,3	7,4	-0,2	-
<b>PIB</b>	<b>2,7</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>-</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>	<b>-</b>
PIB nominal (M.M. \$)	10971	11734								
	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
<b>Actividad general</b>	<b>4T04</b>	<b>1T05</b>	<b>2T05</b>	<b>3T05</b>	<b>abr-05</b>	<b>may-05</b>	<b>jun-05</b>	<b>jul-05</b>	<b>ago-05</b>	<b>sep-05</b>
Indicador adelantado	5,6	3,7	2,2	1,7	2,3	1,9	2,6	2,1	1,9	1,2
Indicador coincidente	3,2	2,9	2,7	2,5	2,7	2,6	2,9	2,7	2,5	2,4
Ratio existencias/Ventas	1,19	1,18	1,20	1,20	1,20	1,19	1,19	1,20	1,18	-
<b>Producción industrial</b>	<b>4,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>2,0</b>
Utilización capacidad (1)	78,5	79,3	79,1	79,7	79,1	79,2	79,8	79,7	79,8	78,6
Índice ISM	-4,8	-10,8	-14,8	-5,9	-14,5	-17,9	-12,1	-8,1	-10,1	0,5
Índice ISM (1)	57,5	57,3	53,3	56,6	53,3	51,4	53,8	56,6	53,6	59,4
	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
<b>Consumo privado</b>	<b>4T04</b>	<b>1T05</b>	<b>2T05</b>	<b>3T05</b>	<b>abr-05</b>	<b>may-05</b>	<b>jun-05</b>	<b>jul-05</b>	<b>ago-05</b>	<b>sep-05</b>
Ganancia real por hora	-0,8	-0,4	-0,4	-1,3	-1,0	-0,2	0,1	-0,4	-1,2	-2,4
Ventas al por menor	8,3	7,3	8,4	8,3	9,1	6,3	9,8	10,3	8,1	6,5
-sin autos	8,9	7,9	8,4	9,1	9,0	7,6	8,7	8,4	9,4	9,6
Gastos de consumo	3,8	3,5	3,9	-	4,1	3,1	4,6	4,6	3,5	-
Confianza consumidores (1)	92,9	102,7	97,5	103,6	97,5	103,1	106,2	103,6	105,5	86,6
Expectativas consumidor (1)	92,2	100,7	86,7	93,2	86,7	93,4	96,4	93,2	93,3	71,7
Tasa de ahorro familiar (1)	1,1	4,4	0,2	-1,1	0,2	0,3	-0,3	-1,1	-0,7	-
Crédito al consumo	4,5	4,1	4,3	-	4,1	3,9	4,3	4,2	4,0	-
	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
<b>Inversión en equipo</b>	<b>4T04</b>	<b>1T05</b>	<b>2T05</b>	<b>3T05</b>	<b>abr-05</b>	<b>may-05</b>	<b>jun-05</b>	<b>jul-05</b>	<b>ago-05</b>	<b>sep-05</b>
Nuevos pedidos	8,9	8,5	8,6	-	6,1	9,9	9,8	5,7	7,5	-
-ex autos	10,7	11,3	8,2	-	8,0	7,4	9,1	7,1	7,4	-
Pedidos b. capital sin def. y aviones	12,7	14,7	10,7	-	9,6	13,5	9,2	7,1	7,8	-
ISM: Producción	-12,3	-14,4	-14,3	-4,0	-14,7	-15,7	-12,3	-6,7	-7,6	2,4
ISM: Nuevos pedidos	-10,6	-15,9	-15,1	-2,7	-18,4	-19,1	-7,4	-5,0	-9,3	6,5
Benef. después de impuestos	<b>2T03</b>	<b>3T03</b>	<b>4T03</b>	<b>1T04</b>	<b>2T04</b>	<b>3T04</b>	<b>4T04</b>	<b>1T05</b>	<b>2T05</b>	<b>3T05</b>
	21,3	21,1	21,0	17,2	17,7	6,4	7,1	31,5	31,6	-
	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
<b>Construcción</b>	<b>4T04</b>	<b>1T05</b>	<b>2T05</b>	<b>3T05</b>	<b>abr-05</b>	<b>may-05</b>	<b>jun-05</b>	<b>jul-05</b>	<b>ago-05</b>	<b>sep-05</b>
Viviendas iniciadas	-3,1	8,0	6,3	4,8	3,0	3,4	13,0	3,8	0,6	10,3
Ventas nuevas viviendas	10,8	5,1	7,1	-	9,2	4,0	8,2	24,4	6,2	-
Gastos de construcción	10,2	12,4	8,4	-	9,0	8,6	7,7	6,4	6,1	-
Permisos de construcción	5,9	4,0	2,1	4,6	3,8	-3,2	5,9	2,7	3,9	7,4
<b>Empleo y salarios</b>	<b>4T04</b>	<b>1T05</b>	<b>2T05</b>	<b>3T05</b>	<b>abr-05</b>	<b>may-05</b>	<b>jun-05</b>	<b>jul-05</b>	<b>ago-05</b>	<b>sep-05</b>
Población activa	0,8	1,0	1,3	1,5	1,3	1,4	1,2	1,2	1,5	1,7
Empleo total	1,3	1,4	1,8	1,9	1,8	1,9	1,8	1,8	2,0	2,1
Tasa de paro (% pob. activa) (1)	5,5	5,4	5,2	5,0	5,2	5,1	5,0	5,0	4,9	5,1
Duración media paro (sem.) (1)	19,7	19,3	19,6	17,6	19,6	18,8	17,1	17,6	18,9	18,3
Jornada media laboral (horas) (1)	33,8	33,7	33,8	33,7	33,8	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7
Ganancia media por hora	2,5	2,6	2,7	2,7	2,7	2,6	2,8	2,8	2,6	2,6
Coste del empleo total	<b>2T03</b>	<b>3T03</b>	<b>4T03</b>	<b>1T04</b>	<b>2T04</b>	<b>3T04</b>	<b>4T04</b>	<b>1T05</b>	<b>2T05</b>	<b>3T05</b>
	3,8	4,0	4,0	3,9	4,0	3,9	3,9	3,4	3,1	-
	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
<b>Precios</b>	<b>4T04</b>	<b>1T05</b>	<b>2T05</b>	<b>3T05</b>	<b>abr-05</b>	<b>may-05</b>	<b>jun-05</b>	<b>jul-05</b>	<b>ago-05</b>	<b>sep-05</b>
Inflación	3,3	3,0	3,0	3,8	3,5	2,8	2,5	3,2	3,6	4,7
Inflación subyacente	2,1	2,3	2,2	2,1	2,2	2,2	2,0	2,1	2,1	2,0
Precios producción	4,6	4,6	4,0	5,5	4,8	3,6	3,6	4,7	5,1	6,9
P. producc sin energía y alim.	2,0	2,6	2,5	2,6	2,6	2,8	2,2	2,8	2,4	2,6
Precios importación	8,5	6,5	7,2	8,7	8,4	5,9	7,4	8,2	7,9	9,9
Precios exportación	4,2	3,6	2,9	3,3	3,1	2,5	3,2	2,8	3,2	3,8
<b>Sector exterior</b>	<b>4T04</b>	<b>1T05</b>	<b>2T05</b>	<b>3T05</b>	<b>abr-05</b>	<b>may-05</b>	<b>jun-05</b>	<b>jul-05</b>	<b>ago-05</b>	<b>sep-05</b>
Saldo B. bienes y servicios (4)	-587,0	-630,0	-661,0	-680,0	-661	-668	-673	-680	-685	-
Saldo B. bienes y servicios (4) % PIB	-4,9	-5,2	-5,3	-	-	-	-	-	-	-
Saldo Balanza comercial (4)	-674,7	-720,8	-754,7	-776,9	-755	-763	-769	-777	-784	-
Saldo Balanza comercial (4) % PIB	-5,6	-5,9	-6,1	-	-	-	-	-	-	-
Tipo cambio efectivo nominal	-6,3	-4,4	-4,6	-1,5	-5,3	-6,0	-2,5	-0,1	-2,2	-2,2
<b>Política económica</b>	<b>4T04</b>	<b>1T05</b>	<b>2T05</b>	<b>3T05</b>	<b>abr-05</b>	<b>may-05</b>	<b>jun-05</b>	<b>jul-05</b>	<b>ago-05</b>	<b>sep-05</b>
Oferta monetaria (M2)	5,2	5,3	3,8	3,9	4,3	3,3	3,7	3,8	3,9	3,9
Tipo fondos federales (1)	1,76	2,16	2,79	3,26	2,79	3,00	3,04	3,26	3,50	3,62
Ingresos federales (3)	487	452	665	550	278	153	235	142	155	253
Gastos federales (3)	605	628	620	619	220	188	212	195	207	217
Déficit público federal (3)	-118	-177	45	-69	58	-35	23	-53	-52	36

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

## Delegaciones internacionales

**Madrid**

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

**Lisboa**

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

**Londres**

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

**Nueva York**

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

**Bogotá**

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

**Buenos Aires**

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

**Caracas**

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

**Lima**

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

**México**

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

**Santiago**

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

**São Paulo**

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

**Tokio**

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

**Clave de recomendaciones****Comprar**

Potencial alcista superior al 15%.

**Mantener**

Potencial alcista del 10%-15%.

**Infraponderar**

Potencial alcista inferior al 10%.

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

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

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

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

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

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



# ***THE IBERIAN QUANT OBSERVER***

---

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

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

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

## **CONTENIDO:**

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

# I. ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

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

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

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

Datos financieros*	2002	2003	2004	2005E	Cons,	2006P	Cons,
<b>Tipos intervención</b>							
Zona euro	<b>2,75</b> (3,21)	<b>2,00</b> (2,25)	<b>2,00</b> (2,00)	<b>2,00</b> (2,00)	2,00	<b>2,75</b> (2,44)	2,50
EEUU	<b>1,25</b> (1,67)	<b>1,00</b> (1,10)	<b>2,25</b> (1,40)	<b>4,25</b> (3,25)	4,00	<b>4,75</b> (4,56)	4,50
<b>Tipos 3 meses</b>							
Zona euro	<b>2,86</b> (3,26)	<b>2,11</b> (2,26)	<b>2,13</b> (2,08)	<b>2,15</b> (2,12)	2,14	<b>2,80</b> (2,56)	2,45
EEUU	<b>1,29</b> (1,72)	<b>1,09</b> (1,14)	<b>2,52</b> (1,56)	<b>4,15</b> (3,52)	3,70	<b>4,45</b> (4,51)	4,25
<b>Bono 2 años</b>							
Zona euro	<b>2,72</b> (3,62)	<b>2,61</b> (2,46)	<b>2,48</b> (2,48)	<b>2,30</b> (2,28)	–	<b>3,00</b> (2,74)	–
EEUU	<b>1,60</b> (2,55)	<b>1,82</b> (1,64)	<b>3,06</b> (2,36)	<b>4,50</b> (3,89)	–	<b>4,25</b> (4,56)	–
<b>Bono 10 años</b>							
Zona euro	<b>4,20</b> (4,77)	<b>4,29</b> (4,09)	<b>3,68</b> (4,06)	<b>3,40</b> (3,36)	3,38	<b>4,25</b> (3,88)	3,75
EEUU	<b>3,82</b> (4,53)	<b>4,25</b> (3,99)	<b>4,22</b> (4,25)	<b>4,30</b> (4,20)	4,50	<b>4,40</b> (4,62)	5,20
<b>Tipo de cambio</b>							
Euro-dólar	<b>1,05</b> (0,95)	<b>1,26</b> (1,14)	<b>1,36</b> (1,24)	<b>1,23</b> (1,25)	1,24	<b>1,15</b> (1,19)	1,23

(\*) En paréntesis las cifras medias anuales.

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



## II. MONITOR POR PAÍS Y SECTOR

### Múltiplos de valoración

	Cap. bur. (mn €)	PER (x)			TACC	EV/EBITDA (x)			TACC (%)	P/FC (x)			TACC (%)	RpD (%)		P/VC (x)	
		05E	06P	07P	(%)	05E	06P	07P	EBITDA	05E	06P	07P	FCpA	06P	07P	06P	07P
		BpA	BpA	BpA	BpA	BpA	BpA	BpA	BpA	BpA	BpA	BpA	BpA	BpA	BpA	BpA	BpA
Francia (CAC 40)	830.843	14,4	12,8	11,8	10,1	6,2	5,6	5,0	11,1	7,5	6,8	6,2	8,7	3,1	3,5	2,2	2,0
Alemania (DAX 30)	516.046	12,9	12,7	10,8	14,1	3,8	3,4	3,1	9,7	5,2	4,9	3,8	0,6	3,4	3,8	1,5	1,4
Italia (MIB 30)	469.597	16,3	14,3	13,2	11,3	4,0	3,8	3,6	7,7	6,0	5,9	4,3	0,7	4,1	4,4	2,3	2,1
Portugal (PSI 20)	50.744	14,7	13,2	12,1	10,2	8,8	8,3	7,8	6,8	6,4	5,8	5,5	6,0	4,0	4,2	2,1	2,0
España (IBEX35)	474.267	16,0	15,3	13,3	10,8	6,7	6,0	4,6	3,1	7,5	6,8	4,8	-9,5	3,5	4,0	3,2	2,8
DJ Stoxx 600	7.186.583	15,4	13,8	12,5	10,3	6,7	6,0	5,5	12,2	8,7	7,9	6,6	8,1	3,3	3,7	3,1	3,1
DJ Stoxx 50	2.973.404	14,2	12,9	11,9	11,3	5,0	4,7	3,9	12,8	6,4	6,0	4,5	4,6	3,6	3,9	2,8	2,5
DJ Euro Stoxx 50	1.318.035	12,5	11,7	11,0	10,7	4,5	4,2	3,8	8,0	5,8	5,5	4,1	4,4	3,9	4,2	2,1	1,9
P. Ibérica Bienes de capital	28.999	9,4	11,0	21,7	-24,0	4,4	4,9	11,3	-24,4	6,1	6,3	13,4	-23,8	3,2	2,1	1,5	3,9
P. Ibérica Construcción	28.770	17,4	15,5	13,7	14,4	9,2	8,3	7,5	11,2	10,5	9,6	8,8	25,3	1,9	2,2	2,6	2,3
P. Ibérica B. de consumo	34.605	20,6	18,1	24,3	-1,8	9,5	8,4	11,6	-3,4	12,4	11,2	14,8	-2,6	3,1	2,8	4,0	4,7
P. Ibérica Serv. consumidor	57.973	15,3	18,0	18,5	0,1	10,4	11,0	11,9	3,3	9,8	9,6	11,0	2,8	1,8	1,8	2,8	2,8
P. Ibérica Financieras	171.402	13,5	12,4	10,8	18,6	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	3,7	4,3	2,2	2,0
P. Ibérica Petróleo y gas	53.993	12,9	11,5	16,9	4,6	6,7	6,5	8,2	-2,8	8,1	7,1	9,2	-3,6	2,5	2,0	2,2	2,6
P. Ibérica TMTs	130.276	35,4	27,0	NA	-21,5	12,5	11,0	54,0	-35,1	15,4	15,1	72,1	-31,9	1,6	0,6	7,6	25,1
P. Ibérica Utilities	61.804	15,7	15,7	24,2	-10,6	7,4	8,0	10,9	-8,9	7,8	8,7	12,5	-17,5	3,6	2,3	4,2	3,9
Total P. Ibérica	567.822	16,4	15,4	18,3	3,8	11,6	11,5	17,5	-8,8	14,5	14,2	22,1	-9,8	2,7	2,4	2,9	3,2

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

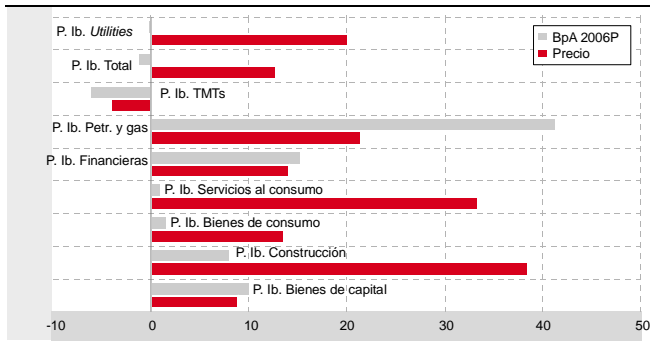
Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

### Comportamiento de los mercados (%)

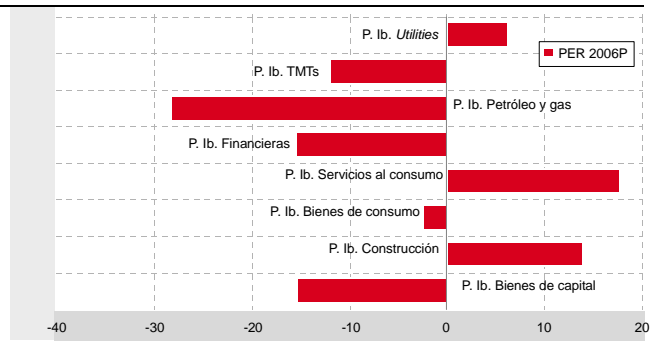
Índice	Cierre	Últimos 12M		En el						En el	Desde 12M	
	21-Oct	Máx.	Mín.	-1S	-1M	-3M	-6M	-12M	Trim.	Año	Máx.	Mín.
Francia (CAC 40)	4.482	4.651	3.599	-1,0	-0,6	2,5	11,2	22,1	-2,6	17,3	-3,6	24,5
Alemania (DAX 30)	4.976	5.138	3.839	-0,6	-0,2	5,6	15,4	26,9	-1,4	16,9	-3,2	29,6
Italia (MIB 30)	33.251	35.210	28.292	-1,4	-4,0	0,2	3,9	16,7	-5,0	6,5	-5,6	17,5
Portugal (PSI 20)	8.038	8.174	7.345	-0,7	1,6	8,0	3,0	8,4	-0,6	5,8	-1,7	9,4
España (IBEX35)	10.629	10.919	8.200	-1,0	0,9	6,9	16,1	28,7	-1,7	17,1	-2,7	29,6
DJ Stoxx 600	289	301	236	-1,1	-1,7	2,7	10,3	20,6	-2,9	15,1	-3,9	22,5
DJ Stoxx 50	3.178	3.297	2.635	-0,9	-1,1	2,1	11,2	18,1	-2,6	14,5	-3,6	20,6
DJ Euro Stoxx 50	3.350	3.464	2.728	-0,7	-0,5	2,2	11,1	20,8	-2,3	13,5	-3,3	22,8
P. Ibérica Bienes de capital	ND	ND	ND	-3,7	-5,2	-1,4	9,7	20,8	-7,0	8,9	-11,9	24,9
P. Ibérica Construcción	ND	ND	ND	-5,6	-9,8	-1,3	26,0	57,5	-9,9	38,5	-14,5	62,4
P. Ibérica B. de consumo	ND	ND	ND	-2,0	-1,6	3,2	4,7	26,7	-3,0	13,6	-6,4	29,4
P. Ibérica Serv. consumidor	ND	ND	ND	-4,5	-6,4	5,2	24,7	ND	-7,5	33,4	-12,0	49,1
P. Ibérica Financieras	ND	ND	ND	-1,3	2,8	5,2	15,0	23,1	-1,8	14,1	-4,2	25,7
P. Ibérica Petróleo y gas	ND	ND	ND	-3,4	-7,3	2,4	21,0	31,6	-9,2	21,5	-13,6	36,5
P. Ibérica TMTs	ND	ND	ND	-2,4	-2,3	-0,3	-0,8	1,6	-2,3	-4,0	-11,7	8,1
P. Ibérica Utilities	ND	ND	ND	-1,6	-0,2	8,5	16,1	29,4	-4,3	20,1	-6,7	33,6
Total P. Ibérica	ND	ND	ND	-2,5	-2,1	3,1	12,0	ND	-4,3	12,9	-9,1	26,4

Fuente: Bloomberg.

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

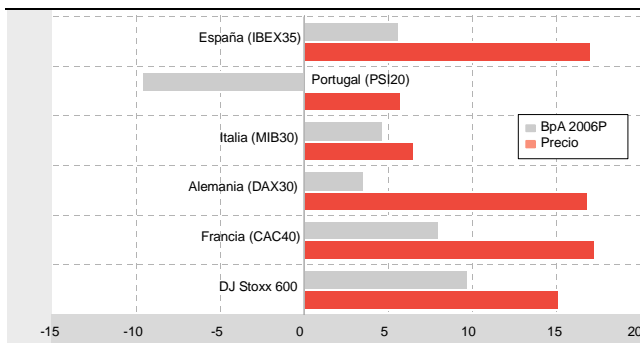


**DJ Stoxx 600 – Variación relativa en el PER 2006P por sectores (%)**

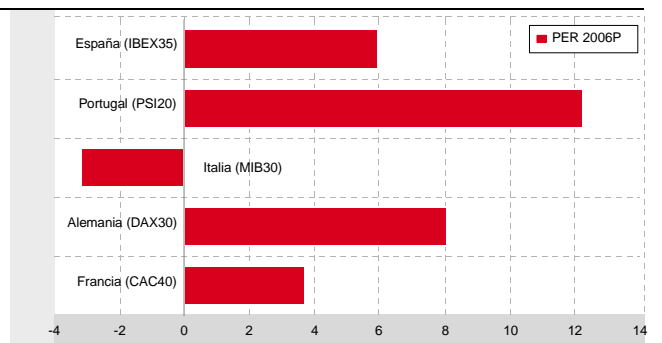


Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

**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	Pais	Moneda	Precio 20/10/05	Cap. burs. (mn €)	Recomen. SI Bolsa	Precio objet.	Potencial alcista (%)	Ponderación (%) IBEX 35	PSI 20	Comport. burs. (%) -1S Trim. Año	OSE	PER (x) 06P	TACC BpA 04-07P (%)	EVEBITDA (x) 05E 06P	EBITDA 04-07P (%)	P/FC (x) 05E 06P	TACC FCPA 04-07P (%)	RpD (%) 06P	PVC (x) 06P	Compañía	
Acerinox	ESP	EUR	109	2.939	Infrapond.	122	-11,5	0,7		-2,8	10,3	10,5	3,2	5,7	3,8	6,6	-0,4	3,2	1,3	Acerinox	
ACS	ESP	EUR	65,0	1.808	Compar.	80,0	23,2	1,8		-3,1	12,3	10,0	15,2	5,7	10,1	7,8	10,9	3,6	1,7	ACS	
Cementos Portland	ESP	EUR	4,5	3.004	Infrapond.	3,9	-15,6		3,3	-2,6	18,8	16,1	8,9	9,2	4,7	8,4	1,4	2,7	3,7	1,5	Cementos Portland
Empor	POR	EUR	24,9	633	Compar.	28,0	12,6	0,6		-0,5	10,4	10,9	7,0	4,6	12,6	5,3	6,8	2,7	2,9	3,0	Empor
Gamexa	ESP	EUR	11,5	2.798	Infrapond.	12,5	8,7			-3,4	13,1	12,3	6,1	9,3	12,6	7,1	6,6	9,8	2,6	3,0	Gamexa
Tubacex	ESP	EUR	3,4	452	Infrapond.	4,0	18,8			-12,1	79,9	17,2	13,9	17,6	8,8	10,1	10,4	1,4	2,1	1,9	Tubacex
Telefonica	ESP	EUR	20,8	4.955	Compar.	20,7	-0,7	3,1		-10,5	31,3	31,6	3,3	20,6	9,5	29,0	5,3	3,4	3,1	2,7	Telefonica
Zardoya Ois	ESP	EUR	20,8	28.999	Infrapond.	20,7	-0,7			-7,0	9,4	11,0	-24,0	4,4	20,6	6,3	5,3	3,4	1,5	3,9	Zardoya Ois
<b>Bienes de Capital</b>																					<b>Bienes de Capital</b>
Acciona	ESP	EUR	88,8	5.643	Compar.	105,0	18,2	1,1		-7,7	19,6	16,6	19,0	9,2	15,6	10,4	22,0	3,0	1,9	1,8	Acciona
ACS	ESP	EUR	22,9	8.084	Infrapond.	20,0	-13,5	2,0		-5,3	14,3	12,5	17,1	5,9	9,2	10,4	18,4	2,0	2,2	2,3	ACS
ACS Ferrovial	ESP	EUR	58,0	8.135	Mantener	71,2	22,8	1,8		-6,1	24,6	21,8	14,1	13,4	13,6	13,1	30,6	1,8	3,5	3,7	ACS Ferrovial
OHL	ESP	EUR	11,3	1.012	Compar.	14,2	25,7	5,7	0,0	-9,5	17,4	15,5	22,4	6,6	11,2	5,9	4,1	1,6	1,8	2,4	OHL
<b>Construcción</b>																					<b>Construcción</b>
Altadis	ESP	EUR	35,0	9.423	Infrapond.	39,7	-12,3	2,4		-3,8	17,4	15,4	ND	ND	ND	11,2	10,2	3,2	ND	6,3	Altadis
Banque Paribas	ESP	EUR	13,6	2.093	Compar.	16,9	23,9			-5,3	14,7	12,1	4,1	8,5	4,7	6,8	7,5	4,4	2,8	3,0	Banque Paribas
Ebro Puleva	ESP	EUR	15,6	865	Infrapond.	14,1	-9,3			-1,8	29,6	41,6	-5,5	26,2	24,7	24,1	23,5	1,5	5,9	5,6	Ebro Puleva
Faes	ESP	EUR	24,2	15.085	Compar.	31,0	28,1	2,3		-1,2	11,5	21,2	18,3	10,4	8,8	7,6	13,3	4,0	5,2	4,5	Faes
Inditex	POR	EUR	12,0	1.507	Compar.	12,4	3,6		1,7	-0,3	23,4	14,3	14,0	6,8	6,7	6,3	4,4	7,3	2,8	3,1	Inditex
Jerónimo Martins	ESP	EUR	10,1	1.388	Infrapond.	17,0	-30,7			-4,3	32,7	29,4	22,1	14,2	20,5	16,1	14,2	1,0	2,5	2,3	Jerónimo Martins
Sos Cuelata	ESP	EUR	5,3	1.446	Infrapond.	5,0	-15,1	4,6	1,7	-0,8	14,4	NS	NS	NS	NS	NS	NS	0,0	4,0	4,0	Sos Cuelata
Visión	ESP	EUR	5,3	1.246	Infrapond.	5,0	-15,1	4,6	1,7	-0,8	14,4	NS	NS	NS	NS	NS	NS	0,0	4,0	4,0	Visión
Zalika	ESP	EUR	5,3	1.246	Infrapond.	5,0	-15,1	4,6	1,7	-0,8	14,4	NS	NS	NS	NS	NS	NS	0,0	4,0	4,0	Zalika
<b>Bienes de Consumo</b>																					<b>Bienes de Consumo</b>
NH Hoteles	ESP	EUR	12,1	1.448	Compar.	14,3	17,7			-3,7	33,7	19,0	30,2	12,6	10,1	9,1	8,9	2,1	1,9	2,8	NH Hoteles
Sol Melia	ESP	EUR	10,5	1.933	Compar.	13,3	26,7			-6,5	18,3	14,3	64,8	9,6	7,9	6,6	14,8	2,6	3,2	2,1	Sol Melia
Pizzeria	ESP	EUR	2,1	2.009	Infrapond.	2,0	-6,1	0,5		-3,6	13,1	29,6	-10,9	4,3	15,7	11,2	-1,0	3,0	1,7	1,6	Pizzeria
Logista	ESP	EUR	42,8	1.955	Compar.	47,0	9,9			-0,5	20,2	17,3	10,9	9,1	8,0	7,2	17,0	2,9	3,1	3,0	Logista
Aberatis	ESP	EUR	22,4	12.953	Infrapond.	17,5	-21,9	3,1	7,9	-7,7	4,3	ND	ND	12,5	11,9	11,4	6,2	2,8	2,9	3,6	Aberatis
Brisa	POR	EUR	6,6	3.992	Infrapond.	6,0	-9,3	0,7		-1,8	19,7	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	Brisa
Cintra	ESP	EUR	9,7	4.754	Compar.	10,0	3,3			-4,7	15,3	18,8	ND	11,3	10,4	9,7	17,2	ND	ND	ND	Cintra
Im. Unipol	ESP	EUR	15,8	2.009	Infrapond.	16,7	-6,0			-5,3	12,5	10,8	25,0	11,3	10,4	9,7	14,3	2,6	2,3	2,0	Im. Unipol
Im. Urbis	ESP	EUR	15,8	2.009	Infrapond.	16,7	-6,0			-5,3	12,5	10,8	25,0	11,3	10,4	9,7	14,3	2,6	2,3	2,0	Im. Urbis
Metrovacesa	ESP	EUR	57,4	5.843	Infrapond.	55,0	-4,2	1,5		-0,3	92,3	16,7	14,4	20,3	20,3	15,3	37,3	11,8	10,7	10,9	Metrovacesa
Sacyr Vallehermoso	ESP	EUR	21,1	5.800	Mantener	24,5	15,9	1,2		-7,2	9,5	18,9	1,8	15,4	13,9	12,7	14,5	10,1	9,2	2,6	Sacyr Vallehermoso
Abergoa	ESP	EUR	13,0	1.172	Compar.	16,0	23,6			-1,5	78,1	19,3	13,0	8,3	6,9	6,7	4,1	1,1	1,1	1,1	Abergoa
Agua Barcelona	ESP	EUR	19,1	2.797	Mantener	20,5	7,4			-4,6	15,4	14,1	12,9	2,8	7,8	7,2	17,1	1,7	2,0	1,7	Agua Barcelona
Agua de Valencia	ESP	EUR	19,1	2.797	Mantener	20,5	7,4			-4,6	15,4	14,1	12,9	2,8	7,8	7,2	17,1	1,7	2,0	1,7	Agua de Valencia
Sonae SGPS	POR	EUR	19,1	2.720	Compar.	21,6	16,2	6,9	13,9	-2,2	12,9	15,6	-12,3	6,4	6,7	6,3	3,0	4,7	1,4	1,4	Sonae SGPS
<b>Serv. de Consumo</b>																					<b>Serv. de Consumo</b>
B. Guipuzcoano	ESP	EUR	18,2	1.249	Infrapond.	14,0	-23,0			-2,9	24,5	21,2	10,1	10,4	11,0	11,9	2,8	1,8	2,8	2,8	B. Guipuzcoano
B. Pastor	ESP	EUR	36,7	2.400	Compar.	40,0	9,0	3,1		-3,4	17,8	13,5	11,8	ND	ND	ND	ND	2,0	3,1	2,9	B. Pastor
B. Sabadell	ESP	EUR	21,1	6.454	Infrapond.	22,5	6,7	1,6		-2,5	14,3	12,3	20,3	ND	ND	ND	ND	4,9	2,0	1,8	B. Sabadell
B. Valencia	ESP	EUR	25,5	2.574	Infrapond.	15,0	-41,2			-0,4	1,4	20,7	11,1	ND	ND	ND	ND	4,9	2,0	1,8	B. Valencia
Banesto	ESP	EUR	11,8	8.200	Infrapond.	NR	NR			-0,7	0,4	12,4	NR	ND	ND	ND	ND	0,9	NR	NR	Banesto
Bankinter	ESP	EUR	44,3	3.464	Infrapond.	43,0	-3,0	0,9		2,6	13,1	17,6	13,4	ND	ND	ND	ND	NR	NR	NR	Bankinter
BBVA	ESP	EUR	14,2	4.798	Compar.	16,0	13,1	12,1		-3,3	12,6	15,6	18,1	ND	ND	ND	ND	4,8	3,3	2,8	BBVA
BES	ESP	EUR	13,1	3.942	Infrapond.	13,3	-0,9			-1,0	12,7	ND	ND	ND	ND	ND	ND	3,5	2,2	2,0	BES
BES	POR	EUR	13,1	3.942	Infrapond.	13,3	-0,9			-1,0	12,7	ND	ND	ND	ND	ND	ND	3,5	2,2	2,0	BES
BPI	ESP	EUR	3,6	2.759	Mantener	3,5	-5,0	16,9	7,6	-1,9	1,9	12,9	12,9	ND	ND	ND	ND	NR	NR	NR	BPI
Grupo Santander	ESP	EUR	10,7	67.171	Infrapond.	NR	NR			-0,8	31,1	ND	ND	ND	ND	ND	ND	NR	NR	NR	Grupo Santander
CF Alba	ESP	EUR	35,7	2.386	Infrapond.	35,5	-0,8	0,7		-1,7	10,6	12,0	17,0	ND	ND	ND	ND	2,5	2,8	1,7	CF Alba
Corp. Mapfre	ESP	EUR	14,2	3.390	Infrapond.	14,0	-1,3	35,1	36,4	-1,3	13,5	12,4	10,8	ND	ND	ND	ND	3,7	2,0	1,6	Corp. Mapfre
<b>Financieras</b>																					<b>Financieras</b>
Enagás	ESP	EUR	3,383	3.383	Compar.	16,9	19,3	0,8		-2,1	18,8	16,9	13,2	10,0	9,3	8,5	15,0	3,4	2,7	2,5	Enagás
Gas Natural	ESP	EUR	22,8	10.187	Infrapond.	26,7	19,3	1,5		-4,3	14,5	8,4	ND	ND	ND	ND	ND	3,7	ND	ND	Gas Natural
Cepsa	POR	EUR	41,3	11.062	Infrapond.	NR	NR	7,4		-8,0	38,2	ND	ND	ND	ND	ND	ND	0,0	ND	ND	Cepsa
Repsol YPF	ESP	EUR	24,1	29.362	Infrapond.	26,7	11,0	9,8	0,0	-8,8	25,9	9,0	4,9	5,1	5,1	5,3	2,1	5,7	3,4	1,7	Repsol YPF
<b>Petroleo y Gas</b>																					<b>Petroleo y Gas</b>
Telefonica	ESP	EUR	13,7	67.469	Compar.	15,3	11,6	16,9	18,7	0,7	18,2	13,8	ND	ND	ND	ND	ND	4,4	ND	ND	Telefonica
Telefonica Moviles	POR	EUR	8,6	37.329	Mantener	10,2	18,3	0,9	17,4	-6,6	17,4	13,0	ND	ND	ND	ND	ND	2,2	ND	ND	Telefonica Moviles
Portugal Telecom	ESP	EUR	7,5	8.784	Compar.	8,6	14,7			-2,6	14,4	9,8	ND	ND	ND	ND	ND	4,6	4,1	4,4	Portugal Telecom
Jazztel	ESP	EUR	0,9	2.903	Compar.	0,8	-19,4														

## IV. MONITOR DE LA TENDENCIA

Comportamiento bursátil 1M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
PT Multimédia	10,3	OHL	-9,6
Barón de Ley	8,8	Tubacex	-10,1
Bankinter	6,8	Antena 3	-10,6
Grupo Santander	5,1	Zardoya Otis	-10,9
Logista	3,1	ACS	-10,9
Sogecable	3,0	Inm. Urbis	-11,5
Corp. Mapfre	3,0	Uralita	-12,6
BBVA	2,4	Ferrovial	-13,1
Unión Fenosa	1,9	Telecinco	-13,2
B. Valencia	1,6	Gamesa	-14,7

Comportamiento desde máximo 12M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Bankinter	0,0	Zeltia	-18,0
Grupo Santander	-2,3	Inm. Urbis	-18,0
Inditex	-3,2	Gamesa	-18,2
BES	-3,4	Ferrovial	-18,8
Cortefiel	-3,8	Uralita	-19,1
Cimpor	-4,1	Antena 3	-19,3
EDP	-4,2	Telecinco	-20,0
Banesto	-4,4	Acerinox	-21,0
B. Valencia	-4,6	Portugal Telecom	-23,2
BBVA	-4,6	Jazztel	-44,3

Recomendaciones consenso 3M*			
10 más altos		10 más bajos	
Aldeasa	3,0	Brisa	1,6
B. Valencia	2,8	BBVA	1,5
Faes	2,8	Telefónica	1,5
B. Guipuzcoano	2,8	Prisa	1,5
Metrovacesa	2,7	B. Pastor	1,4
Jazztel	2,7	PT Multimédia	1,4
Barón de Ley	2,7	Inditex	1,4
Acciona	2,7	Ferrovial	1,4
Abertis	2,5	Grupo Santander	1,3
CF Alba	2,5	Arcelor	1,2

Consenso/Santander Inv, Bolsa BpA 2005E (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Zeltia	35,4	Portugal Telecom	-16,4
PT Multimédia	25,3	Jazztel	-16,9
Arcelor	19,5	Telefónica Mów.	-17,2
Cimpor	16,8	Ence	-19,5
Sonae SGPS	15,1	NH Hoteles	-19,9
Ferrovial	13,8	Cementos Portl.	-22,7
Altadis	13,4	Aguas Barcelona	-24,8
Uralita	13,2	Sol Meliá	-32,5
BPI	12,6	Gas Natural	-39,8
Barón de Ley	11,7	Sogecable	-44,7

Comportamiento bursátil 3M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Abengoa	26,7	Gas Natural	-7,6
Sonae SGPS	26,7	Uralita	-8,2
Viscofán	18,3	Sol Meliá	-8,6
Metrovacesa	17,3	TPI	-8,7
Corp. Mapfre	16,1	Faes	-9,9
Endesa	13,0	Jazztel	-10,6
Tubacex	12,6	Ebro Puleva	-12,2
BPI	12,6	Zardoya Otis	-12,9
B. Pastor	12,4	Telecinco	-17,2
Barón de Ley	11,8	Antena 3	-18,2

Comportamiento desde mínimo 12M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Jazztel	111,4	EDP	12,7
Tubacex	97,7	Gas Natural	12,3
Metrovacesa	97,3	Cimpor	10,4
Sacyr Vallehermoso	94,4	Brisa	9,0
OHL	92,2	Telefónica	8,4
Cortefiel	91,8	Prisa	6,0
Abengoa	87,4	Telefónica Móviles	5,5
Inm. Colonial	83,1	BES	4,6
Acciona	71,8	Acerinox	7,1
Inm. Urbis	71,2	Portugal Telecom	2,0

Recomendaciones positivas-negativas 3M (x)			
10 más altos		10 más bajos	
PT Multim.	Tod. pos.	Acciona	0,1
Arcelor	14,0	Metrovacesa	0,0
G. Santander	11,0	Barón de Ley	0,0
Inditex	10,0	Cortefiel	0,0
B. Pastor	7,0	Abertis	0,0
ACS	5,5	Aldeasa	0,0
Brisa	5,0	Faes	0,0
BPI	5,0	B. Valencia	0,0
Telecinco	4,0	B. Guipuzcoano	0,0
Sogecable	3,5	Jazztel	0,0

Acciones más recomendadas (% de compra)			
10 más altos		10 más bajos	
Arcelor	93,3	Unión Fenosa	5,3
Grupo Santander	84,6	Metrovacesa	0,0
Sogecable	77,8	Barón de Ley	0,0
B. Pastor	77,8	Cortefiel	0,0
PT Multimédia	75,0	Abertis	0,0
Inditex	74,1	Aldeasa	0,0
Tubacex	71,4	Faes	0,0
Ferrovial	71,4	B. Valencia	0,0
BPI	71,4	B. Guipuzcoano	0,0
Prisa	66,7	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	
Iberia	29,6	B. Popular	11,7
PT Multimédia	28,9	BBVA	10,9
Sos Cuétara	27,2	Inm. Urbis	10,8
B. Valencia	25,2	Acerinox	10,5
Sacyr Valleherm.	23,1	Cementos Portland	10,0
Indra	22,1	Portugal Telecom	9,8
Ferrovial	21,8	Repsol YPF	9,0
B. Guipuzcoano	21,2	Gas Natural	8,4
Aldeasa	19,6	Arcelor	8,3
NH Hoteles	19,0	Ence	8,0

RpD 2006P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
PT Multimédia	4,6	Sol Meliá	1,1
Iberdrola	4,5	Sacyr Valleherm.	1,1
B. Popular	4,5	Abengoa	1,1
Telefónica	4,4	Sos Cuétara	1,0
Endesa	4,1	B. Valencia	0,8
Inditex	4,0	Prisa	0,7
FCC	3,8	Jazztel	0,0
Cimpor	3,7	Zeltia	0,0
Gas Natural	3,7	Barón de Ley	0,0
B. Sabadell	3,7	Sogecable	0,0

P/FC 2006P (x)			
10 más altos		10 más bajos	
Sos Cuétara	15,7	Gamesa	6,6
Viscofán	15,6	Uralita	6,4
TPI	14,3	Gas Natural	5,9
PT Multimédia	13,5	Telefónica	5,8
Sogecable	13,1	OHL	5,5
Telecinco	12,7	Ence	5,3
Antena 3	12,5	Repsol YPF	5,3
Prisa	12,4	Sonae SGPS	5,0
Inditex	12,0	Arcelor	4,6
Ferrovial	12,0	Portugal Telecom	4,1

P/VC 2006P (x)			
10 más altos		10 más bajos	
Altadis	6,3	Barón de Ley	1,7
Telecinco	6,2	Corp. Mapfre	1,7
Faes	5,9	Ebro Puleva	1,7
Indra	5,3	Cementos Portland	1,7
Inditex	4,5	Repsol YPF	1,7
Telefónica Móviles	4,5	Viscofán	1,6
Antena 3	4,4	Acerinox	1,3
Zeltia	4,1	Iberia	1,0
PT Multimédia	3,8	Ence	1,0
B. Valencia	3,8	Arcelor	1,0

Revisiones del BpA 2006P en el año (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Repsol YPF	42,6	Logista	-17,8
Tubacex	41,9	Ence	-20,6
Sol Meliá	31,5	PT Multimédia	-21,0
Metrovacesa	26,0	Portugal Telecom	-23,7
Inm. Colonial	25,5	Viscofán	-25,1
Telecinco	24,8	Iberia	-27,4
Ebro Puleva	22,5	Cimpor	-33,9
Antena 3	20,7	Faes	-36,1
Corp. Mapfre	19,9	Jazztel	-40,4
Arcelor	18,5	Sogecable	-52,7

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

Deuda/recursos propios 2006P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
REE	265,7	TelePizza	-10,6
Telefónica Móviles	241,0	Inditex	-19,9
Metrovacesa	239,4	Antena 3	-22,1
Ferrovial	229,5	Aldeasa	-31,5
Sogecable	149,8	Indra	-32,4
Enagás	147,3	Logista	-42,2
Inm. Urbis	134,8	Amadeus	-44,3
Inm. Colonial	134,4	Iberia	-63,1
Endesa	133,4	Telecinco	-66,0
Gamesa	128,3	Zardoya Otis	-136,3

ROE 2006P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Telefónica Móviles	39,2	Inm. Colonial	12,8
Portugal Telecom	35,1	Arcelor	12,2
Antena 3	35,0	Acciona	11,6
BBVA	32,0	NH Hoteles	11,3
Inditex	26,5	Barón de Ley	9,8
Indra	26,1	Sos Cuétara	9,5
Gamesa	24,9	Viscofán	9,1
Prosegur	24,8	Iberia	3,5
Jerónimo Martins	23,6	Zeltia	-3,3
Telefónica	23,2	Jazztel	-116,8

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

## VI. MONITOR DEL CRECIMIENTO

TACC BpA 2004-07P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Sol Meliá	64,8	TelePizza	0,9
Prosegur	60,7	Aldeasa	0,4
B. Pastor	42,7	Barón de Ley	-5,1
NH Hoteles	30,2	Faes	-5,5
Prisa	26,5	Abengoa	-7,2
Antena 3	25,1	Iberia	-10,4
Inm. Urbis	25,0	Sonae SGPS	-12,3
OHL	22,4	PT Multimédia	-21,8
Sos Cuétara	22,1	Jazztel	-23,7
B. Sabadell	20,3	Sogecable	-211,0

TACC DpA 2004-07P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Inm. Urbis	26,7	Ence	4,3
Banesto	26,1	Acerinox	3,2
Sol Meliá	26,0	Aldeasa	3,2
Unión Fenosa	23,4	Prisa	3,0
OHL	22,4	Sacyr Vallehermoso	1,8
B. Pastor	21,9	Sonae SGPS	0,0
Indra	21,4	Sos Cuétara	0,0
BBVA	19,6	Iberia	0,0
Logista	19,1	Abengoa	0,0
Acciona	19,0	Faes	0,0

TACC EBITDA 2004-07P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Sos Cuétara	20,5	Uralita	4,4
Antena 3	19,6	Barón de Ley	4,2
Logista	17,0	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	2,1
Prosegur	15,2	Abengoa	1,5
Enagás	15,0	Faes	0,4
Inm. Colonial	14,9	Iberia	-1,0

TACC ingresos 2004-07P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Grupo Santander	21,3	Prisa	4,0
B. Pastor	19,3	Faes	4,0
Inditex	18,0	Enagás	3,5
Logista	17,9	Barón de Ley	3,4
Gamesa	17,7	Iberia	2,8
Bankinter	14,3	TelePizza	1,0
Corp. Mapfre	11,6	Repsol YPF	0,9
Banesto	11,6	Endesa	-0,3
Indra	11,2	PT Multimédia	-0,4
B. Popular	11,0	Uralita	-4,5

Margen neto 2006P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Telecinco	31,3	Arcelor	4,2
B. Valencia	30,3	Sos Cuétara	4,0
B. Sabadell	29,7	Abengoa	3,9
Grupo Santander	28,2	Corp. Mapfre	3,4
B. Guipuzcoano	27,8	Jerónimo Martins	2,7
Bankinter	27,7	Sonae SGPS	2,5
B. Pastor	27,2	OHL	2,3
BPI	25,1	Iberia	1,3
Antena 3	23,0	Zeltia	-11,5
Barón de Ley	21,7	Jazztel	-24,2

TACC FCpA 2004-07P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Sogecable	25,1	Acerinox	-0,4
Acciona	22,0	TelePizza	-3,0
Antena 3	21,5	Endesa	-3,6
Enagás	18,9	Barón de Ley	-4,1
ACS	18,4	Iberia	-5,4
NH Hoteles	15,6	Unión Fenosa	-5,6
Sos Cuétara	14,2	Uralita	-6,4
Inditex	13,3	Inm. Colonial	-7,6
Indra	13,0	Faes	-8,6
Metrovacesa	12,5	PT Multimédia	-15,2

Margen EBITDA 2006P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Inm. Colonial	47,4	OHL	12,0
Telecinco	45,0	Arcelor	11,6
Barón de Ley	44,9	Abengoa	10,9
Telefónica	44,1	Aldeasa	10,6
Portugal Telecom	41,5	Sos Cuétara	9,7
Telefónica Móviles	40,8	ACS	9,0
Enagás	39,0	Jerónimo Martins	7,9
Ence	36,7	Iberia	5,0
TPI	36,5	Zeltia	5,0
Antena 3	34,5	Jazztel	-1,1

Potencial hasta el precio objetivo de SI Bolsa (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Sogecable	34,4	TelePizza	-11,4
Viscofán	30,3	Altadis	-12,3
Inditex	28,1	Zeltia	-15,1
Sol Meliá	26,7	CF Alba	-16,3
OHL	25,7	Barón de Ley	-17,0
Telecinco	25,2	Arcelor	-17,6
Prosegur	24,2	Jazztel	-19,4
Ebro Puleva	23,9	Unión Fenosa	-21,4
Abengoa	23,6	Abertis	-21,9
Cementos Portl.	23,2	B. Guipuzcoano	-23,0

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**

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

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

**INFORMACIÓN IMPORTANTE:**

Santander Investment Bolsa espera recibir ingresos de las siguientes compañías en los próximos tres meses por servicios de banca de inversión: Ence, Acciona, ACS, FCC, OHL, Altadis, Viscofan, NH Hoteles, Amadeus, Iberia, Cintra, Metrovacesa, Sacyr-Vallehermoso, Grupo Santander, Corp Mapfre, Enagás, Jazztel, Sogecable, Antena 3, Telecinco, EDP, Endesa, Iberdrola, REE y Union 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, ACS, FCC, Ferrovial, OHL, Altadis, Ebro Puleva, Faes, Inditex, SOS, Zeltia, TelePizza, Iberia, Brisa, Cintra, Metrovacesa, Sacyr-Vallehermoso, Banco Sabadell, Bankinter, BES, Grupo Santander, Corp Mapfre, Enagás, Repsol YPF, Telefónica, Portugal Telecom, Jazztel, TPI, Sogecable, Antena 3, Telecinco, Endesa, Iberdrola y Union Fenosa.

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

Grupo Santander o sus filiales poseen el 1% o más de cualquier clase de valores de: Acerinox, Ferrovial Urbis, Banco Popular, Banesto, BBVA, Gas Natural, Repsol YPF, Antena 3, Endesa y Union 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.

