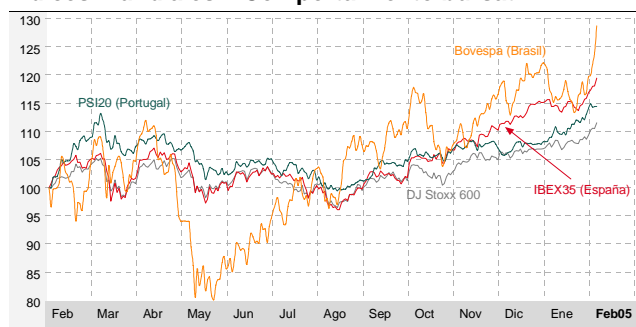


THE IBERIAN STRATEGY OBSERVER

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

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

Índices mundiales – Comportamiento bursátil



Fuente: JCF.

Comportamiento de los activos

	Cierre 22-Abr	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	259,3	-1,0	-1,1	-1,1	3,3
S&P 500	1.152,1	0,8	-1,6	-2,4	-4,9
Bono a 10 a. zona euro	3,47	0,0	-6,7	-4,4	-6,0
Bono a 10 años EEUU	4,25	-0,5	-7,5	-5,2	0,7
Tipo inter. 3M zona euro	2,13	-0,1	-0,2	-0,7	-1,0
Tipo interés 3M EEUU	2,91	1,4	2,9	5,2	31,5
Euro-dólar	1,31	0,3	0,6	0,6	-4,5
Barril de Brent (US\$)	52,3	7,1	-2,2	0,4	32,4
CRB (US\$)	344,2	1,5	6,8	2,1	-1,2

Fuentes: Bloomberg.

Universo de cobertura SCH – Valoración

	PER		EV/EBITDA		TACC 3 a		RpD P/V	
	04E	05P	04E	05P	BpA	EBITDA	04E	05P
CAC40	13,8	12,5	7,1	6,5	11,7	9,1	2,9	2,3
DAX30	13,8	11,9	5,7	5,0	23,2	8,1	2,9	2,0
MIB30	16,0	14,7	6,5	6,2	17,7	5,6	3,9	2,8
PSI20	25,9	9,4	8,1	7,4	29,9	6,6	0,0	2,1
IBEX35	15,3	12,7	7,5	7,2	13,8	5,6	3,3	3,2
DJ Stoxx 600	14,8	13,2	6,5	20,7	11,9	8,6	3,1	3,1
DJ Stoxx 50	13,6	12,7	7,4	6,9	11,3	6,4	3,4	2,7
DJ Euro Stoxx 50	13,5	12,4	6,3	5,9	13,5	6,4	3,5	2,4
P. lb. B. capital	8,7	12,2	4,6	5,9	29,9	11,8	3,2	1,6
P. lb. Construcc.	14,5	13,0	8,6	8,0	-15,4	13,3	3,4	2,2
P. lb. B. cons.	20,0	18,4	9,2	8,9	20,0	11,0	2,5	4,4
P. lb. Serv. cons.	13,3	15,2	9,7	11,0	7,2	2,8	2,4	2,4
P. lb. Finan.	14,3	13,1	n.d.	n.d.	16,8	n.d.	3,1	1,9
P. lb. Petr. y gas	14,5	12,4	6,9	6,6	11,5	6,6	2,5	2,1
P. lb. TMTs	38,6	28,9	15,3	13,5	49,0	14,6	1,3	9,6
P. lb. Utilities	13,8	13,8	6,7	7,2	6,9	2,5	4,1	2,7

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.

Puntos destacados

- La introducción de la normativa IFRS incrementará en cerca de un 10% los beneficios contables de las compañías españolas.
- Aunque las valoraciones no deberían de verse afectadas, los múltiplos de valoración del mercado español serían un 10% más atractivos.
- No descartamos futuros cambios en el tratamiento fiscal de la amortización por fondo de comercio.

Puntos de interés

- Idea de *trading*: sustituir Iberdrola por Endesa.
- Sustituir Portugal Telecom por Telefónica ante el Día del Inversor de esta última.
- De cara a los próximos cambios en el IBEX 35 (8 de junio), comprar Cintra y REE.
- Las sorpresas en la revisión del IBEX 35 podrían venir de Jazztel y Antena 3.
- Aprovechar la última bajada de los tipos de interés a largo plazo a través de Ferrovial, ACS y Cintra.

Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 22-Abr	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	4.139,8	1,5	1,3	1,8	8,3
DAX30	4.410,4	0,8	0,3	1,4	3,6
MIB30	33.082,0	1,2	2,7	1,8	6,0
PSI20	7.794,7	0,1	-1,7	0,1	2,6
IBEX35	9.413,5	1,3	-0,7	1,7	3,7
DJ Stoxx 600	267,0	1,3	0,3	1,8	6,4
DJ Stoxx 50	2.912,0	1,2	-0,3	1,6	4,9
DJ Euro Stoxx 50	3.094,7	1,1	-0,1	1,3	4,9
P. lb. B. capital	n.d.	0,8	-2,7	0,6	4,0
P. lb. Construcción	n.d.	1,1	0,5	2,5	14,6
P. lb. B. consumo	n.d.	1,2	1,0	2,8	8,3
P. lb. Serv. consumo	n.d.	1,2	0,9	1,3	8,8
P. lb. Financieras	4.139,8	1,5	1,3	1,8	8,3
P. lb. Petróleo y gas	4.410,4	0,8	0,3	1,4	3,6
P. lb. TMTs	33.082,0	1,2	2,7	1,8	6,0
P. lb. Utilities	7.794,7	0,1	-1,7	0,1	2,6

Fuente: Bloomberg.

RESUMEN DE ESTRATEGIA SECTORIAL

Península Ibérica – Resumen de estrategia sectorial

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

Fuentes: estimaciones Santander Central Hispano Bolsa.

THE IBERIAN MACRO OBSERVER

La concesión de fondos de la UE a España en el punto de mira

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

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

EEUU – Solicitudes de subsidio de desempleo



Fuente: Bloomberg.

EEUU – Renovación de solicitudes



Fuente: Bloomberg.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) La venta de viviendas de segunda mano podría mantenerse sin cambios en marzo
- (2) Posible nueva caída de la confianza del consumidor en abril
- (3) Los pedidos de bienes duraderos podrían incrementarse modestamente en marzo
- (4) El PIB crece en torno al 3,0% trimestral anualizado en el 1T05
- (5) Los ingresos personales podrían aumentar un 0,4% en marzo

En la zona euro:

- (1) Posible nueva caída del índice IFO debido al euro
- (2) La confianza empresarial podría caer también en Francia e Italia
- (3) El empleo podría volver a ser débil en Francia y Alemania
- (4) Posible descenso del IPC de la zona euro hasta el 2,0% en abril desde 2,1%
- (5) Los índices de confianza de la Comisión Europea podrían volver a ser débiles en abril

■ En estos momentos, el asunto más destacado en España sería la negociación de las ayudas del Fondo Estructural y de Cohesión que la UE destinaría a nuestro país en el periodo 2007-13. Dada la cantidad recibida por la economía española en el periodo actual, que termina a finales de 2006, y debido a la elevada probabilidad de recibir mucho menos de lo habitual, este tema resulta de gran importancia para el futuro de nuestra economía.

■ En la actualidad, España recibe anualmente cerca del 1,5% del PIB en fondos de la UE. Este dinero se ha destinado fundamentalmente a financiar los planes de infraestructura del Gobierno central y los autonómicos. La anexión a la UE de los países de Europa del Este ha reducido notablemente la media del PIB *per capita* en Europa, ya que estos países están muy por debajo de la media europea. Teniendo en cuenta que los criterios para recibir fondos de la UE exigen que las comunidades solicitantes tengan un PIB *per capita* inferior al 75% de la media de la UE y que los países de Europa del Este han reducido esta media, la mayoría de las autonomías españolas no cumplen este requisito.

■ En el lado positivo, este fin de semana se anunciaba que el periodo actual, que finaliza en 2006, podría prolongarse dos años más. De ser así, España dispondría de más tiempo para adaptar su economía al nuevo escenario sin las ayudas de la UE. En cualquier caso, las negociaciones siguen su curso y habrá que esperar a conocer el resultado. Si finalmente no se llega a un acuerdo que atenúe la transición al nuevo escenario sin ayudas de la UE, el impacto en la economía española sería muy negativo.

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión	Real
18-Abril	11:00	Zona euro	IPC (m/a)	Mar	0,3 / 2,1	0,7 / 2,2	0,7 / 2,1
Lunes	11:00	Zona euro	IPC subyacente (a)	Mar	1,4	1,5	1,6
	19:00	EEUU	NAHB Índice del mercado de vivienda (m/a)	Abr	70 R	68	67
19-Abril	8:45	Francia	Balanza por cuenta corriente (mn €)	Feb	-2.237 R	-1.250	-590
Martes	9:00	Alemania	Precios de producción (m/a)	Mar	0,4 / 4,2	0,5 / 4,1	0,6 / 4,2
	11:00	Alemania	ZEW (Sentimiento económico)	Abr	36,3	33,0	20,1
	11:00	Alemania	ZEW (Condiciones actuales)	Abr	-66,0	-66,0	-73
	11:00	Zona euro	ZEW (Sentimiento económico)	Apr	37,3	33,0	24,6
	11:00	Zona euro	Producción Industrial (m/a)	Feb	0,3 / 2,0 R	-0,6 / 1,0	-0,5 / 0,6
	14:30	EEUU	Precios de producción (m/a)	Mar	0,4 / 4,7	0,6 / 0,2	0,7 / 4,9
	14:30	EEUU	Excl. alimentación y energía (m/a)	Mar	0,1 / 2,8	0,2 / n.d.	0,1 / 2,6
	14:30	EEUU	Viviendas iniciadas	Mar	2,22 mn R	2,05 mn	1,87 mn
	14:30	EEUU	Permisos de construcción	Mar	2,10 mn	2,10 mn	2,02 mn
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	17-Abr	-18	-	-
20-Abril	9:00	España	Pedidos a fábrica (a)	Feb	5,4	-	5,6
Miércoles	10:00	Italia	Pedidos industriales (m/a)	Feb	-5,3 / 3,2 R	0,2 / 1,2	0,7 / 3,2
	10:00	Italia	Ventas industriales (m/a)	Feb	1,1 / 2,4	0,0 / 1,7	-1,3 / -0,2
	11:00	Zona euro	Balanza comercial (desest.) (miles mn €)	Feb	5,0 R	3,1	5,1
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	15-Abr	6,1	-	-1,6
	14:30	EEUU	IPC (m/a)	Mar	0,4 / 3,0	0,5 / 3,1	0,6 / 3,1
	14:30	EEUU	Excl. alimentación y energía (m/a)	Mar	0,3 / 2,4	0,2 / 2,2	0,4 / 2,3
	20:00	EEUU	Libro Beige de la Fed	-	-	-	-
21-Abril	8:45	Francia	Gasto del consumidor (m/a)	Mar	-1,1 / 3,1 R	0,1 / 5,0	-0,8 / 4,0
Jueves	9:30	Italia	Confianza del consumidor	Abr	104,2 R	103,6	104,8
	14:30	EEUU	Solic. semanales de subsidio de desempleo	16-Abr	332.000 R	330.000	296.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	9-Abr	2,65 mn R	2,65 mn	2,63 mn
	16:00	EEUU	Indicadores adelantados	Mar	0,1	-0,3	-0,4
	18:00	EEUU	Fed de Filadelfia	Apr	11,4	10,0	25,3
22-Abril	9:00	España	Ocupación hotelera	Mar	4,9	-	4,9
Viernes	9:00	España	Índice de precios hoteleros (a)	Mar	0,7	-	1,4
	10:00	Zona euro	Saldo balanza por cta. corriente (miles m n €)	Feb	-1,8 R	-	5,1
	10:00	Italia	Balanza comercial no Europa (mn €)	Mar	-1.139,0 R	-369,0	-645
	11:00	Italia	Ventas minoristas (m/a)	Feb	-0,2 / -2,5	0,1 / -0,9	0,1 / 0,6
	11:00	Zona euro	Nuevos pedidos industriales (m/a)	Feb	-6,9 / 6,8 R	-1,5 / 7,7	-2,6 / 2,9
	12:00	Alemania	Pedidos de construcción (m/a)	Feb	-12,4 / -12,7 R	-	-2,4 / -22,9

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión
Durante la semana		Alemania	IPC (m/a)	Abr	0,3 / 1,8	0,2 / 1,7
25-Abril	9:00	Alemania	Índice de precios de importación (m/a)	Mar	0,8 / 3,7	1,0 / 3,7
Monday	10:00	España	Precios de producción (m/a)	Mar	0,7 / 4,9	0,7 / 4,9
	10:00	Alemania	IFO – Clima empresarial	Abr	94,0	93,5
	10:00	Alemania	IFO – Condiciones actuales	Abr	93,3	93,0
	10:00	Alemania	IFO – Expectativas	Abr	94,6	94,0
	16:00	EEUU	Ventas de viviendas de segunda mano (mn)	Mar	6,79	6,80
26-Abril	16:00	EEUU	Confianza del consumidor	Abr	102,4	98,0
Tuesday	16:00	EEUU	Ventas de viviendas nuevas (miles)	Mar	1226	1200
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	24-Abr	-16	-
27-Abril	8:00	Alemania	Confianza del consumidor	-	-	-
Wednesday	8:45	Francia	Precios de producción (m/a)	Mar	0,3 / 3,1	0,6 / 3,1
	8:45	Francia	Confianza empresarial	Abr	101,0	100,0
	13:00	EEUU	Solicitudes de hipotecas	22-Abr	-1,6	-
	14:30	EEUU	Pedidos de bienes duraderos	Mar	0,5 R	0,3
	14:30	EEUU	excluyendo transporte	Mar	0,0 R	-0,2
28-Abril	9:00	España	Ventas minoristas (m/a)	Mar	-	-
Thursday	9:30	Italia	Confianza empresarial	Abr	85,0	84,5
	9:55	Alemania	Desempleo (var./tasa)	Abr	10.000 / 12	10.000 / 12
	11:00	Zona euro	Saldo balanza cta. corriente (t) (miles mn €)	4T	9,9	-
	14:30	EEUU	PIB Anualizado	1T	3,6	3,5
	14:30	EEUU	PIB Deflactor de precios	1T	2,3	2,0
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	23-Abr	296.000	325.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	16-Abr	2,93 mn	-
	16:00	EEUU	Índice de oferta de empleo	Mar	41	41
29-Abril	8:45	Francia	Desempleo (var./tasa)	Abr	4.000 / 10,1	2.000 / 10,1
Friday	8:50	Francia	Confianza del consumidor	Abr	-25	-26
	9:00	España	Tasa de desempleo	1T	10,5	-
	10:00	Italia	IPRI (m/a)	Abr	0,3 / 4,7	0,6 / 4,4
	11:00	Italia	IPC (NIC incl. tabaco) (m/a)	Abr	0,3 / 1,9	0,2 / 1,9
	11:00	Zona euro	Clima empresarial	Abr	-0,08	-0,12
	11:00	Zona euro	Confianza del consumidor	Abr	-14	-14
	11:00	Zona euro	Confianza industrial	Abr	-8	-9
	11:00	Zona euro	Confianza del sector servicios	Abr	9	10
	11:00	Zona euro	Estimación del IPC (a)	Abr	2,1	2,0
	14:30	EEUU	PCE Deflactor / Subyacente (a)	Mar	2,3 / 1,6	2,5 / 1,7
	14:30	EEUU	Ingresos personales / Gastos	Mar	0,3 / 0,5	0,4 / 0,4
	14:30	EEUU	Costes laborales	1T	0,7	1,0
	15:45	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	Abr	88,7	89,0
	16:00	EEUU	Gestores de compras de Chicago	Abr	69,2	62,5

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

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



RINCÓN DEL ESTRATEGA

IFRS, asunto de interés en el 1S05

La introducción de la normativa contable IFRS (*International Financial Reporting Standards*) en 2005 permitirá unificar las normas contables en toda Europa, aunque incrementará la volatilidad de los beneficios y la incertidumbre a corto plazo. Esta semana queremos aprovechar el *Rincón del estratega* para tratar de aclarar este tema y poner de relieve sus posibles implicaciones en el mercado bursátil español ante la publicación de resultados (está previsto que las compañías españolas publiquen sus resultados del 1T05 antes del 16 de mayo).

LA NORMATIVA IFRS EN EL PUNTO DE MIRA

De escasa relevancia, pero con repercusión en los ratios comparables

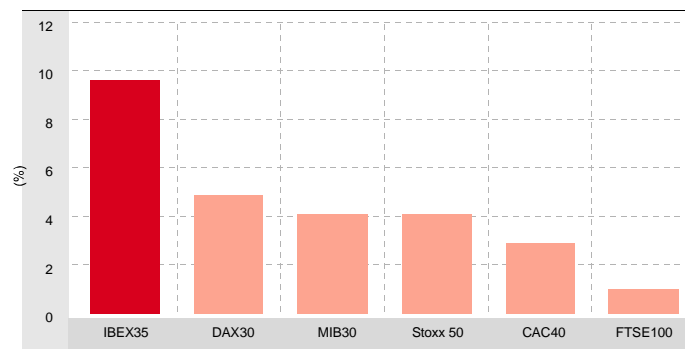
A partir del 1 de enero de 2005, 7.000 compañías europeas se verán obligadas a publicar sus resultados según la normativa IFRS. La mayoría de las compañías creen que esta normativa tendrá escasa relevancia al no tener impacto en las valoraciones (la generación de flujo de caja de las compañías no se ve afectada). Sin embargo, puesto que con frecuencia las valoraciones se basan en ratios comparables, los beneficios contables sí son relevantes y podrían desencadenar reacciones en el mercado en los próximos meses. En particular, las compañías españolas han tardado en informar al mercado del impacto de IFRS (algunas han publicado una conciliación anual con la normativa contable GAAP en las últimas semanas; por ejemplo, los grandes bancos, las *telecoms* y las *utilities*), pero pocas han ofrecido una conciliación trimestral y, por tanto, la publicación de resultados trimestrales se centrará más en la calidad de los beneficios que en otros aspectos. Conviene destacar que muchas *small* y *mid caps* españolas tienen intención de publicar sus resultados según las IFRS a partir del 1S05 (previsto para antes del 1 de septiembre).

IMPACTO EN LAS COMPAÑÍAS ESPAÑOLAS

Amortización del fondo de comercio, principal cambio que afecta a los beneficios contables

Aunque el impacto de la normativa IFRS en las compañías españolas ha sido un tema muy discutido en los últimos meses (supresión de la amortización por fondo de comercio, valoración a precios de mercado de los instrumentos derivados y de otras inversiones financieras, cambios en los criterios contables para indemnizaciones por despido, cambios en el tratamiento de la capitalización de gastos financieros, etc.), lo más importante en términos de impacto sobre los beneficios contables sería la sustitución de la amortización del fondo de comercio por una comprobación del valor real de los activos. El perfil comprador de las compañías españolas en los últimos años (principalmente en Latinoamérica, aunque los nuevos objetivos se han desplazado últimamente a Europa y EEUU) ha provocado que el peso del fondo de comercio de las empresas españolas sea superior a la media (cerca del 10% en el caso de las compañías españolas frente al 1-5% para las europeas).

Amortización del fondo de comercio como % de los beneficios, 2004



Fuente: JCF y Santander Central Hispano Bolsa.

IFRS, de un descuento del 5% a una prima del 5%

Con las expectativas de beneficios calculadas según la normativa española GAAP, el mercado español cotiza con una pequeña prima (5%) frente a sus homólogos europeos. Sin embargo, si ajustamos los múltiplos para el cambio a IFRS (en especial, los gastos por fondo de comercio), el mercado español estaría cotizando con un descuento medio del 5% frente a Europa. Este descuento obedece básicamente a la exposición del mercado español al arriesgado mercado latinoamericano (25% de sus beneficios y 20% de su valoración).

Múltiplos de valoración, España frente a otros mercados europeos

	PER antes de IFRS			TACC %	PER despues de IFRS		
	2004	2005	2006	2004-06P	2004	2005	2006
IBEX35	16,0	13,4	11,8	12,0	14,5	12,6	11,3
Stoxx 50	14,4	13,2	12,3	11,5	14,4	12,5	11,7
DAX30	14,5	13,4	11,5	23,1	13,8	12,7	10,9
MIB30	21,9	15,0	13,9	18,3	21,0	14,4	13,3
CAC40	14,3	13,3	12,0	12,0	13,9	12,9	11,6

Fuentes: JCF y Santander Central Hispano Bolsa.

Pese a que las valoraciones no sufren cambios por la introducción de la normativa IFRS (cuando las expectativas de beneficios se estimen según IFRS), el mercado podría entender que España vuelve a cotizar con un descuento frente a Europa, dando lugar a una mejora de la calificación a corto plazo. En nuestra opinión, esta mejora de la calificación no podría prolongarse teniendo en cuenta el excelente comportamiento del mercado español desde 2001 (cerca del 40%), que no está justificado plenamente por un comportamiento superior de los beneficios y el tradicional descuento del 10-15% con el que cotiza el mercado español.

IMPACTO FISCAL

La ley fiscal española permite que el fondo de comercio derivado de adquisiciones pueda deducirse en determinadas circunstancias. Este tratamiento fiscal favorable, unido al entorno de tipos de interés bajos y a la acumulación de flujos de caja en los últimos años, ha conducido a algunas compañías españolas a una fiebre compradora (animadas así mismo por el impacto positivo en los beneficios de la no inclusión de la amortización por fondo de comercio en la normativa IFRS).

El nuevo Gobierno socialista no ha sido muy explícito sobre este tema, aunque una de las bases de su estrategia fiscal es la reducción en el impuesto de sociedades (del 35% al 30%) con el fin de acercar el tipo impositivo (35%) a la tasa efectiva (27%). La otra cara de la moneda sería la eliminación de los incentivos fiscales. Por lo tanto, no nos sorprendería que el Gobierno socialista decidiera eliminar la deducción fiscal del fondo de comercio.



Amortización del fondo de comercio como % de los beneficios netos, 2004-06P

	2004	2005	2006
	% FC	% FC	% FC
Altadis	-20,8	-18,8	-17,4
Grupo Prisa	-19,0	-10,5	-8,4
BBVA	-15,3	-13,0	-10,2
Endesa	-14,0	-13,5	-13,0
Amadeus	-13,2	-12,7	-9,0
ACS	-12,9	-10,0	-8,7
Ferrovial	-12,0	-10,8	-9,5
Telefónica	-9,2	-7,1	-5,3
Gamesa	-8,1	-9,0	-7,5
Unión Fenosa	-6,8	-6,5	-6,3
IBEX 35	-11,1	-10,9	-9,4
Prosegur	-25,0	-23,3	-18,5
Abengoa	-30,7	-24,5	-17,5
Amper	-21,3	-18,0	-8,4
Ebro Puleva	-11,8	-17,2	-13,6
Dinamia	-9,9	-9,9	-9,0
SOS	-9,1	-5,0	-3,8
Aguas de Barcelona	-7,4	-7,2	-7,0
Antena 3	-6,5	-2,7	-2,7
Tubacex	-6,1	-5,9	-5,7
Logista	-5,2	-23,8	-20,7
Total SMC	-11,2	-10,5	-9,2

Fuentes: informes de las compañías y Santander Central Hispano Bolsa.

Entre las *large caps*, Altadis, Prisa, BBVA y Endesa serían las empresas que más sufrirían un cambio en la política fiscal de la amortización del fondo de comercio, y Prosegur, Abengoa, Amper y Ebro Puleva serían las más perjudicadas entre las *small* y *mid caps*.

PUNTOS DE INTERÉS

- Revisamos al alza el precio objetivo de **Endesa** (Mantener; precio objetivo: 19,50 €) y mejoramos nuestra opinión sobre el valor tras su mal comportamiento reciente (frente a sus homólogos ibéricos y europeos). El flujo de noticias sobre la compañía debería de mejorar en los próximos meses, ya que las noticias en torno a la adquisición de Edison no son favorables para las ambiciones de Endesa, el comportamiento de los activos en Latinoamérica sorprende al alza, la venta de sus activos de telecomunicaciones (Auna) parece más cercana y la contabilización del déficit de tarifas repercutiría favorablemente en los beneficios contables. De ahí que hayamos incluido a Endesa en nuestra lista de recomendaciones de *large caps* sustituyendo a **Iberdrola**.
- **Telefónica** (Comprar; precio objetivo: 15,30 €) celebrará su Día del Inversor el 25 y 26 de abril. En esta conferencia, los directivos de la compañía darán más información sobre las últimas adquisiciones del grupo (activos de telefonía móvil en Latinoamérica y Cesky Telecom), sus futuros planes de adquisición, su estrategia comercial en España (telefonía móvil, Imagenio, VoIP, etc.) y sus objetivos financieros para el futuro (beneficios, capex, etc.). Uno de los puntos clave de su presentación será la revisión de su estrategia de banda ancha (suscriptores de ADSL, Imagenio, adquisición de contenido, etc.). Creemos que el mercado acogerá favorablemente los esfuerzos de Telefónica por mantener su perfil de crecimiento.
- El próximo 3 de mayo **Portugal Telecom** (Mantener; precio objetivo: 10,20 €) publicará sus resultados del 1T05. Es previsible que estos resultados reflejen la presión competitiva del mercado doméstico (en telefonía fija y móvil), el débil desarrollo económico de Portugal, el estrechamiento de márgenes en el mercado brasileño de telefonía móvil y los elevados múltiplos a los que cotiza la acción en estos momentos. Recomendamos sustituir PT por Telefónica.
- El 8 de junio, el comité del IBEX se reunirá para analizar los cambios en los componentes del índice. En nuestra opinión, entrarán **Cintra** (Comprar, precio objetivo: 10,00 €) y **REE** (en revisión), y saldrán **NH Hoteles** (Comprar; precio objetivo: 12,10 €) y **Banesto** (sin recomendación), dados los volúmenes de negociación registrados en los primeros cuatro meses del periodo de cálculo. La exclusión de **Amadeus** (Infraponderar; precio objetivo: 7,35 €) debido a la OPA que habría de finalizar a mediados de junio podría abrir la puerta a la inclusión de **Antena 3** (Mantener; precio objetivo: 59,00 €) en una reunión extraordinaria posterior.

Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recom.		Pr. objetivo		%	BpA 2005P		%	Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior		Nuevo	Anterior		
18-Abr	Endesa	Mantener	Mantener	19,50	18,50	5,4	1,25	1,30	-3,8	Resultados mejores de lo esperado en Latinoamérica
18-Abr	ACS	Comprar	Comprar	22,30	20,50	8,8	1,53	1,50	2,0	Ajuste tras los resultados de 2004.
5-Abr	Ferrovial	Comprar	Comprar	56,70	49,90	13,6	2,72	2,69	1,1	Ajuste tras los resultados de 2004. Aeropuertos
1-Abr	Abertis	Infrapond.	Infrapond.	18,20	15,40	18,2	1,08	0,84	28,4	Incorporación de aeropuertos TBI
23-Mar	Sonaecom	Comprar	Comprar	4,95	4,85	2,1	0,11	0,10	10,0	Adquisición de una pequeña participación en Optimus
21-Mar	Jazztel	Infrapond.	En rev.	0,75	En rev.	-	-0,15	En rev.	-	Restablecemos recomendación (negativa)
16-Mar	B.Popular	Comprar	Comprar	60,00	60,00	-	3,90	4,10	-5,0	Ajuste tras la ampliación de capital
14-Mar	Acciona	Comprar	Mantener	82,00	79,00	3,8	4,24	4,17	1,7	Ajuste tras los resultados de 2004
14-Mar	Barón de Ley	Infrapond.	Comprar	34,40	38,40	-10,4	2,29	2,58	-11,2	La mayor competencia afectará a la rentabilidad
14-Mar	C. Portland	Comprar	Infrapond.	67,40	50,00	34,8	4,55	5,08	-10,4	Eliminamos el descuento del 30% descuento en la valoración

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.



CARTERA MODELO IBÉRICA

Large caps ibéricas – Lista de valores recomendados de Santander Central Hispano Bolsa

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comportamiento bursátil (%)						
		Actual	31-Dic-04	Absoluto	Rel. a large caps ibéricas	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M	En el año
Sogecable	30-Sep-04	28,52	32,66	-12,7	-12,3	-12,8	-6,3	0,6	-6,3	-12,7
BCP	25-Ene-05	2,13	1,88	13,3	13,7	13,1	0,9	4,4	19,7	12,7
Ferrovial	16-May-03	44,23	39,32	12,5	12,9	12,3	1,1	-1,8	24,1	12,5
Iberdrola*	25-Ene-05	20,18	18,70	7,9	8,3	7,7	0,5	7,9	19,8	7,9
Repsol	17-Jul-03	19,82	19,16	3,4	3,9	3,3	-2,8	2,0	14,7	3,4
Inditex	04-Mar-05	23,40	21,70	7,8	8,3	7,7	1,6	7,1	18,2	7,8
Lista recom. large caps	–	103,85	100,00	3,8	4,3	3,7	n.d.	n.d.	n.d.	3,8
Large caps ibéricas	–	99,58	100,00	-0,4	0,0	-0,6	n.d.	n.d.	n.d.	-0,4
IBEX35	–	9.096,40	9.080,80	0,2	0,6	0,0	-2,3	0,7	10,5	0,2
PSI20	–	7.818,80	7.571,85	3,3	3,7	3,1	0,0	-0,3	5,7	2,9
DJ Stoxx 50	–	2.827,47	2.774,77	1,9	2,3	1,7	-1	0,9	7,1	1,9

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa. (*) Reemplazamos Iberdrola con Endesa.

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

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comp. bursátil (%)						
		Actual	31-Dic-04	Absoluto	Rel. a small-mid caps ibér.	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M	En el año
Ebro Puleva	30-Dic-04	13,76	10,50	31,0	22,4	30,9	4,7	22,9	49,1	31,0
Sol Meliá	16-Feb-05	8,85	7,30	21,2	12,6	21,1	-1,7	10,5	31,5	21,2
Prisa	30-Dic-04	15,48	15,62	-0,9	-9,6	-1,1	-0,8	6,0	4,6	-0,9
Cortefiel	16-Feb-05	14,31	11,64	22,9	14,3	22,8	10,0	10,1	43,1	22,9
Indra	30-Dic-04	13,90	12,57	10,6	1,9	10,4	0,9	6,8	23,7	10,6
Prosegur	08-Mar-05	16,90	14,48	16,7	8,0	16,5	2,4	11,2	27,5	16,7
Lista recom. SMC	–	113,09	100,00	13,1	4,4	12,9	n.d.	n.d.	n.d.	13,1
Small-mid caps ibéricas	–	108,68	100,00	8,7	0,0	8,5	n.d.	n.d.	n.d.	8,7
IBEX35	–	9.096,40	9.080,80	0,2	-8,5	0,0	-2,3	0,7	10,5	0,2
PSI20	–	7.818,80	7.571,85	3,3	-5,4	3,1	0,0	-0,3	5,7	2,9
DJ Small 200 Europe	–	136,64	129,16	5,8	-2,9	5,6	-0,4	2,7	15,9	5,8

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

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

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

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

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

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

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

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

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



THE IBERIAN MACRO OBSERVER

La concesión de fondos de la UE a España en el punto de mira

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

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

EEUU – Solicitudes de subsidio de desempleo



Fuente: Bloomberg.

EEUU – Renovación de solicitudes



Fuente: Bloomberg.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) La venta de viviendas de segunda mano podría mantenerse sin cambios en marzo
- (2) Posible nueva caída de la confianza del consumidor en abril
- (3) Los pedidos de bienes duraderos podrían incrementarse modestamente en marzo
- (4) El PIB crece en torno al 3,0% trimestral anualizado en el 1T05
- (5) Los ingresos personales podrían aumentar un 0,4% en marzo

En la zona euro:

- (1) Posible nueva caída del índice IFO debido al euro
- (2) La confianza empresarial podría caer también en Francia e Italia
- (3) El empleo podría volver a ser débil en Francia y Alemania
- (4) Posible descenso del IPC de la zona euro hasta el 2,0% en abril desde 2,1%
- (5) Los índices de confianza de la Comisión Europea podrían volver a ser débiles en abril

■ En estos momentos, el asunto más destacado en España sería la negociación de las ayudas del Fondo Estructural y de Cohesión que la UE destinaría a nuestro país en el periodo 2007-13. Dada la cantidad recibida por la economía española en el periodo actual, que termina a finales de 2006, y debido a la elevada probabilidad de recibir mucho menos de lo habitual, este tema resulta de gran importancia para el futuro de nuestra economía.

■ En la actualidad, España recibe anualmente cerca del 1,5% del PIB en fondos de la UE. Este dinero se ha destinado fundamentalmente a financiar los planes de infraestructura del Gobierno central y los autonómicos. La anexión a la UE de los países de Europa del Este ha reducido notablemente la media del PIB *per capita* en Europa, ya que estos países están muy por debajo de la media europea. Teniendo en cuenta que los criterios para recibir fondos de la UE exigen que las comunidades solicitantes tengan un PIB *per capita* inferior al 75% de la media de la UE y que los países de Europa del Este han reducido esta media, la mayoría de las autonomías españolas no cumplen este requisito.

■ En el lado positivo, este fin de semana se anunciaba que el periodo actual, que finaliza en 2006, podría prolongarse dos años más. De ser así, España dispondría de más tiempo para adaptar su economía al nuevo escenario sin las ayudas de la UE. En cualquier caso, las negociaciones siguen su curso y habrá que esperar a conocer el resultado. Si finalmente no se llega a un acuerdo que atenúe la transición al nuevo escenario sin ayudas de la UE, el impacto en la economía española sería muy negativo.

LA SEMANA PASADA

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
18-Abril	11:00	Zona euro	IPC (m/a)	Mar	0,3 / 2,1	0,7 / 2,2	0,7 / 2,1
Lunes	11:00	Zona euro	IPC subyacente (a)	Mar	1,4	1,5	1,6
	19:00	EEUU	NAHB Índice del mercado de vivienda (m/a)	Abr	70 R	68	67
19-Abril	8:45	Francia	Balanza por cuenta corriente (mn €)	Feb	-2.237 R	-1.250	-590
Martes	9:00	Alemania	Precios de producción (m/a)	Mar	0,4 / 4,2	0,5 / 4,1	0,6 / 4,2
	11:00	Alemania	ZEW (Sentimiento económico)	Abr	36,3	33,0	20,1
	11:00	Alemania	ZEW (Condiciones actuales)	Abr	-66,0	-66,0	-73
	11:00	Zona euro	ZEW (Sentimiento económico)	Apr	37,3	33,0	24,6
	11:00	Zona euro	Producción Industrial (m/a)	Feb	0,3 / 2,0 R	-0,6 / 1,0	-0,5 / 0,6
	14:30	EEUU	Precios de producción (m/a)	Mar	0,4 / 4,7	0,6 / 0,2	0,7 / 4,9
	14:30	EEUU	Excl. alimentación y energía (m/a)	Mar	0,1 / 2,8	0,2 / n.d.	0,1 / 2,6
	14:30	EEUU	Viviendas iniciadas	Mar	2,22 mn R	2,05 mn	1,87 mn
	14:30	EEUU	Permisos de construcción	Mar	2,10 mn	2,10 mn	2,02 mn
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	17-Abr	-18	-	-
20-Abril	9:00	España	Pedidos a fábrica (a)	Feb	5,4	-	5,6
Miércoles	10:00	Italia	Pedidos industriales (m/a)	Feb	-5,3 / 3,2 R	0,2 / 1,2	0,7 / 3,2
	10:00	Italia	Ventas industriales (m/a)	Feb	1,1 / 2,4	0,0 / 1,7	-1,3 / -0,2
	11:00	Zona euro	Balanza comercial (desest.) (miles mn €)	Feb	5,0 R	3,1	5,1
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	15-Abr	6,1	-	-1,6
	14:30	EEUU	IPC (m/a)	Mar	0,4 / 3,0	0,5 / 3,1	0,6 / 3,1
	14:30	EEUU	Excl. alimentación y energía (m/a)	Mar	0,3 / 2,4	0,2 / 2,2	0,4 / 2,3
	20:00	EEUU	Libro Beige de la Fed		-	-	-
21-Abril	8:45	Francia	Gasto del consumidor (m/a)	Mar	-1,1 / 3,1 R	0,1 / 5,0	-0,8 / 4,0
Jueves	9:30	Italia	Confianza del consumidor	Abr	104,2 R	103,6	104,8
	14:30	EEUU	Solic. semanales de subsidio de desempleo	16-Abr	332.000 R	330.000	296.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	9-Abr	2,65 mn R	2,65 mn	2,63 mn
	16:00	EEUU	Indicadores adelantados	Mar	0,1	-0,3	-0,4
	18:00	EEUU	Fed de Filadelfia	Apr	11,4	10,0	25,3
22-Abril	9:00	España	Ocupación hotelera	Mar	4,9	-	4,9
Viernes	9:00	España	Índice de precios hoteleros (a)	Mar	0,7	-	1,4
	10:00	Zona euro	Saldo balanza por cuenta corriente (miles m n €)	Feb	-1,8 R	-	5,1
	10:00	Italia	Balanza comercial no Europa (mn €)	Mar	-1.139,0 R	-369,0	-645
	11:00	Italia	Ventas minoristas (m/a)	Feb	-0,2 / -2,5	0,1 / -0,9	0,1 / 0,6
	11:00	Zona euro	Nuevos pedidos industriales (m/a)	Feb	-6,9 / 6,8 R	-1,5 / 7,7	-2,6 / 2,9
	12:00	Alemania	Pedidos de construcción (m/a)	Feb	-12,4 / -12,7 R	-	-2,4 / -22,9

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

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

LAS NEGOCIACIONES SOBRE LOS FONDOS DE LA UE EN EL PUNTO DE MIRA

En estos momentos, el asunto más destacado en España sería la negociación de las ayudas del Fondo Estructural y de Cohesión que la UE destinaría a nuestro país en el periodo 2007-13. Dada la cantidad recibida por la economía española en el periodo actual, que termina a finales de 2006, y la elevada probabilidad de recibir mucho menos de lo habitual, hace que éste sea un tema de gran importancia para el futuro de nuestra economía.

En la actualidad, España recibe anualmente cerca del 1,5% del PIB en fondos de la UE. Este dinero se ha destinado fundamentalmente a financiar los planes de infraestructura del Gobierno central y los autonómicos. La anexión a la UE de los países de Europa del Este ha reducido notablemente la media del PIB *per capita* en Europa, ya que estos países están muy por debajo de la media europea. Teniendo en cuenta que los criterios para recibir fondos de la UE exigen que las comunidades solicitantes tengan un PIB *per capita* inferior al 75% de la media de la UE y que los países de Europa del Este han reducido esta media, la mayoría de las autonomías españolas no cumplen los requisitos. Probablemente, tan sólo Andalucía, Extremadura y Galicia recibirían fondos ya que son las únicas comunidades que tienen un PIB *per capita* inferior al 75% de la media europea.



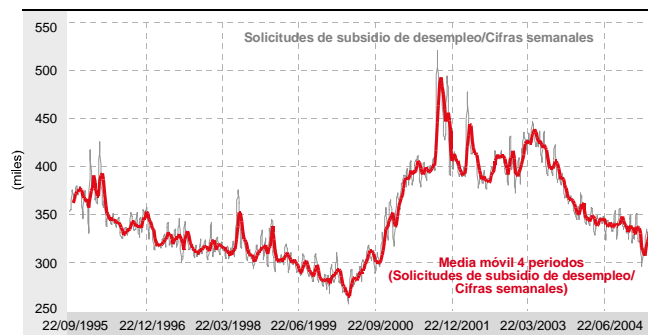
Si no se modifican los planes de reducción de fondos, el Gobierno español advierte que el impacto negativo en la economía española sería muy significativo, con una pérdida de más de 200.000 empleos. Por otro lado, la propuesta de Alemania y Francia sería incluso más negativa que la de la Comisión Europea. En el lado positivo, este fin de semana se anunciaba que el periodo actual, que finaliza en 2006, podría prolongarse dos años más. De ser así, España dispondría de más tiempo para adaptar su economía al nuevo escenario sin las ayudas de la UE. En cualquier caso, las negociaciones siguen su curso y habrá que esperar a conocer el resultado. Si finalmente no se llega a un acuerdo que atenúe la transición al nuevo escenario sin ayudas de la UE, el impacto en la economía española sería muy negativo.

La semana en la zona euro: Los datos fueron relativamente débiles la semana pasada. Los precios se disparaban en marzo en la zona euro, con una subida del IPC del 0,7% intermensual, 2,1% interanual. Las tarifas energéticas se encuentran detrás de esta subida. El índice subyacente mostraba que la inflación sigue estando bajo control, al crecer un 1,6% anualizado. El informe ZEW arrojaba otro descenso importante, que apunta a mayor debilidad del índice IFO y otros indicadores de confianza empresarial. Las balanzas por cuenta corriente en Francia y en la zona euro resultaban relativamente positivas en febrero. Por último, el gasto del consumidor se reducía de manera significativa en Francia en marzo (-0,8% intermensual, 4,0% interanual).

En EEUU: Los precios volvían a ser tema de preocupación en EEUU. Los precios de producción arrojaban un fuerte incremento en marzo, con un 0,7% intermensual tras el 0,4% intermensual del mes anterior. De nuevo, la energía volvía a estar detrás de esta subida, dado que el índice subyacente no crecía más de un 0,1% intermensual. Los datos del IPC en el mismo mes también sorprendían al alza, con un 0,6% intermensual en la tasa general y un 0,4% intermensual en el índice subyacente. Las tasas anuales ya se sitúan en el 3,1% y 2,3%, respectivamente. A pesar de que la subida del índice subyacente podría crear cierta alarma, hay que destacar que uno de los principales causantes de este incremento era el precio de los hoteles, que no deja de ser un factor extraordinario en la inflación.

El número de viviendas iniciadas se reducía drásticamente en marzo, de 2.229.000 en el mes anterior a 1.873.000, con un bajada también de los permisos de construcción. Por último, en el lado positivo, las solicitudes de subsidio de desempleo semanales evolucionan favorablemente al pasar de 330.000 la semana anterior a 296.000. Esto habría de significar mejores tiempos para el empleo.

EEUU – Solicitudes de subsidio de desempleo semanales



EEUU – Renovación de solicitudes



Fuente: Bloomberg.

ESTA SEMANA

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión
Durante la semana		Alemania	IPC (m/a)	Abr	0,3 / 1,8	0,2 / 1,7
		Alemania	Índice de precios de importación (m/a)	Mar	0,8 / 3,7	1,0 / 3,7
25-Abril Monday	9:00	España	Precios de producción (m/a)	Mar	0,7 / 4,9	0,7 / 4,9
	10:00	Alemania	IFO – Clima empresarial	Abr	94,0	93,5
	10:00	Alemania	IFO – Condiciones actuales	Abr	93,3	93,0
	10:00	Alemania	IFO – Expectativas	Abr	94,6	94,0
	16:00	EEUU	Ventas de viviendas de segunda mano (mn)	Mar	6,79	6,80
26-Abril Tuesday	16:00	EEUU	Confianza del consumidor	Abr	102,4	98,0
	16:00	EEUU	Ventas de viviendas nuevas (miles)	Mar	1226	1200
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	24-Abr	-16	-
27-Abril Wednesday	8:00	Alemania	Confianza del consumidor	-	-	-
	8:45	Francia	Precios de producción (m/a)	Mar	0,3 / 3,1	0,6 / 3,1
	8:45	Francia	Confianza empresarial	Abr	101,0	100,0
	13:00	EEUU	Solicitudes de hipotecas	22-Abr	-1,6	-
	14:30	EEUU	Pedidos de bienes duraderos	Mar	0,5 R	0,3
	14:30	EEUU	excluyendo transporte	Mar	0,0 R	-0,2
28-Abril Thursday	9:00	España	Ventas minoristas (m/a)	Mar	-	-
	9:30	Italia	Confianza empresarial	Abr	85,0	84,5
	9:55	Alemania	Desempleo (var./tasa)	Abr	10.000 / 12	10.000 / 12
	11:00	Zona euro	Saldo balanza cta. corriente (t) (miles mn €)	4T	9,9	-
	14:30	EEUU	PIB Anualizado	1T	3,6	3,5
	14:30	EEUU	PIB Deflactor de precios	1T	2,3	2,0
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	23-Abr	296.000	325.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	16-Abr	2,93 mn	-
	16:00	EEUU	Índice de oferta de empleo	Mar	41	41
	29-Abril Friday	8:45	Francia	Desempleo (var./tasa)	Abr	4.000 / 10,1
8:50		Francia	Confianza del consumidor	Abr	-25	-26
9:00		España	Tasa de desempleo	1T	10,5	-
10:00		Italia	IPRI (m/a)	Abr	0,3 / 4,7	0,6 / 4,4
11:00		Italia	IPC (NIC incl. tabaco) (m/a)	Abr	0,3 / 1,9	0,2 / 1,9
11:00		Zona euro	Clima empresarial	Abr	-0,08	-0,12
11:00		Zona euro	Confianza del consumidor	Abr	-14	-14
11:00		Zona euro	Confianza industrial	Abr	-8	-9
11:00		Zona euro	Confianza del sector servicios	Abr	9	10
11:00		Zona euro	Estimación del IPC (a)	Abr	2,1	2,0
14:30		EEUU	PCE Deflactor / Subyacente (a)	Mar	2,3 / 1,6	2,5 / 1,7
14:30		EEUU	Ingresos personales / Gastos	Mar	0,3 / 0,5	0,4 / 0,4
14:30		EEUU	Costes laborales	1T	0,7	1,0
15:45		EEUU	Confianza de la U. de Michigan	Abr	88,7	89,0
16:00		EEUU	Gestores de compras de Chicago	Abr	69,2	62,5

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

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

ASUNTOS A TENER EN CUENTA

En EEUU: (1) La venta de viviendas de segunda mano podría mantenerse sin cambios en marzo; (2) posible nueva caída de la confianza del consumidor en abril por las tarifas energéticas y las caídas bursátiles; (3) los pedidos de bienes duraderos podrían registrar un ligero incremento en marzo; (4) el PIB crecerá en torno al 3,0% trimestral anualizado; y (5) los ingresos personales podrían subir un 0,4% en marzo, porcentaje previsto también para el consumo.

En la zona euro: (1) El índice IFO podría volver a caer arrastrado por la apreciación del euro; (2) la confianza empresarial también podría descender en Francia e Italia; (3) los datos del empleo podrían volver a ser débiles en Francia y Alemania; (4) posible descenso del IPC de la zona euro hasta el 2,0% en abril, desde el 2,1% en el mes anterior; y (5) el índice de confianza de la Comisión Europea podría volver a ser débil en abril.



TIPOS Y DIVISAS

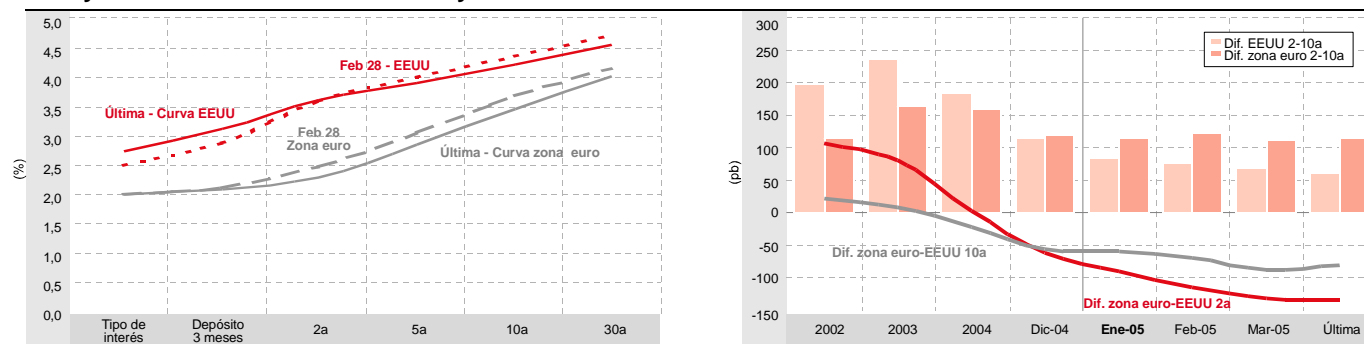
- El tramo largo de la curva de deuda sigue bajo presión. Los tipos de interés a largo plazo se han mantenido prácticamente en los mismos niveles que la semana anterior. Incluso la rentabilidad del bono a 10 años ha caído ligeramente. El tramo corto de la curva mantiene su estructura de descontar nuevas subidas de tipos de interés por parte de la Fed, al tiempo que ha moderado considerablemente el ritmo y la cuantía de subida de tipos por parte del BCE.
- La estructura de la curva ha registrado un aplanamiento en EEUU y la zona euro. El diferencial entre ambas curvas se ha estrechado ligeramente en el vencimiento a 10 años, mientras que a dos años se ha ampliado.

EEUU y zona euro – Tipos de interés y divisas

		Anual ¹			Trimestral ¹				Mensual				Semanal			
		2001	2002	2003	Jun-04	Sep-04	Dic-04	Mar-05	Dic-04	Ene-05	Feb-05	Mar-05	08-abr	15-abr	22-abr	Última ²
Tipos interés corto plazo																
	Tipo intervención BCE	3,2	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,00	2,00	2,00	2,00
	Fondos de la Fed	1,7	1,1	1,4	1,1	1,5	2,0	2,5	2,3	2,3	2,5	2,8	2,75	2,75	2,75	2,75
	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	2,09	2,09	2,09	2,11
	Dep. 3 meses EEUU	1,7	1,1	1,6	1,3	1,8	2,3	2,9	2,5	2,7	2,9	3,1	3,08	3,11	3,13	3,14
Tipos inter. largo plazo																
Zona euro	2 años	3,6	2,5	2,5	2,6	2,5	2,4	2,5	2,5	2,4	2,5	2,5	2,40	2,34	2,31	2,30
	5 años	4,2	3,3	3,3	3,5	3,4	3,1	3,0	3,0	2,9	3,1	3,1	2,98	2,90	2,86	2,85
	10 años	4,8	4,1	4,1	4,3	4,1	3,8	3,6	3,7	3,5	3,7	3,6	3,58	3,49	3,47	3,46
	30 años	5,2	4,8	4,7	4,9	4,7	4,4	4,1	4,3	4,0	4,2	4,1	4,15	4,07	4,03	4,02
EEUU	2 años	2,5	1,6	2,4	2,5	2,6	2,9	3,5	3,1	3,3	3,6	3,8	3,74	3,49	3,62	3,61
	5 años	3,7	2,9	3,4	3,7	3,5	3,5	4,0	3,6	3,7	4,0	4,2	4,13	3,87	3,92	3,92
	10 años	4,5	4,0	4,2	4,6	4,2	4,2	4,3	4,2	4,1	4,4	4,5	4,47	4,24	4,25	4,24
	30 años	5,3	4,9	5,0	5,3	5,0	4,9	4,7	4,8	4,6	4,7	4,8	4,77	4,61	4,58	4,58
Diferencial																
Dif. zona euro	3 m-30 a	195	257	265	287	262	228	199	216	194	205	198	205	198	194	192
	2 a-10 a	115	164	160	171	154	136	117	120	115	122	113	117	114	116	115
Dif. EEUU	3 m-30 a	354	376	338	399	321	254	180	230	188	184	168	169	150	145	144
	2 a-10 a	198	235	184	207	168	133	78	115	86	78	71	73	75	62	64
Dif. zona euro-EEUU	Int.	154	115	60	92	50	0	-50	-25	-25	-50	-75	-75	-75	-75	-75
	2 a	107	82	5	6	-2	-45	-109	-59	-88	-112	-129	-134	-115	-131	-130
	10 a	24	11	-20	-30	-16	-42	-71	-54	-59	-67	-86	-89	-76	-78	-79
Divisas																
	€/US\$	0,95	1,14	1,25	1,21	1,22	1,32	1,31	1,365	1,300	1,326	1,296	1,283	1,283	1,307	1,297
	€/¥	118	132	134	132	135	137	137	140	135	138	139	139	139	139	137
	US\$/¥	125	116	108	109	111	104	105	102	104	104	107	109	108	106	106

(1) Las cifras representan la media del periodo. (2) Última: 8 de abril de 2004.
Fuente: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

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



Fuente: Bloomberg.

ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

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

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

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

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

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

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



APÉNDICE 1

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

PIB y sus componentes	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas					
	2001	2002	2003	2T04	3T04	4T04	1T05	4T03	1T04	2T04	3T04	4T04	1T05
Consumo privado	0,7	1,1	1,1	1,0	0,8	1,4	-	-0,1	2,9	0,1	0,4	2,3	-
Gasto público	3,1	1,6	1,6	1,6	1,6	1,4	-	2,0	0,8	1,3	2,4	1,0	-
F. B. capital fijo	-2,5	-0,5	1,6	2,0	2,0	1,4	-	4,8	-0,6	2,0	1,9	2,3	-
Var. existencias (contrib.)	0,0	-0,4	-0,1	0,2	1,1	0,4	-	2,2	-0,4	0,4	2,3	-0,7	-
Demanda interna	0,4	1,2	1,7	1,6	2,4	1,8	-	3,6	1,2	1,1	3,5	1,3	-
Exportaciones	1,9	0,5	5,8	7,8	6,3	5,9	-	2,7	5,7	13,0	4,0	1,2	-
Importaciones	0,5	2,3	6,0	6,6	8,0	6,6	-	8,4	1,3	11,9	10,9	2,8	-
Aportac. sector Exterior	0,5	-0,7	0,0	0,6	-0,5	-0,2	-	-2,0	1,7	0,7	-2,5	-0,6	-
PIB	0,9	0,5	1,8	2,2	1,8	1,6	-	1,6	2,9	1,8	1,0	0,6	-
PIB nom. (EUR mds)	7086,0	7272,2	7546,5										
Indicadores de actividad	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	2T04	3T04	4T04	1T05	Oct-04	Nov-04	Dec-04	Jan-05	Feb-05	Mar-05
Producción industrial (IPI)	-0,3	0,2	2,1	3,2	2,9	1,1	-	1,3	-0,5	2,7	2,5	0,1	-
-sin construcción	-0,6	0,3	1,9	3,0	2,8	1,0	-	1,2	0,8	1,0	2,0	0,6	-
Producción manufacturera	-0,8	0,0	1,9	3,2	2,9	0,7	-	1,2	0,3	0,7	2,5	0,4	-
Ventas al por menor	0,1	0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	-	-0,6	0,5	0,5	-0,6	1,0	-
Nuevas matriculaciones	-2,8	-1,3	1,7	3,5	-0,9	2,6	-	2,4	2,3	3,3	3,7	-2,8	-
Utilización capacidad prod.	81,2	81,1	81,6	81,1	82,0	82,1	82,0						
Indicadores de confianza	Media anual			Media trimestral				Índice					
	2001	2002	2003	2T04	3T04	4T04	1T05	Oct-04	Nov-04	Dec-04	Jan-05	Feb-05	Mar-05
Clima económico	94,4	93,4	100,0	99,9	100,6	100,9	99,0	101,5	100,9	100,2	100,8	98,8	97,4
Clima empresarial	-0,53	-0,43	0,32	0,34	0,52	0,45	-	0,53	0,39	0,44	0,40	0,20	-
Confianza industria	-11	-11	-5	-5	-4	-3	-6	-3	-3	-4	-5	-6	-8
Confianza construcción	-19	-20	-16	-16	-15	-14	-13	-14	-14	-13	-13	-14	-13
Confianza comercio minorista	17	-11	-8	-8	-8	-8	-8	-7	-10	-7	-6	-8	-10
Confianza servicios	1	2	12	12	12	11	11	12	11	10	13	10	9
Confianza consumidores	-11	-18	-14	-14	-14	-13	-13	-13	-13	-13	-13	-13	-14
PMI	48	50	49	52,8	54,4	53,9	51,4	52,4	50,4	51,4	51,9	51,9	50,4
- Producción	49	52	51	53,9	56,0	55,9	52,3	54,0	50,5	52,4	53,3	53,4	51,6
- Nuevos pedidos	47	51	50	55,0	56,1	55,2	51,3	52,6	49,8	51,6	52,9	52,8	50,4
- Empleo	49	47	47	48,4	48,9	49,5	48,4	49,0	48,0	48,3	48,1	49,3	48,8
- Existencias	47	46	46	46,9	48,4	49,2	49,5	48,9	49,4	50,1	49,4	49,6	48,5
- Tiempos de entrega proveedores	53	50	50	45,0	40,4	43,1	44,6	44,0	44,4	45,4	46,1	47,5	48,3
- Precios	48	52	52	59,8	70,7	69,4	72,8	76,4	72,1	69,9	69,1	64,8	59,8
Precios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	2T04	3T04	4T04	1T05	Oct-04	Nov-04	Dec-04	Jan-05	Feb-05	Mar-05
IPC	2,3	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3	2,0	0,4	-0,1	0,3	-0,6	0,3	0,8
Infl. subyacente	2,4	1,8	1,8	1,9	1,8	1,8	1,5	0,3	0,0	0,5	-1,0	0,2	0,7
PPI (excl. construcción)	-0,1	1,4	2,3	2,0	3,1	3,8	-	0,8	-0,2	-0,3	0,6	0,4	-
Deflactor PIB	2,5	2,1	1,8	2,1	1,7	1,7	-						
Defactor de la demanda interna	2,2	1,9	2,0	2,2	1,9	2,2	-						
Costes y salarios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	Oct-04	Nov-04	Dec-04	Jan-05	Feb-05	Mar-05
Coste laboral unitario	2,2	2,0	-	0,4	0,1	-	-						
Remuneración asalariado	2,6	2,4	-	2,2	1,5	-	-						
Productividad	0,4	0,4	1,3	1,8	1,3	0,9	-						
Mercado de trabajo	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	2T04	3T04	4T04	1T05	Oct-04	Nov-04	Dec-04	Jan-05	Feb-05	Mar-05
Tasa de desempleo	8,2	8,7	8,8	8,8	8,8	8,8	-	8,9	8,8	8,8	8,8	8,9	-
Sec. monetario y financiero	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	2T04	3T04	4T04	1T05	Oct-04	Nov-04	Dec-04	Jan-05	Feb-05	Mar-05
M3	6,6	6,4	6,1	5,2	6,0	6,1	-	0,6	0,3	0,6	0,6	0,3	-
M3 Media móvil 3m	7,1	7,0	6,3	5,2	5,8	6,3	-	6,0	6,1	6,3	6,5	-	-
Préstamos al sector privado	4,0	4,7	6,3	5,4	5,8	6,3	-	0,6	0,8	0,5	0,6	0,3	-
Datos financ. (tasas inter.)	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	oct-04	nov-04	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05
Tipo efectivo €	3,0	11,4	4,0	1,2	2,7	3,7	0,8	3,2	4,7	3,3	0,3	-0,3	2,4
Tipo efectivo real € (CPI)	4,1	12,6	4,1	1,6	2,8	3,3	0,9	2,9	4,3	2,9	0,5	-0,2	2,5
Tipo efectivo real € (PPI)	3,9	11,2	3,1	0,5	2,2	2,6	0,7	2,2	3,3	2,3	0,2	-0,3	2,2
Tipo efectivo real € (ULC)	2,8	12,8	3,8	1,0	1,6	2,5	-						
Sector exterior	2002	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	oct-04	nov-04	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05
Saldo cta. corriente (% PIB)	0,9	0,3	0,6	0,2	0,6	0,7	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
EUR Mds	65	20	45	39	49	44	36	44	46	45	36	38	-
Cuentas públicas (% PIB)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Total recursos	47,1	47,7	47,3	46,9	47,6	47,9	47,3	47,8	47,5	46,8	46,3	46,3	-
Total empleos	52	53,5	52,5	52,0	52,0	50,6	49,6	49,1	48,5	48,6	48,7	49,1	-
Déficit/Superávit	-5,0	-5,9	-5,2	-5,2	-4,2	-2,6	-2,2	-1,3	0,2	-1,7	-2,4	-2,8	-2,7

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

APÉNDICE 2

ESTADOS UNIDOS: Indicadores, 2001-1T04

PIB y sus componentes	2002	2003	Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas			
			2T04	3T04	4T04	1T05	2T04	3T04	4T04	1T05
Consumo privado	3,3	3,8	3,6	3,6	3,8	-	1,6	5,1	4,2	-
Gasto e inv. públicos	2,8	2,0	1,6	1,8	1,6	-	2,2	0,7	0,8	-
Inversión privada	4,4	13,2	16,8	11,7	11,6	-	19,0	2,4	13,3	-
- Equipo	6,4	13,6	13,9	12,9	14,5	-	14,2	17,5	18,4	-
- Construcción	3,7	7,0	9,3	5,9	4,5	-	13,5	0,8	3,0	-
Demanda interna	3,4	4,8	5,1	4,5	4,6	-	4,2	3,9	5,0	-
Exportaciones	1,9	8,6	10,8	9,4	5,9	-	7,3	6,0	3,2	-
Importaciones	4,4	9,9	10,7	11,1	9,8	-	12,6	4,6	11,4	-
PIB	3,0	4,4	4,8	4,0	3,9	-	3,3	4,0	3,8	-
PIB nominal (M.M. \$)	11004	11735								
Actividad general	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	Oct-04	Nov-04	Dec-04	Jan-05	Feb-05	Mar-05
Indicador adelantado	4,2	2,4	1,3	0,3	1,2	1,3	1,3	0,7	0,7	-0,5
Indicador coincidente	2,7	2,6	2,9	2,7	2,7	2,5	3,5	2,9	2,8	2,5
Ratio existencias/Ventas	1,23	1,23	1,24	1,23	1,24	1,24	1,23	1,23	1,25	-
Producción industrial	4,9	4,6	4,3	3,8	4,6	3,8	4,4	4,2	3,3	3,9
Utilización capacidad (1)	77,7	78,3	78,5	79,3	78,5	78,7	79,3	79,2	79,3	79,4
Índice ISM	27,2	10,5	-4,8	-10,8	-0,4	-6,0	-7,7	-10,2	-11,0	-11,4
Índice ISM (1)	62,3	61,6	57,5	57,3	57,5	57,6	57,3	56,4	55,3	55,2
Consumo privado	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	Oct-04	Nov-04	Dec-04	Jan-05	Feb-05	Mar-05
Ganancia real por hora	-0,6	-0,4	-0,8	-0,4	-0,6	-1,2	-0,7	-0,4	-0,4	-0,5
Ventas al por menor	7,6	6,3	8,3	7,2	8,6	7,3	8,9	8,0	7,8	5,9
-sin autos	9,1	7,6	8,9	7,8	9,0	8,7	8,9	8,2	8,6	6,7
Gastos de consumo	3,6	3,6	3,8	-	4,0	3,4	3,9	3,6	3,5	-
Confianza consumidores (1)	93,0	105,7	92,9	102,7	92,9	92,6	102,7	105,1	104,4	102,4
Expectativas consumidor (1)	94,8	105,3	92,2	100,7	92,2	90,2	100,7	100,4	96,1	93,7
Tasa de ahorro familiar (1)	1,5	0,7	0,6	3,7	0,6	0,6	3,7	0,8	0,6	-
Crédito al consumo	4,0	4,2	4,7	-	4,5	4,6	4,7	3,9	4,1	-
Inversión en equipo	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	Oct-04	Nov-04	Dec-04	Jan-05	Feb-05	Mar-05
Nuevos pedidos	13,1	11,7	10,3	-	9,1	11,6	10,2	11,1	10,0	-
-ex autos	14,2	12,4	12,0	-	11,5	12,8	11,7	11,9	12,4	-
Pedidos b. capital sin def. y aviones	12,3	12,1	11,4	-	12,5	11,3	10,6	14,0	13,2	-
ISM: Producción	25,5	6,5	-12,3	-14,4	-5,6	-13,1	-17,7	-16,2	-12,8	-14,1
ISM: Nuevos pedidos	24,8	2,7	-10,6	-15,9	-9,1	-14,1	-8,4	-18,4	-16,7	-12,6
Benef. después de impuestos	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04	3T04	4T04	1T05
	31,8	14,3	6,7	9,8	14,7	17,2	19,5	5,8	6,8	-
Construcción	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	Oct-04	Nov-04	Dec-04	Jan-05	Feb-05	Mar-05
Viviendas iniciadas	10,0	4,6	-2,9	7,3	4,1	-12,1	-0,5	13,2	17,6	-8,2
Ventas nuevas viviendas	9,2	-0,2	10,6	-	14,3	8,0	9,5	-2,9	5,2	-
Gastos de construcción	10,2	9,6	8,6	-	8,0	8,4	9,3	10,3	10,0	-
Permisos de construcción	11,2	5,9	4,8	5,3	2,0	7,9	4,6	8,2	7,7	0,2
Empleo y salarios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	oct-04	nov-04	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05
Población activa	0,3	0,8	0,8	1,0	0,8	0,8	1,0	0,8	1,1	1,0
Empleo total	0,9	1,5	1,3	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,5
Tasa de paro (% pob. activa) (1)	5,5	5,5	5,5	5,4	5,5	5,4	5,4	5,2	5,4	5,2
Duración media paro (sem.) (1)	19,7	18,5	19,7	19,3	19,7	19,8	19,3	19,3	19,1	19,5
Jornada media laboral (horas) (1)	33,7	33,7	33,8	33,7	33,8	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7
Ganancia media por hora	2,1	2,2	2,5	2,6	2,6	2,4	2,6	2,7	2,6	2,6
Coste del empleo total	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04	3T04	4T04	1T05
	3,6	3,9	3,8	4,0	3,9	3,8	3,9	3,8	3,7	-
Precios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	Oct-04	Nov-04	Dec-04	Jan-05	Feb-05	Mar-05
Inflación	2,9	2,7	3,3	3,0	3,2	3,5	3,3	3,0	3,0	3,2
Inflación subyacente	1,8	1,8	2,1	2,3	2,0	2,2	2,2	2,3	2,4	2,4
Precios producción	4,2	3,5	4,5	4,6	4,5	5,0	4,1	4,2	4,8	4,9
P. producc sin energía y alim.	1,5	1,6	2,0	2,7	1,8	2,0	2,2	2,7	2,8	2,6
Precios importación	5,7	7,0	8,5	6,3	9,9	9,0	6,7	5,7	6,0	7,1
Precios exportación	4,2	4,2	4,2	3,6	4,4	4,2	4,0	4,1	3,4	3,3
Sector exterior	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	oct-04	nov-04	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05
Saldo B. bienes y servicios (4)	-516,0	-548,0	-586,0	-630,0	-586	-605	-617	-630	-645	-
Saldo B. bienes y servicios (4) % PIB	-4,4	-4,6	-4,9	-	-	-	-	-	-	-
Saldo Balanza comercial (4)	-600,8	-634,9	-674,0	-720,8	-674	-694	-707	-721	-737	-
Saldo Balanza comercial (4) % PIB	-5,2	-5,4	-5,6	-	-	-	-	-	-	-
Tipo cambio efectivo nominal	-5,9	-7,1	-6,3	-4,4	-4,5	-7,9	-6,7	-3,8	-3,4	-6,1
Política económica	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T04	3T04	4T04	1T05	oct-04	nov-04	dic-04	ene-05	feb-05	mar-05
Oferta monetaria (M2)	4,7	3,6	5,2	5,3	4,7	5,3	5,7	5,7	5,2	4,9
Tipo fondos federales (1)	1,01	1,27	1,75	2,16	1,75	1,92	2,16	2,29	2,50	2,63
Ingresos federales (3)	550	479	487	452	137	135	216	202	101	149
Gastos federales (3)	576	565	605	628	194	192	219	194	215	220
Déficit público federal (3)	-26	-86	-118	-177	-57	-58	-3	9	-114	-71

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

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

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

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

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



THE IBERIAN QUANT OBSERVER

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

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

CONTENIDO:

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

I. ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

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

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

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

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

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

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



II. MONITOR POR PAÍS Y SECTOR

Múltiplos de valoración

	Cap. bur. (mn €)	PER (x)			TACC (%)	EV/EBITDA (x)			TACC (%)	P/FC (x)			TACC (%)	RpD (%)		P/VC (x)	
		04E	05P	06P	BpA	04E	05P	06P	EBITDA	04E	05P	06P	FCpA	05P	06P	05P	06P
Francia (CAC 40)	836.218	14,3	13,3	12,0	12,0	7,5	6,9	6,3	9,1	9,4	8,5	7,9	8,7	3,0	3,4	2,2	2,0
Alemania (DAX 30)	569.329	14,5	13,4	11,5	23,1	6,3	5,6	5,0	8,0	7,3	7,1	6,4	7,0	3,0	3,4	1,9	1,7
Italia (MIB 30)	465.978	21,9	15,0	13,9	18,3	6,6	6,2	5,9	5,5	7,1	6,9	6,7	5,1	4,3	4,3	2,6	2,5
Portugal (PSI 20)	173	8,0	26,9	9,8	29,9	8,8	8,1	6,8	7,2	5,6	10,1	7,8	-6,7	0,0	0,0	2,2	1,8
España (IBEX35)	398.768	15,4	15,3	12,4	13,6	9,4	7,4	7,1	5,7	8,5	7,6	7,0	6,0	3,4	3,8	3,1	2,7
DJ Stoxx 600	6.324.248	15,9	14,5	12,9	13,0	6,6	6,0	5,6	8,8	8,7	8,0	7,3	6,3	3,3	3,6	3,2	2,5
DJ Stoxx 50	2.664.176	14,4	13,2	12,3	11,5	7,9	7,4	6,8	6,7	10,2	9,5	8,9	7,4	3,6	3,9	2,7	2,4
DJ Euro Stoxx 50	1.804.355	14,2	12,9	11,8	13,8	6,6	6,1	5,7	6,4	8,1	7,6	7,2	7,3	3,7	4,0	2,3	2,1
P. ibérica Bienes de Capital	26.687	8,8	8,4	11,8	29,9	5,3	4,5	5,7	11,8	5,5	5,4	6,6	4,3	3,3	2,9	1,6	1,5
P. ibérica Construcción	23.045	15,4	13,7	12,4	-14,9	8,9	8,2	7,6	13,3	9,4	8,2	7,4	-11,7	3,6	2,2	2,1	2,0
P. ibérica B. de Consumo	33.429	22,3	20,1	18,5	20,0	10,2	9,2	8,9	11,0	13,0	11,7	11,5	13,8	2,5	3,0	4,4	4,2
P. ibérica Serv. consumidor	41.876	14,9	13,1	15,0	7,2	10,4	9,6	10,9	2,8	8,1	8,0	8,4	-1,3	2,5	2,2	2,3	2,4
P. ibérica Financieras	149.781	16,5	13,6	12,5	16,8	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	3,2	3,9	1,8	1,9
P. ibérica Petróleo y gas	44.959	16,1	13,9	11,9	11,5	6,7	6,7	6,4	6,6	6,9	6,9	6,2	5,2	2,6	2,9	2,0	1,8
P. ibérica TMTs	134.742	49,0	37,7	28,2	49,1	17,7	15,0	13,2	14,6	23,4	16,2	15,6	19,0	1,3	1,4	9,4	7,9
P. ibérica Utilities	53.480	15,0	13,5	13,5	6,9	8,2	6,6	7,1	2,5	6,1	7,8	7,5	11,1	4,2	4,2	2,6	3,4
Total P. ibérica	508.000	18,8	16,1	15,3	14,2	12,8	11,4	11,6	8,1	14,1	13,6	13,3	6,2	2,7	2,9	2,6	2,7

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

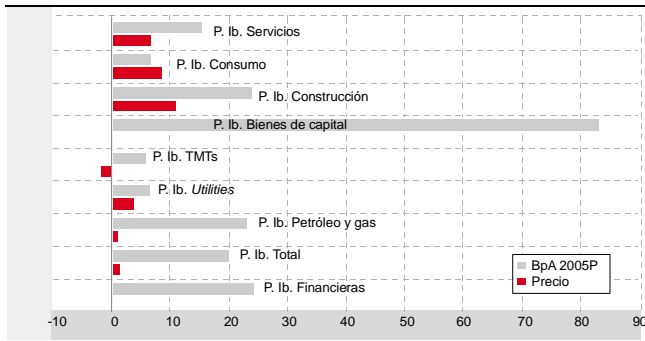
Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.

Comportamiento de los mercados (%)

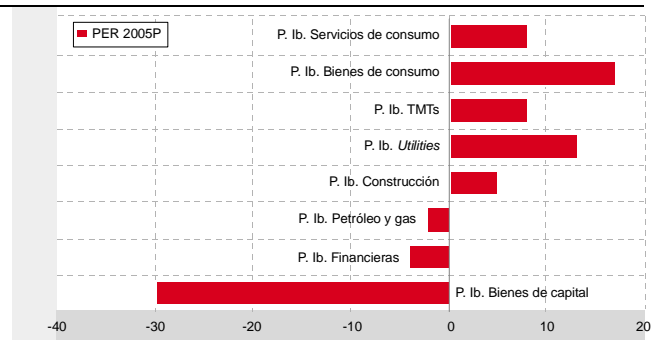
Index	Cierre	Últimos 12M			En el						Desde 12M	
	21-abril	Máx.	Mín.	-1S	-1M	-3M	-6M	-12M	Trim.	Año	Máx.	Mín.
Francia (CAC 40)	3.978	4.144	3.452	-1,3	-1,7	3,2	7,9	5,1	-2,2	4,1	-4,0	15,2
Alemania (DAX 30)	4.223	4.435	3.619	-2,1	-2,3	0,2	7,3	4,0	-2,9	-0,8	-4,8	16,7
Italia (MIB 30)	31.435	33.179	26.185	-1,8	-2,1	-0,6	9,7	10,1	-3,3	0,7	-5,3	20,0
Portugal (PSI 20)	7.805	8.107	6.952	0,0	0,7	-0,8	4,7	3,1	0,2	2,7	-3,7	12,3
España (IBEX35)	9.091	9.648	7.539	-0,7	-2,2	1,0	8,6	9,6	-1,8	0,1	-5,8	20,6
DJ Stoxx 600	259	268	225	-0,9	-0,8	2,3	8,1	5,8	-1,1	3,3	-3,3	15,2
DJ Stoxx 50	2.831	2.947	2.523	-1,0	-1,1	1,8	5,3	2,3	-1,2	2,0	-3,9	12,2
DJ Euro Stoxx 50	2.977	3.118	2.560	-1,2	-2,4	1,2	6,7	3,5	-2,6	0,9	-4,5	16,3
P. ibérica Bienes de Capital	ND	ND	ND	-0,1	-4,7	0,8	10,3	13,6	-3,2	0,0	-11,9	27,7
P. ibérica Construcción	ND	ND	ND	-0,9	-0,1	3,1	26,3	30,7	-0,8	10,9	-7,0	41,4
P. ibérica B. de Consumo	ND	ND	ND	0,4	2,8	8,1	21,3	32,5	3,0	8,6	-3,3	42,0
P. ibérica Serv. consumidor	ND	ND	ND	-1,2	-0,1	3,3	16,6	25,0	-0,5	6,9	-7,7	36,9
P. ibérica Financieras	ND	ND	ND	-1,5	-3,0	0,2	7,4	4,9	-2,9	-0,2	-8,0	19,6
P. ibérica Petróleo y gas	ND	ND	ND	-1,8	-2,8	2,1	9,8	11,0	-2,3	1,2	-7,3	20,6
P. ibérica TMTs	ND	ND	ND	0,8	-2,5	-3,5	3,2	3,4	-1,1	-2,1	-10,3	19,6
P. ibérica Utilities	ND	ND	ND	-0,8	-0,5	4,7	11,7	13,0	-0,9	4,0	-6,3	21,2
Total P. ibérica	ND	ND	ND	-0,6	-2,0	0,7	9,3	10,3	-1,5	1,4	-8,2	23,7

Fuente: Bloomberg.

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

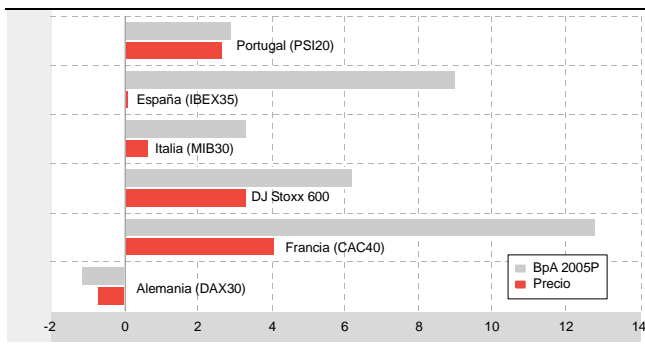


DJ Stoxx 600 – Variación relativa en el PER 2005P por sectores (%)

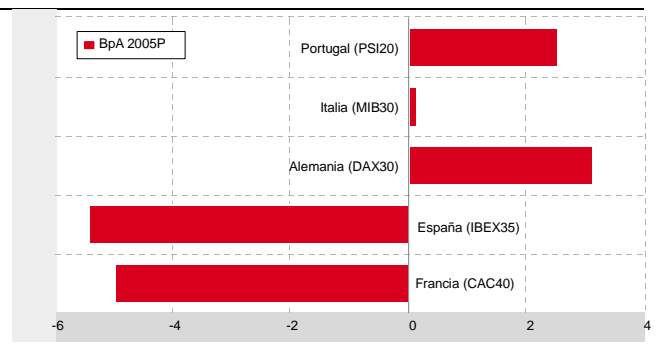


Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.

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



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



Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.

III. RECOMENDACIONES Y MÚLTIPLOS DE MERCADO

Compañía	Pais	Moneda	Precio 10/04/05	Cap. burs. (€ mn)	SCH Bolsa Recomen	Precio objet.	Potencial alcista (%)	Ponderación (%) IBEX 35 PSI 20	Comport. burs. (Año) -1S Trim. Año	PER (x) 04E 05P 06P	TACC BpA 03-06P (%)	EV/EBITDA (x) 04E 05P 06P	TACC EBITDA 03-06P (%)	P/FC (x) 04E 05P 06P	TACC FCpA 03-06P (%)	RpD (%) 05P 06P	P/VC (x) 05P 06P	Compañía
Acerinox	ESP	EUR	12,1	3.179	Infrapond.	12,2	1,0	0,9	0,8 -4,5 2,3	10,5 8,3 16,5	15,3	6,3 4,9 8,0	18,4	6,2 5,9 9,0	12,3	2,9 2,9	1,5 1,5	Acerinox
Arcoflor	ESP	EUR	16,3	10.416	Infrapond.	15,2	-6,9	1,8	-1,2 -7,3 -7,8	4,8 5,2 7,4	67,1	3,8 3,1 3,7	20,5	3,2 3,5 4,0	1,1	3,7 3,7	0,9 0,9	Arcoflor
Cementos Portland	ESP	EUR	51,8	1.442	Comprar	67,4	30,1		-0,9 4,2 7,9	12,4 11,4 10,5	-2,5	5,7 5,2 4,8	2,4	7,3 6,8 6,4	-0,8	3,2 3,4	1,5 1,4	Cementos Portland
Cimpor	POR	EUR	4,3	2.916	Mantener	4,9	12,9	3,3	0,5 0,2 4,6	16,2 14,7 ND	ND	ND ND ND	ND	7,0 6,6 ND	ND	4,4 ND	2,6 ND	Cimpor
Ence	ESP	EUR	22,2	566	Comprar	28,0	26,1		-3,9 -4,7 -1,4	13,8 6,3 6,2	29,7	14,5 6,9 5,8	19,7	6,9 4,3 4,2	14,1	3,4 3,2	1,2 1,0	Ence
Gamesa	ESP	EUR	10,3	2.496	Comprar	12,5	21,8	0,6	0,3 0,1 -0,4	11,3 14,3 12,2	0,4	9,4 8,5 7,5	12,4	6,8 6,7 6,0	8,3	2,2 2,6	3,1 2,6	Gamesa
Tubacex	ESP	EUR	2,7	354	Infrapond.	1,9	-28,6		6,8 7,7 40,7	26,2 17,6 15,3	56,5	10,9 9,3 8,4	26,4	12,0 10,2 8,7	18,0	1,9 2,7	1,8 1,7	Tubacex
Uralita	ESP	EUR	4,3	841	Comprar	4,7	9,2		-2,1 0,9 14,2	19,4 20,4 17,8	-202,4	6,2 6,1 5,6	1,9	5,0 7,0 6,4	39,4	2,0 2,3	3,7 3,3	Uralita
Zardoya Otis	ESP	EUR	20,7	4.477	Infrapond.	19,6	-5,2		2,1 0,2 9,6	31,4 31,6 28,7	3,9	20,4 18,5 16,8	10,1	31,1 28,8 26,4	6,1	3,1 3,4	31,3 28,5	Zardoya Otis
Bines de capital			26.687				3,3 3,3		-0,1 -3,2 0,0	8,8 8,4 11,8	29,9	5,3 4,5 5,7	11,8	5,5 5,4 6,6	4,3	3,3 2,9	1,6 1,5	Bines de capital
Acciona	ESP	EUR	65,8	4.182	Comprar	82,0	24,6	1,0	-3,2 -5,5 1,1	17,1 15,5 13,3	-45,5	7,8 6,9 6,6	25,9	11,0 7,6 6,5	-36,5	3,2 3,8	1,5 1,4	Acciona
ACS	ESP	EUR	19,1	6.722	Comprar	22,3	17,1	1,9	-1,0 -0,3 1,4	14,6 12,5 11,1	17,3	7,1 6,3 5,5	7,9	11,4 8,9 8,3	-1,4	2,0 2,3	2,6 2,2	ACS
FCC	ESP	EUR	39,8	5.133	Mantener	34,5	0,9		-1,0 0,9 1,3	12,3 12,0 11,0	10,0	7,0 6,4 5,8	6,6	7,8 7,6 7,2	18,4	4,1 4,3	2,3 2,1	FCC
Ferrovial	ESP	EUR	44,1	6.190	Comprar	56,7	28,5	1,4	-0,2 1,0 12,2	18,0 16,2 14,6	7,9	13,1 12,5 11,6	16,7	9,6 9,9 8,3	6,4	1,6 1,8	2,5 2,3	Ferrovial
OHL	ESP	EUR	8,4	756	Infrapond.	9,5	12,6		-4,4 -4,4 34,0	13,2 10,0 9,0	19,9	7,9 7,9 7,5	17,6	4,3 4,0 3,5	19,9	2,5 2,8	1,3 1,3	OHL
Construcción			23.045				5,2 0,0		-0,9 -0,8 10,9	15,4 13,7 12,4	-14,9	8,9 8,2 7,6	13,3	9,4 8,2 7,4	-11,7	3,6 2,2	2,1 2,0	Construcción
Aldasa	ESP	EUR	36,3	762	Infrapond.	34,5	-5,0		-0,7 -0,6 16,7	22,9 20,5 19,4	11,2	10,4 9,7 8,6	8,7	14,2 12,6 11,6	10,7	3,2 3,2	3,7 3,4	Aldasa
Altadis	ESP	EUR	32,9	9.324	Infrapond.	30,7	-6,7	2,7	-1,0 4,3 -2,3	18,8 16,3 14,5	31,1	9,4 8,3 7,7	7,1	11,6 10,6 9,6	21,4	3,1 3,5	6,1 5,9	Altadis
Barón de Ley	ESP	EUR	39,5	305	Infrapond.	34,4	-12,9		3,7 4,1 3,9	14,1 17,3 17,0	-5,7	9,2 8,6 8,0	3,7	9,1 11,1 10,6	-0,7	0,0 0,0	1,7 1,6	Barón de Ley
Cortefiel	ESP	EUR	14,2	1.108	Comprar	14,4	1,3		1,2 6,0 21,7	17,6 13,4 11,8	46,3	8,2 6,7 5,9	27,4	9,6 7,8 7,0	25,5	3,0 3,2	2,7 2,3	Cortefiel
Ebro Puleva	ESP	EUR	13,9	2.134	Comprar	15,9	14,6		3,1 7,0 32,1	17,7 15,0 12,3	19,9	8,7 9,0 7,6	14,4	8,7 7,0 6,9	13,3	2,5 2,7	1,9 1,7	Ebro Puleva
Faes	ESP	EUR	15,5	767	Infrapond.	11,5	-25,8		0,2 0,3 14,0	29,8 38,3 36,0	-2,3	21,4 22,2 21,6	-4,1	17,9 21,9 21,1	-3,8	0,0 0,0	5,5 5,2	Faes
Inditex	ESP	EUR	23,4	14.555	Comprar	27,9	19,3	2,5	0,9 1,2 7,6	23,2 20,1 17,5	23,0	11,3 9,8 8,4	23,4	14,6 12,9 11,2	23,3	2,9 4,2	5,0 4,4	Inditex
Jerónimo Martins	POR	EUR	12,3	1.548	Comprar	11,6	-5,7	1,8	-0,4 4,7 26,8	20,3 20,8 ND	ND	ND ND ND	ND	7,3 7,2 ND	ND	1,9 ND	4,6 ND	Jerónimo Martins
Sos Cuetara	ESP	EUR	42,3	1.211	Infrapond.	24,0	-43,2		1,1 8,7 28,8	35,9 31,1 25,8	26,7	17,9 14,0 12,0	23,7	18,5 16,2 14,4	3,6	6,8 6,8	3,3 2,9	Sos Cuetara
Viscofan	ESP	EUR	7,7	377	Infrapond.	8,0	3,8		-0,6 1,0 3,5	35,1 50,4 40,1	-14,5	9,0 8,0 6,8	1,4	15,8 14,8 14,4	-6,9	0,8 1,0	1,4 1,4	Viscofan
Zelitia	ESP	EUR	6,7	1.339	Infrapond.	4,7	-30,3		-0,4 3,3 29,5	NS NS NS	NS	NS NS NS	NS	NS NS NS	NS	0,0 0,0	4,3 0,0	Zelitia
Bienes de consumo			33.429				5,2 1,8		0,4 3,0 8,6	22,3 20,1 18,5	NS	10,2 9,2 8,9	11,0	13,0 11,7 11,5	13,8	2,5 3,0	4,4 4,2	Bienes de consumo
NH Hoteles	ESP	EUR	9,7	1.161	Comprar	12,1	24,6	0,3	-2,0 -2,1 -0,5	27,5 28,5 14,1	17,3	10,4 11,1 8,4	12,7	11,2 9,8 7,5	-0,3	1,8 3,5	1,8 1,6	NH Hoteles
Sol Meliá	ESP	EUR	8,9	1.635	Comprar	10,4	16,9		-2,6 -3,4 21,2	27,2 24,1 11,1	56,7	11,3 9,4 7,6	8,5	8,6 6,3 5,5	16,0	1,1 1,4	1,9 1,6	Sol Meliá
TelePizza	ESP	EUR	1,7	371	Infrapond.	1,4	-18,7		-0,6 -1,2 10,7	19,2 17,0 16,4	-218,3	8,9 8,2 7,5	4,4	8,6 9,3 9,1	71,2	2,7 2,9	4,2 3,7	TelePizza
Amadeus	ESP	EUR	7,3	4.306	Infrapond.	7,4	1,1	1,2	0,1 -0,1 -4,0	22,2 21,4 18,0	14,6	7,5 7,2 6,1	3,8	10,3 10,0 9,3	0,6	1,4 1,7	4,0 3,4	Amadeus
Iberia	ESP	EUR	2,5	2.306	Mantener	2,9	15,9	0,7	-2,8 4,7 -3,5	10,5 4,7 27,9	-17,5	11,5 14,0 15,9	-6,3	5,7 4,5 8,3	-9,1	10,2 2,0	1,2 1,2	Iberia
Logista	ESP	EUR	39,2	1.792	Comprar	47,0	19,8		0,6 -1,7 -1,7	20,0 18,5 15,9	12,8	12,9 8,3 7,3	17,7	11,6 10,8 9,6	25,4	2,7 3,1	3,8 3,3	Logista
Aberyst	ESP	EUR	17,5	9.660	Infrapond.	18,3	3,8	2,6	-2,1 0,6 10,8	18,2 18,7 ND	ND	ND ND ND	ND	9,9 ND ND	ND	3,3 ND	3,2 ND	Aberyst
Brisa	POR	EUR	6,2	3.723	Comprar	7,5	21,4	7,6	-4,2 -5,1 -8,4	18,4 18,4 ND	ND	ND ND ND	ND	11,4 11,0 ND	ND	4,1 ND	2,5 ND	Brisa
Inm. Colonial	ESP	EUR	37,9	2.125	Comprar	41,0	8,1		3,0 1,1 28,2	17,9 14,0 14,0	20,7	16,9 13,8 13,9	30,8	6,2 9,2 9,1	27,8	2,8 3,1	2,4 2,2	Inm. Colonial
Inm. Urbis	ESP	EUR	12,0	1.525	Infrapond.	12,5	4,6		-0,7 3,0 11,9	16,7 12,4 10,9	24,2	13,5 12,3 11,8	21,0	9,1 9,0 9,6	2,9	2,7 3,0	2,0 1,8	Inm. Urbis
Metrovacesa	ESP	EUR	42,3	2.999	Infrapond.	39,5	-6,7	0,9	0,2 2,6 23,8	12,9 11,2 10,6	13,6	15,9 15,8 14,7	14,0	16,2 9,6 9,1	-1,3	2,2 2,5	3,3 2,7	Metrovacesa
Sacyr Vallehermoso	ESP	EUR	13,3	3.540	Mantener	14,9	12,0	0,8	-2,1 -3,8 9,5	9,4 8,9 9,9	-0,5	15,2 14,0 12,9	15,9	4,6 5,6 5,8	-13,6	2,8 2,5	1,4 1,3	Sacyr Vallehermoso
Abengoa	ESP	EUR	8,4	760	Comprar	9,6	14,3		-2,8 0,1 16,3	13,4 13,4 10,7	14,8	6,1 5,7 4,6	10,5	6,1 4,6 4,2	15,3	3,7 1,1	3,8 1,6	Abengoa
Agua Barcelona	ESP	EUR	16,3	2.388	Comprar	17,5	7,5		-2,8 -2,5 5,9	12,0 13,3 12,2	-0,2	8,6 7,0 6,4	7,7	7,0 15,0 6,5	0,9	2,2 2,3	1,7 1,6	Agua Barcelona
Prosegur	ESP	EUR	16,9	1.044	Comprar	20,0	18,3		-2,8 2,5 16,8	50,7 16,7 14,2	17,6	8,7 7,7 6,6	11,2	14,2 8,2 7,4	11,6	1,4 1,6	3,6 3,1	Prosegur
Sonae SGPS	POR	EUR	1,3	2.540	Comprar	1,1	-13,4		5,0 9,5 18,7	46,2 364,1 ND	ND	ND ND ND	ND	4,7 5,1 ND	ND	0,0 ND	4,1 ND	Sonae SGPS
Servicios			41.876				6,5 13,5		-1,2 -0,5 6,9	14,9 13,1 15,0	7,2	10,4 9,6 10,9	2,8	8,1 8,0 8,4	-1,3	2,5 2,2	2,3 2,4	Servicios
B. Guipuzcoano	ESP	EUR	16,9	1.055	Infrapond.	25,0	47,9		-1,1 -1,0 36,8	12,3 11,8 10,1	13,4	ND ND ND	ND	ND ND ND	ND	1,7 2,0	1,6 1,5	B. Guipuzcoano
B. Pastor	ESP	EUR	27,7	1.810	Comprar	35,0	26,5		-2,4 -1,2 13,8	19,3 15,9 13,3	22,5	ND ND ND	ND	ND ND ND	ND	3,3 2,8	1,9 1,7	B. Pastor
B. Popular	ESP	EUR	48,7	11.848	Comprar	60,0	23,1	3,4	-1,8 -2,3 0,5	13,8 12,5 10,6	12,7	ND ND ND	ND	ND ND ND	ND	2,9 4,8	2,4 2,2	B. Popular
B. Sabadell	ESP	EUR	19,7	6.022	Infrapond.	19,0	-3,5	1,7	-0,5 2,0 14,4	18,5 14,7 12,8	10,1	ND ND ND	ND	ND ND ND	ND	3,7 3,5	1,9 1,7	B. Sabadell
B. Valencia	ESP	EUR	23,0	2.276	Infrapond.	15,0	-34,8		-1,7 -4,5 -2,1	27,8 25,5 22,8	9,9	ND ND ND	ND	ND ND ND	ND	0,8 0,9	3,6 3,3	B. Valencia
Banesto	ESP	EUR	11,5	7.978	N/R	N/R	N/R		-5,0 -5,0 9,3	N/R N/R N/R	N/R	ND ND ND	ND	ND ND ND	ND	N/R N/R	N/R N/R	Banesto
Bankinter	ESP	EUR	38,5	2.978	Infrapond.	35,0	-9,1	0,8	-1,6 0,8 11,8	12,0 13,2 11,4	15,2	ND ND ND	ND	ND ND ND	ND	3,2 3,0	1,7 1,7	Bankinter
BBVA	ESP	EUR	12,1	41.063	Infrapond.	12,0	-0,9		-2,0 -3,6 -7,2	15,0 13,2 11,4	15,2	ND ND ND	ND	ND ND ND	ND	4,0 4,7	1,8 1,7	BBVA
BCP	POR	EUR	2,1	6.873	Comprar	2,5	18,5		0,5 0,5 11,6	14,9 12,9 ND	ND	ND ND ND	ND	ND ND ND	ND	3,9 ND	2,1 ND	BCP
BES	POR	EUR	13,0	3.900	Comprar	16,0	23,1		0,0 -3,0 -2,3	14,2 12,5 ND	ND	ND ND ND	ND	ND ND ND	ND	2,9 ND	1,5 ND	BES
BPI	POR	EUR	3,2	2.402	Mantener	NA	NA		0,0 0,3 6,0	15,0 12,7 ND	ND	ND ND ND	ND	ND ND ND	ND	5,5 ND		

IV. MONITOR DE LA TENDENCIA

Comportamiento bursátil 1M (%)			
10 mejores		10 peores	
Tubacex	10,8	Repsol YPF	-4,0
Sos Cuétara	9,0	Grupo Santander	-4,2
Inm. Colonial	8,7	Iberia	-4,3
SoNDe SGPS	8,5	Endesa	-4,4
Ebro Puleva	8,5	Brisa	-4,5
Cortefiel	7,3	Ence	-5,0
Telecinco	6,2	Acerinox	-5,4
Cementos Portl	4,6	Sogecable	-6,8
REE	3,7	B. Valencia	-6,8
ENDgás	3,3	Arcelor	-10,5

Comportamiento bursátil 3M (%)			
10 mejores		10 peores	
Jazztel	63,2	Arcelor	-3,4
B. Guipuzcoano	34,7	Portugal Telecom	-3,7
Tubacex	29,1	BBVA	-4,1
Sos Cuétara	26,4	Ence	-4,3
Zeltia	25,1	Viscofán	-4,8
Ebro Puleva	21,8	Logista	-6,2
OHL	18,9	B. Valencia	-6,3
Inm. Colonial	18,6	Gamesa	-7,1
Jerónimo Martins	18,3	Telefónica Móviles	-10,3
Unión Fenosa	16,5	Brisa	-12,0

Comportamiento desde máximo 12M (%)			
10 mejores		10 peores	
Sos Cuétara	-0,3	Acerinox	-12,8
Ebro Puleva	-0,7	Iberia	-13,7
Aldeasa	-0,7	TelePizza	-14,4
Inm. Colonial	-0,8	Ence	-15,5
SoNDe SGPS	-0,8	Brisa	-15,5
AnteND 3	-1,6	B. Valencia	-15,6
Indra	-1,7	Arcelor	-16,3
B. Sabadell	-1,9	Gamesa	-22,3
Tubacex	-2,2	Sogecable	-24,9
Cementos Portl	-2,3	Jazztel	-25,7

Comportamiento desde mínimo 12M (%)			
10 mejores		10 peores	
Jazztel	416,7	B. Popular	14,5
Inm. Colonial	97,3	Portugal Telecom	12,4
Sos Cuétara	88,0	Brisa	12,4
Telecinco	80,1	Cimpor	12,1
Cortefiel	79,6	Viscofán	9,5
Tubacex	75,0	Ence	9,4
AnteND 3	69,3	Gamesa	8,5
Aldeasa	64,3	Sogecable	7,6
Jerónimo Martins	60,1	EDP	5,6
B. Guipuzcoano	59,3	BES	1,1

Recomendaciones consenso 3M*			
10 mejores		10 peores	
Jazztel	2,8	ACS	1,6
B. Valencia	2,7	Prisa	1,6
Faes	2,6	B. Pastor	1,5
Metrovacesa	2,6	Corp. Mapfre	1,5
Sos Cuétara	2,6	Tubacex	1,5
BES	2,5	Telefónica	1,5
B. Guipuzcoano	2,5	Inditex	1,5
OHL	2,5	Ferrovial	1,4
Uralita	2,5	Arcelor	1,3
Zardoya Otis	2,4	SoNDe SGPS	1,3

Recomendaciones positivas-negativas 3M (x)			
10 mejores		10 peores	
Telefónica	24,0	OHL	0,2
Arcelor	21,0	Sos Cuétara	0,2
ACS	10,0	Bankinter	0,1
Prisa	10,0	Aldeasa	0,0
Inditex	9,0	Metrovacesa	0,0
REE	9,0	Faes	0,0
Iberdrola	7,5	BES	0,0
Ferrovial	7,0	B. Valencia	0,0
Tubacex	6,0	B. Guipuzcoano	0,0
B. Pastor	6,0	Jazztel	0,0

BpA Consenso/BpA SCH 2005P (%)			
10 mejores		10 peores	
Jerónimo Martins	43,8	Acerinox	-14,0
NH Hoteles	30,9	Metrovacesa	-15,2
Gamesa	25,3	Jazztel	-15,8
Portugal Telecom	25,2	Aguas BarceloND	-20,9
Uralita	21,9	Terra Lycos	-23,2
Logista	21,3	Ence	-24,5
Telefónica	16,0	Sol Meliá	-39,0
PT Multimédia	15,5	Iberia	-42,4
Abengoa	15,1	B. Guipuzcoano	-50,7
BBVA	14,3	Sogecable	-70,1

Acciones más recomendadas (% de compra)			
10 mejores		10 peores	
Arcelor	87,5	BCP	11,1
Corp. Mapfre	80,0	TPI	11,1
SoNDe SGPS	75,0	Bankinter	5,3
Tubacex	75,0	Aldeasa	0,0
B. Pastor	75,0	Metrovacesa	0,0
Telefónica	72,7	Faes	0,0
Jerónimo Martins	70,0	BES	0,0
Ferrovial	70,0	B. Valencia	0,0
Inditex	69,2	B. Guipuzcoano	0,0
Sogecable	68,4	Jazztel	0,0

(* 1=Comprar, 2=Mantener, 3=Infraponderar,
Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.



V. MONITOR DEL VALOR

PER 2005P (x)			
10 mejores		10 peores	
Viscofán	50,4	Cementos Port	11,4
Faes	38,3	Metrovacesa	11,2
Zardoya Otis	31,6	Repsol YPF	10,2
Sos Cuétara	31,1	OHL	10,0
PT Multimédia	30,0	Sacyr Valleherm	8,9
NH Hoteles	28,5	Acerinox	8,3
CF Alba	26,5	Ence	6,3
B. Valencia	25,5	Arcelor	5,2
Prisa	22,5	Iberia	4,7
Indra	21,8	Jazztel	-8,6

RpD 2005P (%)			
10 mejores		10 peores	
Iberia	10,2	Viscofán	0,8
Sos Cuétara	6,8	Prisa	0,6
Portugal Telecom	6,0	CF Alba	0,4
BPI	5,5	Faes	0,0
TPI	4,8	Jazztel	0,0
EDP	4,7	Zeltia	0,0
Endesa	4,6	Barón de Ley	0,0
Cimpor	4,4	Sogecable	0,0
Iberdrola	4,4	SoNDe SGPS	0,0
FCC	4,1	Terra Lycos	0,0

P/FC 2005P (x)			
10 mejores		10 peores	
CF Alba	136,7	Endesa	5,8
Zardoya Otis	28,8	Sacyr Valleherm	5,6
Faes	21,9	Portugal Telecom	5,5
Terra Lycos	19,1	SoNDe SGPS	5,1
Inm. Urbis	19,0	Repsol YPF	4,8
Indra	16,7	EDP	4,8
Telecinco	16,2	Abengoa	4,6
Sos Cuétara	16,2	Iberia	4,5
PT Multimédia	15,9	Ence	4,3
AnteND 3	15,9	OHL	4,0

P/VC 2005P (x)			
10 mejores		10 peores	
Zardoya Otis	31,3	Repsol YPF	1,5
Jazztel	11,0	AccioND	1,5
TPI	10,6	Viscofán	1,4
Telecinco	8,1	Sacyr Vallehermoso	1,4
Sogecable	7,9	OHL	1,3
AnteND 3	6,5	Iberia	1,2
Telefónica Móviles	6,2	Ence	1,2
Altadis	6,1	EDP	1,1
Faes	5,5	Terra Lycos	1,0
Indra	5,2	Arcelor	0,9

Revisiones del BpA 2005P en el año (%)			
10 mejores		10 peores	
Arcelor	138	Endesa	-11,9
AnteND 3	92	Prosegur	-13,7
Inm. Colonial	72,8	Altadis	-15,2
Cortefiel	54,7	Ence	-21,2
PT Multimédia	49,5	Faes	-22,8
Inm. Urbis	43,7	NH Hoteles	-26,2
Acerinox	37,8	Cimpor	-30,6
Tubacex	36,6	Viscofán	-33,1
CF Alba	35,1	Terra Lycos	-35,6
Repsol YPF	34,7	Sogecable	-91,2

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

Deuda/recursos propios 2005P (%)			
10 mejores		10 peores	
Telefónica Mov.	307,5	CF Alba	-21,1
Inm. Colonial	252,2	Inditex	-21,3
Metrovacesa	246,1	Logista	-22,9
REE	242,1	Jazztel	-23,1
Sogecable	242,0	Indra	-25,1
Sacyr Valleherm	238,5	Amadeus	-25,7
SoNDe SGPS	225,1	Aldeasa	-28,7
OHL	210,8	AnteND 3	-52,1
Brisa	189,1	Telecinco	-61,4
Ferrovial	150,5	Iberia	-69,0

ROE 2005P (%)			
10 mejores		10 peores	
TPI	52,6	AccioND	9,5
Telecinco	51,9	EDP	8,4
AnteND 3	42,6	CF Alba	8,2
Telefónica Móviles	38,0	NH Hoteles	6,4
Altadis	37,7	Viscofán	6,0
Metrovacesa	33,3	Sogecable	4,1
Iberdrola	31,9	SoNDe SGPS	1,1
Iberia	28,4	Terra Lycos	-0,6
TelePizza	26,9	Zeltia	-5,7
Inditex	26,7	Jazztel	-75,2

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.

VI. MONITOR DEL CRECIMIENTO

TACC BpA 2003-06P (%)			
10 mejores		10 peores	
Arcelor	66,1	Gamesa	0,4
PT Multimédia	59,5	Aguas BarceloND	-0,2
Portugal Telecom	59,0	Sacyr Valleherm	-0,5
Sol Meliá	56,7	Faes	-2,3
Tubacex	56,5	Cementos Pórt	-2,5
Prisa	48,0	Barón de Ley	-5,7
Cortefiel	46,3	Jazztel	-10,3
Altadis	31,1	Viscofán	-14,5
Ence	29,7	Iberia	-17,5
Gas NDtural	28,5	AccioND	-45,5

TACC DpA 2003-06P (%)			
10 mejores		10 peores	
PT Multimédia	110,8	Corp. Mapfre	6,0
Telecinco	93,9	B. Valencia	5,8
Sol Meliá	44,2	Aguas BarceloND	5,0
Inditex	41,1	Cementos Portland	3,6
Indra	35,7	Gamesa	0,4
Cortefiel	32,8	Abengoa	0,0
Amadeus	26,0	Sacyr Valleherm	-0,5
Inm. Urbis	24,2	Metrovacesa	-6,8
Portugal Telecom	21,9	Uralita	-7,2
OHL	21,5	Viscofán	-15,4

TACC EBITDA 2003-06P (%)			
10 mejores		10 peores	
Jazztel	60,3	Endesa	6,5
AnteND 3	42,8	Portugal Telecom	6,2
Sogecable	37,5	Repsol YPF	4,5
Inm. Colonial	30,8	TelePizza	4,4
Cortefiel	27,4	Amadeus	3,8
Tubacex	26,4	Barón de Ley	3,7
AccioND	25,9	Cementos Port	2,4
Telecinco	25,4	Uralita	1,9
Sos Cuétara	23,7	Viscofán	1,4
Inditex	23,4	Faes	-4,1

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

Margen neto 2005P (%)			
10 mejores		10 peores	
Abertis	41,1	Sos Cuétara	3,2
Brisa	35,0	Abengoa	3,1
B. Popular	32,3	OHL	3,1
Metrovacesa	31,6	Corp. Mapfre	2,9
Telecinco	30,0	Jerónimo Martins	1,9
B. Valencia	29,8	Sogecable	1,2
Bankinter	29,5	SoNDe SGPS	0,1
Banesto	29,1	Terra Lycos	-1,4
B. Sabadell	27,1	Zeltia	-22,3
BBVA	26,1	Jazztel	-48,2

TACC FCpA 2003-06P (%)			
10 mejores		10 peores	
TelePizza	71,2	NH Hoteles	-0,3
Endesa	64,0	Barón de Ley	-0,7
Terra Lycos	56,9	Cementos Portland	-0,8
Uralita	39,4	Metrovacesa	-1,3
Inm. Colonial	27,8	ACS	-1,4
Cortefiel	25,5	Faes	-3,8
Logista	25,4	Viscofán	-6,9
PT Multimédia	24,0	Iberia	-9,1
Telecinco	23,7	Sacyr Valleherm	-13,6
Inditex	23,3	AccioND	-36,5

Margen EBITDA 2005P (%)			
10 mejores		10 peores	
Brisa	83,8	OHL	11,8
Abertis	72,9	SoNDe SGPS	11,2
REE	52,0	Aldeasa	10,7
Telecinco	44,5	Terra Lycos	10,2
Barón de Ley	44,0	Sos Cuétara	8,9
Telefónica	43,1	ACS	8,7
Inm. Colonial	42,0	Jerónimo Martins	8,3
Portugal Telecom	40,7	Iberia	6,2
Cimpor	39,1	Zeltia	-3,6
Telefónica Móviles	38,8	Jazztel	-25,8

Potencial hasta el precio objetivo de SCH (%)			
10 mejores		10 peores	
Sogecable	46,5	Barón de Ley	-12,9
Cementos Port	30,1	FCC	-13,3
Ferrovial	28,5	SoNDe SGPS	-13,4
B. Pastor	26,5	TelePizza	-18,7
Ence	26,1	Faes	-25,8
AccioND	24,6	Tubacex	-28,6
NH Hoteles	24,6	Zeltia	-30,3
B. Popular	23,1	B. Valencia	-34,8
BES	23,1	Jazztel	-39,5
Gamesa	21,8	Sos Cuétara	-43,2

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano 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 Central Hispano Bolsa espera recibir ingresos de las siguientes compañías en los próximos tres meses por servicios de banca de inversión: FCC, Ferrovial, Iberia, Sacyr-Vallehermoso, Corporación Mapfre, Jazztel, Sogecable, AnteND 3, Telecinco y Unión Fenosa.

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

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

SCH o sus filiales poseen el 1% o más de cualquier clase de valores de: Ferrovial, Amadeus, Urbis, Abengoa, Banesto, BBVA, Cepsa, Repsol YPF, AnteND 3, Endesa, Iberdrola, Unión Fenosa y Recoletos.

El presente informe ha sido preparado por Santander Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. ("Santander Central Hispano Bolsa") y se facilita sólo a efectos informativos. Bajo ningunND circunstancia deberá usarse ni considerarse como uND oferta de venta ni como uND solicitud de uND 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 CaNDdá. 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 razoNDble 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 oficiNDs o consejeros podrán en cada momento tener uND 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 ocasionNDlmente 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 persoND no aceptan ningún tipo de responsabilidad por pérdidas directas o potenciales que se deban al uso del presente informe o del contenido del mismo. El presente informe no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por ningún receptor del mismo por ningún motivo.

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

