

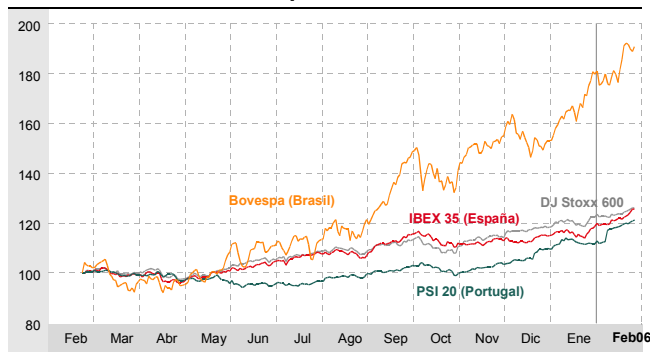
# THE IBERIAN STRATEGY OBSERVER

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

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

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

## Índices mundiales – Comportamiento bursátil



Fuente: JCF.

## Comportamiento de los activos

	Cierre 24-feb	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	324,3	0,6	2,5	4,4	4,4
S&P 500	1.263,8	-0,6	-2,0	1,2	1,2
Bono a 10 a. zona euro	3,48	-0,8	5,2	4,5	4,5
Bono a 10 años EEUU	4,54	0,1	2,4	3,1	3,1
Tipo inter. 3M zona euro	2,58	0,9	3,7	3,9	3,9
Tipo interés 3M EEUU	4,51	0,9	5,3	10,7	10,7
Euro-dólar	1,20	-0,5	-0,8	1,0	1,0
Barril de Brent (US\$)	60,5	-3,6	-2,7	2,9	2,9
CRB (US\$)	344,2	1,5	6,8	2,1	-1,2

Fuentes: Bloomberg y JCF.

## Universo de cobertura Santander Investment – Valoración

	PER		EV/EBITDA		TACC 3 a		RpD P/Vc	
	2005	2006	2005	2006	BpA	EBITDA	2005	2006
CAC40	17,7	15,2	7,9	7,6	12,1	15,4	2,6	2,5
DAX30	17,7	15,6	7,0	6,8	13,1	9,3	2,9	2,5
MIB30	17,6	15,3	6,7	6,4	14,2	7,0	4,1	2,4
PSI20	17,3	15,6	9,2	9,1	12,8	5,6	3,4	2,5
IBEX35	17,9	17,3	8,7	8,4	12,3	7,0	3,3	3,5
DJ Stoxx 600	18,0	15,3	8,3	7,9	11,6	14,0	3,0	3,4
DJ Stoxx 50	14,7	13,6	8,5	7,9	12,9	12,5	3,4	2,9
DJ Euro Stoxx 50	16,4	14,8	7,8	7,5	11,9	10,3	3,3	2,7
P. lb. B. capital	12,7	15,1	5,8	6,5	-24,2	-24,7	2,3	2,1
P. lb. Construcc.	22,1	19,4	11,1	10,1	15,4	11,8	1,6	3,3
P. lb. B. cons.	23,2	20,3	10,6	9,6	-0,7	-3,3	2,8	4,5
P. lb. Serv. cons.	14,9	16,8	11,3	11,2	6,5	9,1	2,1	2,5
P. lb. Finan.	15,7	13,3	NA	NA	22,2	NA	3,4	2,4
P. lb. Petr. y gas	12,7	11,9	6,4	6,4	3,6	-1,8	2,4	2,2
P. lb. TMTs	30,8	24,6	11,7	10,4	-13,0	-22,4	1,8	6,3
P. lb. Utilities	22,4	19,4	10,4	9,4	-5,8	-2,3	2,9	4,8

Fuentes: Bloomberg y JCF.

## Puntos destacados

- Las cajas de ahorro representan cerca del 50% del sistema financiero español y son competidores temibles para los bancos españoles.
- Calculamos un valor de 57.000 mn € para el conjunto de las 18 cajas de ahorro más importantes españolas, liderado por La Caixa.
- La fusión entre cajas de ahorro españolas daría lugar a “campeones regionales” con recursos financieros para seguir creciendo.

## Puntos de interés

- Aguas de Barcelona**, una *utility* barata con un buen perfil de crecimiento y atractivo por actividad corporativa.
- Las mejores opciones para apostar por el biocombustible en España serían **Abengoa** y **Ebro Puelva**.
- Acerinox**, opción con valor para apostar por la mejora de fundamentales en el mercado del acero inoxidable
- Tras el *Día de los medios de comunicación* en Madrid: confirmamos nuestra apuesta por el sector: **A3TV** y **Prisa** son nuestros favoritos.

## Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 24-feb	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	5.040,4	1,4	6,2	6,9	6,9
DAX30	5.857,9	1,2	9,8	8,3	8,3
MIB30	37.812,0	1,9	5,8	6,9	6,9
PSI20	9.516,8	1,2	8,8	10,4	10,4
IBEX35	11.739,0	2,5	10,1	9,4	9,4
DJ Stoxx 600	330,5	1,3	6,3	6,6	6,6
DJ Stoxx 50	3.506,3	0,9	5,4	4,7	4,7
DJ Euro Stoxx 50	3.813,3	1,5	7,9	6,5	6,5
P. lb. B. capital	n.d.	0,4	20,9	23,3	23,3
P. lb. Construcción	n.d.	2,4	13,3	16,8	16,8
P. lb. B. consumo	n.d.	0,9	6,6	5,1	5,1
P. lb. Serv. consumo	n.d.	0,4	8,5	11,1	11,1
P. lb. Financieras	n.d.	2,2	11,6	11,4	11,4
P. lb. Petróleo y gas	n.d.	0,3	0,9	1,7	1,7
P. lb. TMTs	n.d.	-1,0	7,0	5,5	5,5
P. lb. Utilities	n.d.	8,8	16,9	18,2	18,2

Fuente: Bloomberg y JCF.

# RESUMEN DE ESTRATEGIA SECTORIAL

## Península Ibérica – Resumen de estrategia sectorial

Sector	Pond. en el índice	Posición S.I.		Comentarios	Valores preferidos
		Táctica	Estratég.		
<b>Bancos</b>	27,4%	↑	↑	Las últimas señales de un aterrizaje suave para el sector inmobiliario español podrían motivar un <i>de-rating</i> de los bancos más pequeños, que se han beneficiado de la especulación de adquisiciones en los últimos años. La diversificación de los <i>blue chips</i> y las valoraciones en línea con el resto del sector en Europa deberían favorecer a los bancos de mayor tamaño.	BBVA, BCP
<b>Bienes de capital</b>	5,3%	↑	↑	El ciclo inversor toca fondo y ya se vislumbran síntomas de recuperación de la inversión de capital. Creemos que las valoraciones de las compañías ligadas al metal (Acerinox, Arcelor) incorporan una fuerte recuperación en precios y volúmenes. Preferimos las compañías de pasta y papel (Ence) y las industriales con procesos de reestructuración (Tubacex, Uralita).	ENCE, Uralita
<b>Construcción</b>	4,0%	↑	↑	El auge del sector de la construcción en España parece no tener fin, en claro contraste con las compañías portuguesas, que se están viendo perjudicadas por las restricciones en la obra civil. La diversificación en los servicios y en el área de concesiones debería de traer estabilidad a largo plazo. La actividad corporativa podría seguir despertando interés en el sector.	Ferrovial, ACS
<b>Bienes de consumo</b>	6,2%	↑	↑	En los últimos años, el crecimiento económico en España se ha debido principalmente al consumo doméstico, pero ya son evidentes ciertos signos de preocupación. Preferimos los operadores defensivos, con historial de recuperación (Ebro Puleva) a los de riesgo regulatorio (Altadis) o a los valores expuestos al consumo discrecional.	Inditex, Ebro Puleva, Viscofán
<b>Servicios financieros</b>	0,9%	↓	↓	La prudencia de los equipos directivos de las aseguradoras del sur de Europa ofrece un nivel de seguridad en este sector, castigado en el pasado por el acusado descenso de los mercados de renta variable, pero esta compañía debería registrar un comportamiento peor que su sector en un entorno de mejora de los mercados de renta variable. En la actualidad, el reducido descuento en la valoración de suma de partes ofrece un potencial alcista limitado para las compañías <i>holding</i> sin un historial de inversión sólido.	Corp. Mapfre
<b>Petróleo y gas</b>	9,0%	↑	↑	Unos precios estables (y elevados) del petróleo y la mejora de la situación en Latinoamérica son dos factores que invitan al optimismo en el mercado ibérico del petróleo. Los riesgos de reinversión y regulatorios complican la inversión en los operadores de gas. En Enagás nos gusta la combinación de crecimiento y un marco regulatorio "desgastado".	Repsol YPF, Enagás
<b>Servicios</b>	8,0%	↓	↓	A pesar de su apalancamiento a la fase de recuperación del ciclo, la industria de ocio podría mostrar un escaso poder de fijación de precios debido al exceso de capacidad. El sector inmobiliario podría sufrir ante la percepción de que el valor de los activos reales está alcanzando el límite y por la resaca de tanta actividad corporativa. Apostamos por el sector de las autopistas portugués por su crecimiento y carácter defensivo.	Sol Meliá, NH Hoteles
<b>TMTs</b>	28,8%	↑	↑	Las compañías de telecomunicaciones muestran dinámicas preocupantes debido a una competencia más dura tanto en línea fija como móvil y al cambio tecnológico. Además, las valoraciones comparables de las compañías en EEUU siguen ofreciendo cierto riesgo a la baja. A corto plazo, recomendamos sustituir compañías de TV en abierto por periódicos.	Prisa, Sogecable
<b>Utilities</b>	10,4%	↓	↓	En un entorno de cambio regulatorio, las <i>utilities</i> tienen a registrar un comportamiento peor. La actividad corporativa ha ayudado a sostener este sector, pero la concentración debería ser limitada en el futuro y el sector tenderá a cotizar en línea con sus deteriorados fundamentales.	

Fuentes: estimaciones Santander Investment Bolsa.

# THE IBERIAN MACRO OBSERVER

## Portugal, primeros signos de estabilización

Jesús Gómez

(34) 91-289-3315

jegomez@gruposantander.com

Juan José Fernández

(34) 91 289 3704

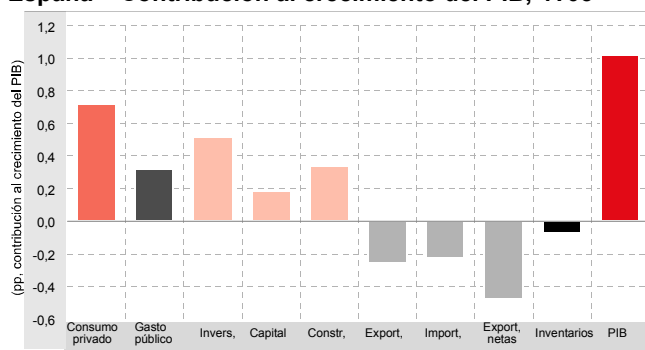
jjfernandezg@gruposantander.com

Antonio Espasa

(34) 91-289-3313

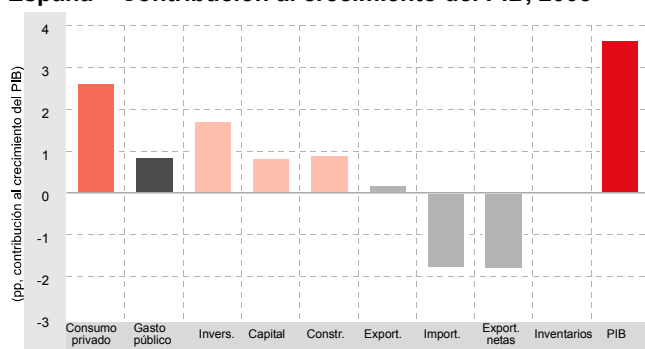
aespasa@gruposantander.com

### España – Contribución al crecimiento del PIB, 4T05



Fuente: Datastream y Santander Investment Bolsa.

### España – Contribución al crecimiento del PIB, 2005



Fuente: Datastream y Santander Investment Bolsa.

### Asuntos a tener en cuenta esta semana

#### En EEUU:

- (1) Previsión de revisión del crecimiento del PIB del 4T05, probablemente por encima del 1,5%
- (2) La confianza del consumidor podría caer ligeramente
- (3) Posible ligero descenso de las ventas de viviendas nuevas y de segunda mano en enero
- (4) Expectativas de subida del ISM manufacturero en febrero
- (5) El ISM no manufacturero también habría de avanzar

#### En la zona euro:

- (1) En Francia, la confianza del consumidor debería mejorar
- (2) Los índices de confianza de la CE podrían volver a subir en febrero
- (3) Estimación del IPC de la zona euro del 2,0% en febrero
- (4) Previsión de subida del PMI manufacturero en febrero
- (5) Previsión de avance del PMI servicios en febrero

- La economía española creció un 3,4% en 2005, tras arrojar un incremento del 0,9% intertrimestral (3,5% interanual) en el 4T05. Son datos muy coherentes con la estimación preliminar publicada por el Banco de España la semana pasada. En términos generales, el sector exterior tuvo una contribución menos negativa al crecimiento del PIB (-1,5 pp en el 4T05 frente a -1,8 pp en el 3T05), y el aumento de la demanda interna fue algo menor (5,0 pp en el 4T05 frente a 5,3 pp en el 3T05).

- La semana en la zona euro:** Los inventarios evitaron que la economía alemana entrara en terreno negativo. La economía francesa muestra una demanda interna fuerte pero un sector exterior débil. Los indicadores adelantados de confianza empresarial volvían a dispararse en febrero en casi todos los grandes países. La CE mantiene su previsión de crecimiento del PIB en la zona euro en el 1,9% para 2006. Pese a riesgos como las tarifas energéticas, la CE confirma que la economía está en proceso de expansión y que mantiene su buena tendencia iniciada en verano de 2005.

- La semana en EEUU:** En enero, el IPC subía un 0,7% intermensual (+0,2% intermensual el índice subyacente). Los responsables de la subida eran los precios de la energía, que se encarecían un 5,0% intermensual. Los indicadores adelantados de enero se disparaban por encima de lo previsto (1,1% frente a la estimación del 0,6%), lo que apunta a una aceleración de la economía a corto plazo. Esperamos un fuerte repunte del PIB en el 1T06E.

- En el *Rincón macro* de esta semana ofrecemos un análisis de la economía portuguesa realizado por nuestros compañeros en Lisboa: Rui Constantino y Paulo Xavier. Ambos insisten en que la economía portuguesa muestra signos de estabilización y que 2006E debería registrar mejores tasas de crecimiento que 2005. Noticias muy positivas tras el comportamiento pésimo de los últimos tiempos.

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
Lunes	8:00	Alemania	Precios de producción (m/a)	Ene	0,3/5,2	0,4/4,8	1,2/5,6
20-Feb	11:00	Italia	Pedidos industriales (m/a)(desest./no desest.)	Dic	2,1R/4,0	0,9/1,2	2,3/-1,1
	11:00	Italia	Ventas industriales (m/a) (desest./no desest.)	Dic	1,7R/4,4	0,0/3,2	3,0/5,5
Martes	8:40	Francia	PIB (t/a)	4T P	0,7/1,7R	0,2/1,3	0,2/1,2
21-Feb	8:45	Francia	IPC (m/a)	Ene	0,1/1,5	-0,2/1,9	-0,1/2,0
	9:00	España	Evolución del sector servicios (a)	Dic	7,6	-	6,5
	11:00	Zona euro	Balanza comercial (desest.) (miles mn €)	Dic	0,9R	0,1	-0,9
	16:00	EEUU	Indicadores adelantados	Ene	0,3R	0,6	1,1
	20:00	EEUU	Actas de la reunión del FOMC del 31 enero	-	-	-	-
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Feb 20	-11	-	-13
Miércoles	8:00	Alemania	PIB (t/a) (desest./no desest.)	4T2	0,6/1,3	0,0/1,0	0,0/1,0
22-Feb	8:45	Francia	Indicador de confianza empresarial	Feb	103	104	105
	8:45	Francia	Índice de producción industrial	Feb	0R	2	-3
	8:50	Francia	Gasto del consumidor (m/a)	Ene	-0,5R/2,1R	0,8/1,5	0,9/2,5
	9:16	España	PIB (constant. desest.) (t/a)	4TF	0,9R/3,5	-	0,9/3,5
	9:30	Italia	Confianza del consumidor. (desest.)	Feb	106,5R	106,7	110,0
	10:00	Zona euro	BCE Cuenta corriente (miles mn €)	Dic	-9,5R	-0,6	-5,3
	10:00	Italia	IPC (NIC incl. tabaco) (m/a)	Ene F	0,0/2,0	0,2/2,2	0,2/2,2
	11:00	Zona euro	Nuevos pedidos industriales (m/a)	Dic	5,3R/9,9R	-0,5/1,4	2,5/7,1
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Feb 17	-7,3	-	0,8
	14:30	EEUU	IPC (m/a)	Ene	-0,1/3,4	0,5/3,9	0,7/4,0
	14:30	EEUU	IPC (excl. alimentación y bebida) (m/a)	Ene	0,2/2,2	0,2/2,2	0,2/2,1
Jueves	10:00	Alemania	IFO-Clima empresarial	Feb	101,8R	101,5	103,3
23-Feb	10:00	Italia	Balanza comercial (no-UE) (mn)	Ene	142,0R	-2100	-3586,0
	10:00	Alemania	IFO-Condiciones actuales	Feb	99,7R	100,1	101,9
	10:00	Alemania	IFO-Expectativas	Feb	103,8R	103,2	104,8
	11:00	Italia	Ventas minoristas (m/a)	Dic	0,0/1,7	0,2/1,3	0,2/2,4
	14:30	EEUU	Peticiones de subsidio de desempleo	Feb 18	298.000R	295.000	278.000
	14:30	EEUU	Peticiones continuadas	Feb 11	2454.000R	-	2495.000
	16:00	EEUU	Índice de oferta de empleo	Ene	38R	40	37
Viernes	8:00	Alemania	Índice de precios de importación (m/a)	Ene	0,3/6,8	0,6/0,6	0,9/6,8
24-Feb	-	Alemania	IPC (m/a)	Feb P	2,1/-0,5	0,4/2,0	0,4/2,1
	9:30	Italia	Confianza empresarial	Feb	92,7	93,0	92,3
	14:30	EEUU	Pedidos de bienes duraderos	Ene	1,8R	-0,5	-10,2
	14:30	EEUU	Bienes duraderos excl. transporte	Ene	1,7R	0,7	0,6

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión
Lunes	9:00	España	Precios de producción (m/a)	Ene	0,0/5,2	-
27-Feb	10:00	Zona euro	M3 (desest.) (a/3m media)	Ene	7,3/4,6	7,3/7,4
	16:00	EEUU	Venta nuevas viviendas	Ene	1.269.000	1.270.000
Martes	8:40	Francia	Confianza consumidor	Feb	-27	-26
28-Feb	8:45	Francia	Tasa desempleo/Variación n°. empleos	Ene	9,5/-23.000	9,5/-15.000
	8:45	Francia	Viviendas iniciadas/Permisos 3M (a) (var.)	Ene	20,8/8,3	-
	8:50	Francia	Precios de producción (m/a)	Ene	-0,1/3,1	0,5/3,3
	9:00	España	Índice de precios hoteleros (a)	Ene	0,8	-
	9:55	Alemania	Tasa desempleo/Variación n°. empleos	Feb	11,3/69.000	11,3/-20.000
	10:00	Italia	IPRI (m/a)	Ene	0,3/4,1	0,5/4,0
	11:00	Zona euro	IPCI (m/a)	Ene	0,3/2,2	-0,4/2,4
	11:00	Zona euro	Índice clima empresarial	Feb	0,34	0,40
	14:30	EEUU	PIB anualizado	4TP	1,1	1,6
	14:30	EEUU	PIB - Índice de precios	4TP	3,0	3,0
	16:00	EEUU	Gestores de compras de Chicago	Feb	58,5	58,2
	16:00	EEUU	Confianza del consumidor	Feb	106,3	104,0
	16:00	EEUU	Ventas de viviendas de segunda mano	Ene	6,60	6,60
Miércoles	9:45	Zona euro	PMI Manufacturas	Feb	53,5	54,0
1-March	10:00	Italia	PIB anual	Dic 31	1,2	0,1
	11:00	Zona euro	Tasa de desempleo	Ene	8,4	8,4
	11:00	Zona euro	IPC estimado (a)	Feb	2,4	2,3
	14:30	EEUU	Ingresos personales/gasto	Ene	0,4/0,9	0,6/1,0
	14:30	EEUU	Deflactor del consumo subyacente (m/a)	Ene	0,1/1,9	0,2/1,8
	16:00	EEUU	Gasto en construcción (m)	Ene	1,0	1,2
	16:00	EEUU	ISM Manufacturas	Feb	54,8	55,5
	16:00	EEUU	ISM Precios pagados	Feb	65,0	64,0
	18:00	Italia	Nuevas matriculaciones (a)	Feb	10,7	-
		EEUU	Ventas vehículos nacionales/totales (mn)	Feb	17,6/14,1	16,5/13,3
Jueves	10:00	Alemania	Ventas minoristas (m/a)	Ene	-1,6/4,6	-
2-Mar	10:00	España	ICO Confianza consumidor	Feb	-	1,0/-0,6
	11:00	Zona euro	IPRI (m/a)	Ene	0,2	-
	13:45	Zona euro	EI BCE anuncia tipos	Mar	2,25	0,8/4,8
	14:30	EEUU	Peticiones subsidio de desempleo	Feb 25	-	2,50
	14:30	EEUU	Peticiones continuadas	Feb 18	-	285.000
	14:30	España	Desempleo (m) Neto (miles)	Feb	68,6	-
Viernes	9:15	Zona euro	PMI Servicios	Feb	57,0	-
3-Mar	11:00	Italia	Ventas al por menor	Ene	0,1/0,8	57,2
	11:00	Zona euro	IPC (m/a)	Feb P	-0,5/2,1	0,4/2,0
	11:00	Zona euro	PIB (desest.) (t/a)	4T1	0,3/1,7	0,3/1,7
	15:45	EEUU	U. de Michigan	Feb 4	87,4	87,5
	16:00	EEUU	ISM No Manufacturero	Feb	56,8	58,0

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



## RINCÓN DEL ESTRATEGA: CAJAS DE AHORRO

### ¡OJO, QUE VIENEN!

En nuestro reciente informe *Las Cajas: Watch out, Here They Come! Formidable Competitors, Powerhouses in the Making*, publicado el 23 de febrero, analizamos este sector. Las 47 cajas de ahorro españolas son los competidores más duros que los bancos comerciales pueden encontrarse. Representan cerca del 50% del sector bancario en España, con posiciones de mercado sólidas en banca a particulares, tal como reflejan las elevadas cuotas de mercado en hipotecas, depósitos de clientes y préstamos personales. Más recientemente, las cajas han empezado a incrementar sus préstamos a entidades similares. Año tras año están reduciendo la tradicional cuota de mercado de los bancos, y su fuerte presión competitiva es una de las principales razones detrás de los elevados ratios de eficiencia del sector bancario español.

Nuestra calificación según el “factor x” (un ranking cuantitativo que pondera y clasifica bancos y cajas de ahorro en términos de rentabilidad, eficiencia, productividad, potencial para economías de escala y potencial de endeudamiento) muestra que siete de las diez primeras entidades financieras españolas, clasificadas según seis parámetros de comportamiento, son cajas de ahorro. Tan sólo BBVA, B. Popular y Bankinter están entre los diez primeros nombres (Santander queda excluido por razones de cumplimiento). Caja del Mediterráneo (CAM), Caja Madrid, Unicaja y Bancaja se sitúan a la cabeza de las cajas de ahorro, a nuestro entender.

Aunque descartaríamos procesos de privatización a medio plazo, los últimos cambios regulatorios nos llevan a pensar que algunas cajas podrían decidir emitir acciones sin derecho a voto u optar por un proceso de consolidación a medio plazo. Las acciones sin derecho a voto permitirían a los inversores particulares e institucionales participar del potencial de crecimiento de estas instituciones financieras. Las cajas de ahorro pueden sentirse obligadas a emitir dichas acciones para poder mantener sus planes de crecimiento, ya que los ratios de capital básico se han deteriorado debido al fuerte crecimiento de los activos ponderados por riesgo y ROEs medios más bajos.

Calculamos una valoración global de 57.300 mn € (aproximadamente 7% del PIB español) para las cajas más importantes en España. Comparado con un ejercicio similar llevado a cabo a principios de 2004, nuestra valoración ha registrado un incremento del 45% en base comparable. Esto supone una TACC del 13,3% en el valor fundamental.

La Caixa se ha convertido en un competidor excepcional. Su sólida red de oficinas (5.000), sus importantes recursos propios (especialmente en su cartera industrial) y la disposición a aceptar una rentabilidad más baja a cambio de un crecimiento más fuerte deberían llevar a la destacada entidad catalana a mantener su cuota de mercado a medio plazo. Creemos que instituciones como Caja Madrid, Bancaja y la CAM, entre muchas otras, tienen potencial para mantener su cuota de mercado bien por sí mismas, bien como parte de un grupo fusionado.

La consolidación entre las cajas de ahorro es más que una opción teórica. Identificamos cuatro posibles grandes entidades regionales que podrían aparecer en los próximos 5-8 años. Aunque las consideraciones políticas siguen siendo el principal obstáculo, el valor de las entidades fusionadas podría incrementarse en un 30-50% de su valor como entidades independientes. En nuestra opinión, una fusión entre las cajas vascas muestra el mayor potencial de crear valor accionario.

Para superar las barreras más difíciles para la consolidación, es necesario que los accionistas de las cajas de ahorro se den cuenta de que la mejora del comportamiento financiero multiplicaría el valor del sector para la sociedad, lo que, a su vez, redundaría en el pago de mayores dividendos sociales. Sin embargo, esto no nos parece lo más probable si la demanda de créditos sigue tan fuerte y la industria continúa beneficiándose del fuerte crecimiento de los beneficios y dividendos sociales. No parece probable que se consideren modelos de negocios alternativos hasta que se ponga en duda la sostenibilidad del crecimiento de los dividendos sociales.

## COMPETIDORES TEMIBLES, TITANES EN CIERNES

- **Atribuimos un valor conjunto de 57.000 mn € a las 18 cajas de ahorro españolas más importantes.** Para llegar a esta valoración, utilizamos tres técnicas: un ROE sostenible, homólogos comparables y el valor de la franquicia. La Caixa lidera la lista como la tercera institución financiera más grande del país, con un valor estimado de 16.000 mn €.
- Una posible fusión entre las cajas de ahorro incrementaría sus valoraciones entre un 30% y un 50% frente a la suma de las partes individuales, y daría lugar a instituciones fuertes, que podrían incrementar la competencia global del sistema financiero. Hemos decidido fusionar (en teoría): Bancaja y CAM (dando lugar a *Caja Naranja*); BBK, Kutxa y Vital (*Gure Kutxa*); Caixa Galicia y Caixanova (*A Nosa Caixa*); y La General, El Monte, Caja Jaén, Cajasur, San Fernando y Unicaja (*Caja del Sol*). Estas entidades fusionadas se encontrarían entre las primeras instituciones financieras del país. *Caja Naranja* tendría un valor de 10.700 mn € (por encima de Caja Madrid), mientras que la unión de las tres cajas vascas podría superar su suma de las partes por un asombroso 50%.
- La CAM (Caja de Ahorros del Mediterráneo) es la primera entidad financiera en España según nuestra clasificación por “factor x”. Siete de las 10 primeras entidades españolas son cajas de ahorro. Caja Madrid ocupa la segunda posición y BBVA el primer puesto (Santander queda excluido debido a razones de cumplimiento).
- **Analizamos el sector en un contexto de crecimiento de la competencia.** El reciente auge del sector bancario ha ajustado gradualmente los ratios de capital, limitando la competitividad entre determinadas cajas de ahorro. Algunas necesitan ganar tamaño para poder transformarse en entidades capaces de ofrecer todo tipo de servicios financieros a nivel nacional. Esto ha acelerado las conversaciones sobre fusiones entre ellas en los últimos tiempos.
- **También analizamos la probable emisión de acciones sin derecho a voto (cuotas participativas) y los efectos de Basilea II en las carteras industriales de las cajas.** Es muy probable que las acciones no participativas se emitan como fuente extra de capital para mantener el crecimiento futuro y coticen en mercados secundarios. La introducción del sistema Basilea II podría incrementar de manera notable el consumo de capital vinculado a las carteras industriales, que afectaría significativamente a las participaciones en las compañías cotizadas en los próximos años. En el caso de La Caixa, el valor contable de sus participaciones industriales es superior a su capital básico y representa más del 50% de sus beneficios.

### Instituciones financieras españolas – Clasificación

Clasificación valoración		Institución	Tipo	Combinación hipotética	Valoración media	Clasif. según factor X		
con fusión	individualm.					Posición	Institución	Puntos tot.
1	1	Santander	Banco		69.548	1	CAM	71,2
2	2	BBVA	Banco		52.016	2	Cajamadrid	68,9
3	3	La Caixa	Caja		16.003	3	BBVA	68,2
4	4	B. Popular	Banco		12.252	4	Unicaja	66,5
5	–	Caja Naranja	Nueva caja	CAM + Bancaja	10.739	5	B. Popular	66,4
6	5	Caja Madrid	Caja		9.510	6	Bancaja	64,7
7	–	Caja del Sol	Nueva caja	Six Andalusian S&Ls	8.941	7	C. Galicia	64,0
8	6	Banesto	Banco		8.707	8	La Caixa	63,5
9	–	Gure Kutxa	Nueva caja	BBK + Kutxa + Vital	7.632	9	Bankinter	62,2
10	7	B. Sabadell	Bank		6.903	10	C. Catalunya	60,2
11	–	A Nosa Caixa	Nueva caja	Caixa Galicia + Caixanova	5.246			
–	8	Bancaja	Caja		4.091			
–	9	CAM	Caja		3.684			
12	10	Bankinter	Banco		3.613			

Valoración media de los bancos cotizados = cap. bursátil. SAN y BTO no se incluyen en la clasificación por el “factor X”. Fuente: estimaciones Santander Investment Bolsa.



## PUNTOS DE INTERÉS

- **Aguas de Barcelona** (Comprar; precio objetivo: 26,70 €) ha centrado sus esfuerzos en sus tres negocios principales estos últimos años: seguros de salud, inspección y certificación y concesión de agua. El año 2005 fue muy importante en la desinversión de las actividades no estratégicas y en la búsqueda de mayor crecimiento en las estratégicas. Unos múltiplos más bajos que la media del sector, la concentración en actividades estratégicas, el potencial para nuevas revisiones al alza de las estimaciones de consenso de beneficios y la pérdida del descuento por *holding* ofrecen notable potencial de revalorización en los próximos meses.
- Tras celebrar el *Día de los medios de comunicación*, reiteramos la recomendación de Comprar **A3TV** (Comprar, precio objetivo 21,50 €) y **Telecinco** (Comprar, precio objetivo 23,00 €), aunque quizás convenga cambiar las televisiones en abierto por **Prisa** (Comprar, precio objetivo 17,50 €) y **Sogecable** (Comprar, precio objetivo 42,00) tras los retrasos del recorte de publicidad en RTVE. Esperamos un mayor crecimiento de A3TV dados los comparables poco exigentes, y TL5 podría compensar en parte su pérdida de cuota de mercado con una saturación mayor. Los dividendos podrían ser mejores este año (*payout* más elevado en TL5 y recompra de acciones en A3TV). Sogecable podría registrar una recuperación de las altas netas en el 1T06E y desvelar algunas consideraciones estratégicas interesantes, al tiempo que Prisa muestra un crecimiento sólido en sus unidades principales y una recuperación de las unidades en pérdidas.
- Reiniciamos cobertura de **Acerinox** (Comprar, precio objetivo 15,52 €) con una recomendación positiva pese al reciente comportamiento bursátil (+5% hasta la fecha, +18% desde los mínimos registrados en noviembre de 2005). A la acción le ha costado remontar en 2005 y, hasta la fecha, lleva registrado un comportamiento peor que el de mercado. En nuestra opinión, los precios de mercado actuales no reflejan la fuerte recuperación de beneficios prevista para 2006E-07E. Los últimos indicadores de la industria muestran que nos encontramos en la fase más baja del ciclo en Europa. Basamos nuestra recomendación de Comprar en: (1) la corrección esperada del desequilibrio oferta/demanda; (2) una recuperación más rápida de lo previsto en el precio del acero inoxidable; (3) precios más estables del níquel; (4) el descuento del 10-12% del valor frente a sus múltiplos históricos, en nuestra opinión injustificado; y (5) nuestras expectativas de que CF Alba (accionista principal de Acerinox) incremente su participación tras recibir 915 mn € en metálico por la venta de su participación en Carrefour. Esto limitaría el riesgo a la baja.
- La UE lleva retraso en el cumplimiento de su propio objetivo de que los biocombustibles (biodiesel y bioetanol) representen el 5,75% del consumo total de combustibles en 2010. Además, el Presidente de EEUU, George Bush, en unas declaraciones recientes alertó de la necesidad de que EEUU aumente la producción de bioetanol con el fin de reducir su dependencia del petróleo. En estos momentos, la UE sólo tiene capacidad suficiente (existente y prevista) para cubrir el 58% del déficit total de la UE en 2010. Para llegar a los objetivos establecidos, la UE necesitaría registrar TACCs del 22% en bioetanol y del 20% en biodiesel en 2005E-10E, lo que precisaría un incremento neto equivalente a 40 plantas (de 200 mn de litros cada una). En nuestra opinión, las opciones más evidentes para apostar por esta situación en el mercado español son **Abengoa** (Comprar; precio objetivo: 22,50 €) y **Ebro Puleva** (Comprar; precio objetivo: 17,30 €), dado que el 43% y 8% de sus valoraciones derivan de estos biocombustibles, respectivamente.

### Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recom.		Pr. objetivo		%	BpA 2006E		%	Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior		Nuevo	Anterior		
24-Feb	Acerinox	Comprar	N/R	15,52	N/R	-	1,11	N/R	-	Mejora de fundamentales
22-Feb	Campofrio	Comprar	N/R	17,10	N/R	-	0,61	N/R	-	Reestructuración y crecimiento no orgánico
16-Feb	Aguas Barcelona	Comprar	Mantener	26,70	20,50	30,2	1,09	1,35	-19,3	Eliminación del descuento por holding
15-Feb	Abengoa	Comprar	Comprar	22,50	16,00	40,6	0,85	0,99	-14,2	Valoración más agresiva del bioetanol
15-Feb	Ebro Puleva	Comprar	Comprar	17,30	16,40	5,5	1,10	1,28	-14,3	Incorporación de los planes para el bioetanol
14-Feb	Telefonica	Mantener	Mantener	14,15	14,00	1,1	1,07	0,99	8,1	Próximos eventos
7-Feb	FCC	Comprar	Mantener	61,50	34,50	78,30	3,55	3,32	6,9	Cambio en el método de valoración en suma de partes
7-Feb	Repsol YPF	Comprar	Comprar	26,20	28,50	-8,10	2,69	2,80	3,9	Reducción de sus reservas
1-Feb	Brisa	En revisión	Mantener	7,75	7,30	6,2	0,36	0,35	2,9	Débil evolución del tráfico

Fuente: estimaciones Santander Investment Bolsa.



## CARTERA MODELO IBÉRICA

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

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comportamiento bursátil (%)						
		Actual	30-Dic-05	Absoluto	Rel. a large caps ibéricas	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M	En el año
Sogecable	05-Ene-06	33,67	33,84	-0,5	-9,0	-8,5	0,4	0,1	-1,3	18,8
BBVA	05-Ene-06	17,13	15,48	10,7	2,2	2,7	3,9	5,7	13,8	27,0
Ferrovial	05-Ene-06	64,70	60,30	7,3	-1,2	-0,7	2,2	-0,2	7,8	3,7
Endesa	05-Ene-06	28,35	21,90	29,5	20,9	21,5	11,6	20,7	29,6	58,3
Repsol	05-Ene-06	23,77	25,71	-7,5	-16,0	-15,5	1,5	7,5	-8,2	2,9
Inditex	05-Ene-06	29,72	27,51	8,0	-0,5	0,0	1,4	6,7	19,2	38,6
<b>Lista recom. large caps</b>	–	<b>107,90</b>	<b>100,00</b>	<b>7,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>ND</b>	<b>ND</b>	<b>ND</b>	<b>-100,0</b>
Large caps ibéricas	–	108,50	100,00	8,5	0,0	0,5	ND	ND	ND	-100,0
IBEX35	–	11.786,90	10.913,60	8,0	-0,5	0,0	2,4	7,1	10,8	19,2
PSI20	–	9.563,25	8.752,12	9,3	0,8	1,3	1,5	8,7	17,1	24,0
DJ Stoxx 50	–	3.514,49	3.406,98	3,2	-5,3	-4,8	1	2,2	6,2	14,4

Fuentes: estimaciones Santander Investment Bolsa.

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

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comp. bursátil (%)						
		Actual	30-Dic-05	Absoluto	Rel. a small-mid caps ibér.	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M	En el año
Ebro Puleva	05-Ene-06	15,45	14,27	8,3	-1,6	0,3	-0,8	8,4	2,6	9,4
Sol Meliá	05-Ene-06	12,44	11,10	12,1	2,3	4,1	-1,4	8,2	15,8	13,1
Ence	05-Ene-06	29,97	27,33	9,7	-0,2	1,7	0,3	3,1	17,5	39,5
Uralita	05-Ene-06	4,22	3,63	16,3	6,4	8,3	-2,5	3,9	11,1	-4,5
Viscofán	05-Ene-06	11,30	10,20	10,8	1,0	2,8	3,3	14,8	17,3	40,6
Prosegur	05-Ene-06	21,51	20,07	7,2	-2,6	-0,8	2,1	-2,5	11,3	14,6
<b>Lista recom. SMC</b>	–	<b>110,70</b>	<b>100,00</b>	<b>10,7</b>	<b>0,9</b>	<b>2,7</b>	<b>ND</b>	<b>ND</b>	<b>ND</b>	<b>-100,0</b>
Small-mid caps ibéricas	–	109,82	100,00	9,8	0,0	1,8	ND	ND	ND	-100,0
IBEX35	–	11.786,90	10.913,60	8,0	-1,8	0,0	2,4	7,1	10,8	19,2
PSI20	–	9.563,25	8.752,12	9,3	-0,6	1,3	1,5	8,7	17,1	24,0
DJ Small 200 Europe	–	183,08	168,22	8,8	-1,0	0,8	1,4	5,1	15,8	21,8

Fuentes: estimaciones Santander Investment Bolsa.

# THE IBERIAN MACRO OBSERVER

## Portugal, primeros signos de estabilización

Jesús Gómez

(34) 91-289-3315

jegomez@gruposantander.com

Juan José Fernández

(34) 91 289 3704

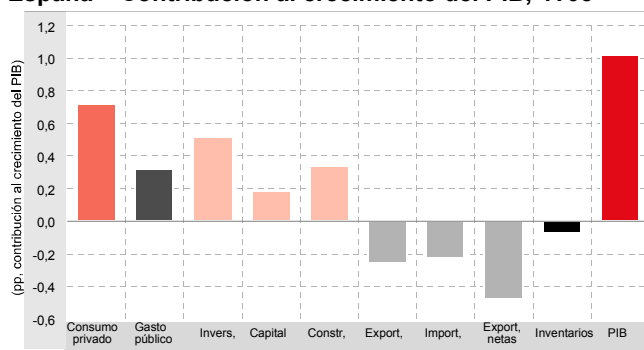
jjfernandezg@gruposantander.com

Antonio Espasa

(34) 91-289-3313

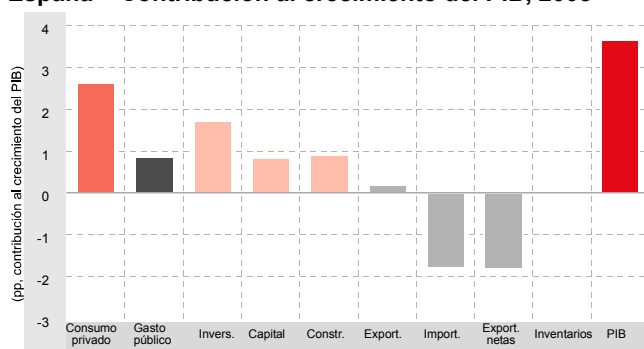
aespasa@gruposantander.com

### España – Contribución al crecimiento del PIB, 4T05



Fuente: Datastream y Santander Investment Bolsa.

### España – Contribución al crecimiento del PIB, 2005



Fuente: Datastream y Santander Investment Bolsa.

### Asuntos a tener en cuenta esta semana

#### En EEUU:

- (1) Previsión de revisión del crecimiento del PIB del 4T05, probablemente por encima del 1,5%
- (2) La confianza del consumidor podría caer ligeramente
- (3) Posible ligero descenso de las ventas de viviendas nuevas y de segunda mano en enero
- (4) Expectativas de subida del ISM manufacturero en febrero
- (5) El ISM no manufacturero también habría de avanzar

#### En la zona euro:

- (1) En Francia, la confianza del consumidor debería mejorar
- (2) Los índices de confianza de la CE podrían volver a subir en febrero
- (3) Estimación del IPC de la zona euro del 2,0% en febrero
- (4) Previsión de subida del PMI manufacturero en febrero
- (5) Previsión de avance del PMI servicios en febrero

- La economía española creció un 3,4% en 2005, tras arrojar un incremento del 0,9% intertrimestral (3,5% interanual) en el 4T05. Son datos muy coherentes con la estimación preliminar publicada por el Banco de España la semana pasada. En términos generales, el sector exterior tuvo una contribución menos negativa al crecimiento del PIB (-1,5 pp en el 4T05 frente a -1,8 pp en el 3T05), y el aumento de la demanda interna fue algo menor (5,0 pp en el 4T05 frente a 5,3 pp en el 3T05).

- La semana en la zona euro:** Los inventarios evitaron que la economía alemana entrara en terreno negativo. La economía francesa muestra una demanda interna fuerte pero un sector exterior débil. Los indicadores adelantados de confianza empresarial volvían a dispararse en febrero en casi todos los grandes países. La CE mantiene su previsión de crecimiento del PIB en la zona euro en el 1,9% para 2006. Pese a riesgos como las tarifas energéticas, la CE confirma que la economía está en proceso de expansión y que mantiene su buena tendencia iniciada en verano de 2005.

- La semana en EEUU:** En enero, el IPC subía un 0,7% intermensual (+0,2% intermensual el índice subyacente). Los responsables de la subida eran los precios de la energía, que se encarecían un 5,0% intermensual. Los indicadores adelantados de enero se disparaban por encima de lo previsto (1,1% frente a la estimación del 0,6%), lo que apunta a una aceleración de la economía a corto plazo. Esperamos un fuerte repunte del PIB en el 1T06E.

- En el *Rincón macro* de esta semana ofrecemos un análisis de la economía portuguesa realizado por nuestros compañeros en Lisboa: Rui Constantino y Paulo Xavier. Ambos insisten en que la economía portuguesa muestra signos de estabilización y que 2006E debería registrar mejores tasas de crecimiento que 2005. Noticias muy positivas tras el comportamiento pésimo de los últimos tiempos.

# LA SEMANA PASADA

## Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
Lunes 20-Feb	8:00	Alemania	Precios de producción (m/a)	Ene	0,3/5,2	0,4/4,8	1,2/5,6
	11:00	Italia	Pedidos industriales (m/a)(desest./no desest.)	Dic	2,1R/4,0	0,9/1,2	2,3/-1,1
	11:00	Italia	Ventas industriales (m/a) (desest./no desest.)	Dic	1,7R/4,4	0,0/3,2	3,0/5,5
Martes 21-Feb	8:40	Francia	PIB (t/a)	4T P	0,7/1,7R	0,2/1,3	0,2/1,2
	8:45	Francia	IPC (m/a)	Ene	0,1/1,5	-0,2/1,9	-0,1/2,0
	9:00	España	Evolución del sector servicios (a)	Dic	7,6	-	6,5
	11:00	Zona euro	Balanza comercial (desest.) (miles mn €)	Dic	0,9R	0,1	-0,9
	16:00	EEUU	Indicadores adelantados	Ene	0,3R	0,6	1,1
	20:00	EEUU	Actas de la reunión del FOMC del 31 enero	-	-	-	-
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Feb 20	-11	-	-13
Miércoles 22-Feb	8:00	Alemania	PIB (t/a) (desest./no desest.)	4T2	0,6/1,3	0,0/1,0	0,0/1,0
	8:00	Alemania	Consumo privado	4T2	-0,3R	-0,2	-0,6
	8:00	Alemania	Gasto público	4T2	0,4	-0,5	-1,6
	8:00	Alemania	Inversión en equipamiento	4T2	1,6R	1,1	0,1
	8:00	Alemania	Inversión en construcción	4T2	2,2R	1,0	1,2
	8:00	Alemania	Demanda doméstica	4T2	0,5R	0,1	0,2
	8:00	Alemania	Importaciones	4T2	5,2R	1,5	1,1
	8:00	Alemania	Exportaciones	4T2	4,9R	1,1	0,5
	8:45	Francia	Indicador de confianza empresarial	Feb	103	104	105
	8:45	Francia	Índice de producción industrial	Feb	0R	2	-3
	8:50	Francia	Gasto del consumidor (m/a)	Ene	-0,5R/2,1R	0,8/1,5	0,9/2,5
	9:16	España	PIB (constant. desest.) (t/a)	4TF	0,9R/3,5	-	0,9/3,5
	9:30	Italia	Confianza del consumidor. (desest.)	Feb	106,5R	106,7	110,0
	10:00	Zona euro	BCE Cuenta corriente (miles mn €)	Dic	-9,5R	-0,6	-5,3
	10:00	Italia	IPC (NIC incl. tabaco) (m/a)	Ene F	0,0/2,0	0,2/2,2	0,2/2,2
	11:00	Zona euro	Nuevos pedidos industriales (m/a)	Dic	5,3R/9,9R	-0,5/1,4	2,5/7,1
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Feb 17	-7,3	-	0,8
	14:30	EEUU	IPC (m/a)	Ene	-0,1/3,4	0,5/3,9	0,7/4,0
	14:30	EEUU	IPC (excl. alimentación y bebida) (m/a)	Ene	0,2/2,2	0,2/2,2	0,2/2,1
Jueves 23-Feb	10:00	Alemania	IFO-Clima empresarial	Feb	101,8R	101,5	103,3
	10:00	Italia	Balanza comercial (no-UE) (mn)	Ene	142,0R	-2100	-3586,0
	10:00	Alemania	IFO-Condiciones actuales	Feb	99,7R	100,1	101,9
	10:00	Alemania	IFO-Expectativas	Feb	103,8R	103,2	104,8
	11:00	Italia	Ventas minoristas (m/a)	Dic	0,0/1,7	0,2/1,3	0,2/2,4
	14:30	EEUU	Peticiones de subsidio de desempleo	Feb 18	298.000R	295.000	278.000
	14:30	EEUU	Peticiones continuadas	Feb 11	2454.000R	-	2495.000
	16:00	EEUU	Índice de oferta de empleo	Ene	38R	40	37
Viernes 24-Feb	8:00	Alemania	Índice de precios de importación (m/a)	Ene	0,3/6,8	0,6/0,6	0,9/6,8
	-	Alemania	IPC (m/a)	Feb P	2,1/-0,5	0,4/2,0	0,4/2,1
	9:30	Italia	Confianza empresarial	Feb	92,7	93,0	92,3
	14:30	EEUU	Pedidos de bienes duraderos	Ene	1,8R	-0,5	-10,2
	14:30	EEUU	Bienes duraderos excl. transporte	Ene	1,7R	0,7	0,6

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

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

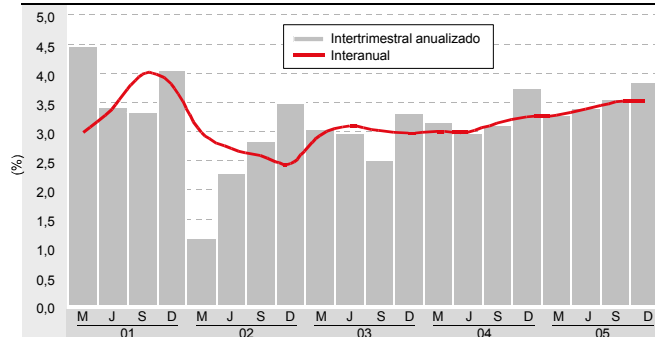
## LA ECONOMÍA ESPAÑOLA CRECIÓ UN 3,4% EN 2005

La economía española creció un 3,4% en 2005, tras arrojar un incremento del 0,9% intertrimestral (3,5% interanual) en el 4T05. Son datos muy coherentes con la estimación preliminar publicada por el Banco de España la semana pasada. En términos generales, el sector exterior tuvo una contribución menos negativa al crecimiento del PIB (-1,5 pp en el 4T05 frente a -1,8 pp en el 3T05), y el aumento de la demanda interna fue algo menor (5,0 pp en el 4T05 frente a 5,3 pp en el 3T05).

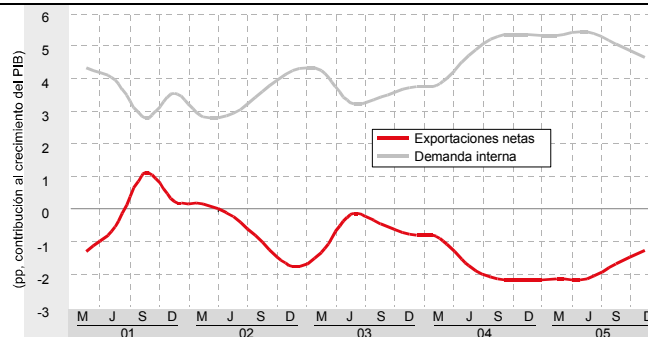


En 2005, el PIB creció un 3,4%, desde el 3,1% en 2004, con un incremento de la demanda interna del 5,3% en 2005 frente al 4,9% en 2004 y un recorte de 1,9 pp del crecimiento en 2005 por parte del sector exterior, frente a la contribución negativa de 1,8 pp en 2004.

### España – PIB, 2001-05



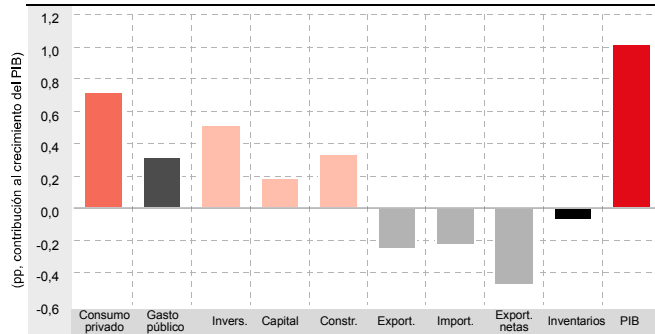
### España – PIB. Demanda interna vs sector exterior, 2001-05



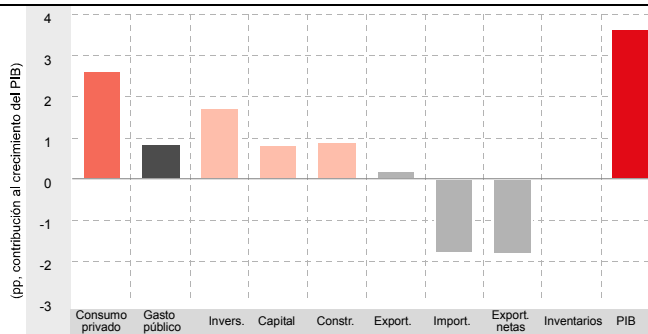
Fuente: Datastream y Santander Investment Bolsa.

El 4T05 acogió una aceleración del consumo privado (1,2% intertrimestral, 4,0% interanual), un crecimiento muy fuerte del gasto público (1,7% intertrimestral, 4,6% interanual) y datos muy saludables de las inversiones, con un incremento de la inversión total del 2,1% intertrimestral y 6,8% interanual. Por categorías, la inversión en bienes de capital caía desde el 3,5% en el 3T05 al 1,9% intertrimestral en el 4T05, mientras que la inversión en construcción pasaba del -0,6% intertrimestral del 3T05 al 2,3% intertrimestral en el 4T05. El sector exterior restaba 0,5 pp a la tasa de crecimiento intertrimestral (-0,3 pp en el 3T05) debido al retroceso del 1,2% intertrimestral de las exportaciones (+2,2% intertrimestral en el 3T05) y al incremento del 0,9% intertrimestral de las exportaciones (+3,3% intertrimestral en el 3T05) en el 4T05.

### España – Contribución al crecimiento del PIB, 4T05



### España – Contribución al crecimiento del PIB, 2005



Fuente: Datastream y Santander Investment Bolsa.

En 2005, las tendencias más evidentes en la economía española han sido:

- (1) Volvían a repetirse datos muy saludables en el consumo privado, con una tasa de crecimiento anual del 4,4% (porcentaje idéntico al de 2004).
- (2) Desaceleración del gasto público del 6,0% en 2004 hasta el 4,5%.
- (3) Datos muy positivos del conjunto de inversiones (7,2% en 2005, frente a 4,9% en 2004), con una aceleración notable de la inversión en bienes de capital (8,7% en 2005 frente a 3,8% en 2004) y niveles muy similares de la inversión en construcción (6,0% en 2005 frente a 5,5% en 2004).
- (4) Las exportaciones no han sido fuertes, con un escaso incremento del 1,0% en 2005 frente al +3,3% en 2004.

---

(5) Pese a la desaceleración de la tasa de crecimiento (7,1% en 2005 desde 9,3% en 2004), las importaciones volvían a registrar un comportamiento muy fuerte.

Para 2006E, esperamos cierta desaceleración del crecimiento del PIB, desde el 3,4% en 2005 hasta el 2,8%, condicionada por el consumo privado, la construcción y una contribución negativa del sector exterior (aunque ésta no debería ser tan abrumadora como en 2005).

**El sector servicios crece un 6,6% en 2005**

El INE publicaba los datos relativos al volumen de negocio del sector servicios en 2005: +6,6%. El empleo en el sector creció un 2,0% en 2005: 2,1% en transporte, 1,5% en distribución y 1,2% en turismo. El 6,5% interanual de tasa de crecimiento en diciembre supone una ligera desaceleración del casi un 8,0% interanual en noviembre, aunque el dato está muy próximo a la media anual (6,6%).

Por tanto, 2005 registró tasas de crecimiento todavía muy positivas en el sector servicios. Sin embargo, 2006E habría de traer una desaceleración en línea con un crecimiento menor del PIB en el año. Nuestras estimaciones apuntan a un crecimiento del PIB del 2,8% en 2006E frente al 3,4% en 2005.

**España recibió 2.700.000 turistas en enero de 2006; sin cambios frente a enero de 2005**

El Ministerio de Industria, Turismo y Comercio daba a conocer el dato de turistas que visitaron nuestro país en enero: 2.700.000, un número muy cercano (-0,1% interanual) al de enero de 2005. Los destinos elegidos fueron, por orden de preferencia, las Islas Canarias, Cataluña y Andalucía. El mayor número de turistas llegó del Reino Unido (747.000; 27,6% del total), seguidos por los alemanes (463.000; 17,1% del total). El 80,3% de los turistas llegaron en avión y el 62,9% se alojaron en hoteles. Cerca del 63,0% de los turistas que visitaron España no contrataron paquetes de vacaciones.

El año pasado España acogió al mayor número de turistas de su historia. En nuestra opinión, el número de turistas en 2006 difícilmente podrá superar este máximo, dada la mejora de la competencia de otros destinos. No obstante, no descartamos que España consiga mantener en 2006E niveles muy similares a los de 2005.

**La inflación española se dispara en enero**

El INE publicaba los datos del IPC correspondientes a enero. En este mes, los precios subieron un 4,2% interanual, desde el 3,7% interanual en el mes anterior. En términos mensuales, los precios bajaron un 0,4% tras el incremento del 0,2% en diciembre de 2005. La tasa subyacente se mantenía plana en el 2,9% interanual en enero frente a los niveles de diciembre. El índice subyacente arrojaba un retroceso del 1,0% intermensual en enero.

La subida en la tasa anual de inflación se debió a los subíndices vinculados a la energía. Los precios regulados se dispararon en enero para el gas y la electricidad en el ámbito doméstico (+2,2% intermensual, 7,7% interanual). El precio del transporte (afectado por la subida del precio de la energía y de las tarifas) arrojaba una subida del 1,5% intermensual (7,9% interanual) en enero. En el lado positivo, el precio de las bebidas y el tabaco caía (-2,2% intermensual, 2,7% interanual), y la ropa y el calzado bajaban considerablemente (-11,7% intermensual, 1,1% interanual) por las rebajas de enero.

Aunque los datos son negativos, no han sorprendido, dado el anuncio de la subida de los precios regulados. Esperamos cierta moderación de la tasa anual de la inflación, gracias a una bajada del precio de la energía y una demanda interna menor en los próximos trimestres. En cualquier caso, nuestras previsiones apuntan a un IPC superior al 3,0% en 2006E.



**El déficit por cuenta corriente volvía a subir en noviembre de 2005**

El 15 de febrero, el Banco de España publicaba los datos relativos a la balanza por cuenta corriente de noviembre de 2005. El déficit por cuenta corriente ascendía a 6.644,2 mn €, desde 4.951,3 mn € en noviembre de 2004. Por tanto, en términos anuales, el déficit creció un 34,19%. El déficit comercial subió un 30,54% interanual (6.500,2 mn € en noviembre de 2005 frente a 4.979,4 mn € en noviembre de 2004), debido al incremento de las importaciones (+12,2% interanual) y de las exportaciones (+5,7% interanual). El superávit de la balanza de servicios registró un ligero aumento (1,68% interanual), al tiempo que el superávit de la balanza de capitales se reducía, desde 416,2 mn € en noviembre de 2004 hasta 350,2 mn €.

Así las cosas, la posición deudora/acreedora de la economía española sufría un deterioro en noviembre, con un incremento de la posición deudora (desde 4.535,1 mn € hasta 6.294,0 mn € en el mismo mes de 2004). Por otro lado, la balanza financiera registraba unos ingresos netos del exterior de 1.159,7 mn €, dato mejor al de salidas netas de 7.529,7 mn € en el mismo mes de 2004. En enero-noviembre de 2005, el déficit de balanza por cuenta corriente ascendió hasta 60.754,1 mn € desde 38.316,2 mn € en el mismo periodo de 2004 (+58,6%).

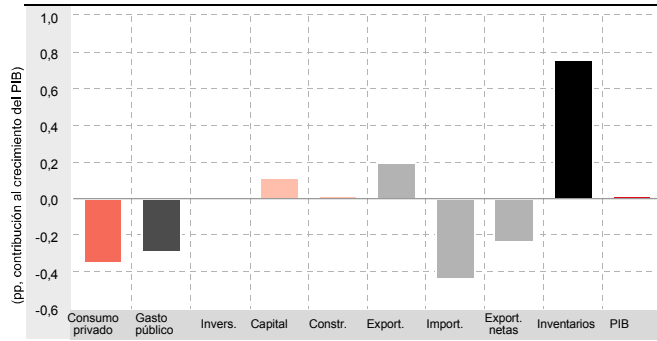
Y el deterioro del déficit de balanza por cuenta corriente va a más. Nuestras previsiones apuntan a que, a finales de 2005 el déficit estará en niveles máximos en términos absolutos y como porcentaje del PIB, que ya supera el 9,0%. Para 2006E no esperamos mejoras significativas, a menos que asistamos a una desaceleración notable de la demanda interna, que reduciría las importaciones.

**La semana en la zona euro:** Los inventarios evitaron que la economía alemana entrara en terreno negativo. La economía francesa muestra una demanda interna fuerte pero un sector exterior débil. Los indicadores adelantados de confianza empresarial volvían a dispararse en febrero en casi todos los grandes países. La CE mantiene su previsión de crecimiento del PIB en la zona euro en el 1,9% para 2006. Pese a riesgos como las tarifas energéticas, la CE confirma que la economía está en proceso de expansión y que mantiene su buena tendencia iniciada en verano de 2005.

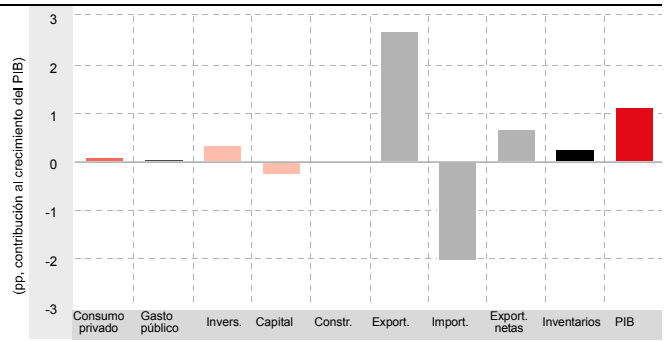
**Economía alemana: +0,0% intertrimestral en 4T05**

La economía alemana creció un 0,0% intertrimestral en el 4T05, tal como adelantaba la estimación preliminar publicada la semana pasada. El desglose no dio sorpresas. A destacar: (1) un retroceso importante del consumo privado (-0,6% intertrimestral en el 4T05 desde el 0,3% intertrimestral en el 3T05), aunque, gracias a la revisión al alza de los datos del trimestre anterior, el consumo creció un 0,2% en 2005; (2) debilidad del gasto público en términos trimestrales (-1,6% intertrimestral en el 4T05) y anuales (0,1%); (3) la inversión total creció menos que el trimestre anterior (0,7% intertrimestral en el 4T05 desde el 1,8% intertrimestral en el 3T05). Hubo una desaceleración de la inversión en bienes de capital (0,1% intertrimestral en el 4T05 desde el 1,6% en 3T05) y un nuevo incremento notable de la inversión en construcción (1,2% intertrimestral en el 4T05 desde el 2,2% intertrimestral en el 4T05); (4) contribución negativa del sector exterior al crecimiento del PIB (-0,2 puntos porcentuales), debido a un escaso incremento de las exportaciones (0,5% intertrimestral) y un aumento de las importaciones (1,1% intertrimestral); y (5) contribución positiva de los inventarios al crecimiento del PIB (0,8 pp). Es decir, sin inventarios, el PIB habría sido muy negativo.

**Alemania – Contribución al crecimiento del PIB, 4T05**



**Alemania – Contribución al crecimiento del PIB, 2005**



Fuente: Datastream y Santander Investment Bolsa.

El crecimiento de la economía alemana coincidió con nuestras estimaciones, y seguimos apostando por un repunte del PIB en el 1T06E (esperamos +0,6% intertrimestral). Es más que probable que el BCE suba los tipos de interés otros 25 puntos básicos la próxima semana y deje el tipo de intervención en el 2,5%.

**Inesperada recuperación de la confianza empresarial en Francia**

Los indicadores de confianza empresarial en Francia superaban las expectativas en febrero. La mejora de la confianza empresarial en el país galo es paralela a la experimentada por otros países de la zona euro. La principal razón de esta mejora son los pedidos del exterior, sin duda un signo positivo en el caso de Francia dada la debilidad del sector exterior en el 4T05.

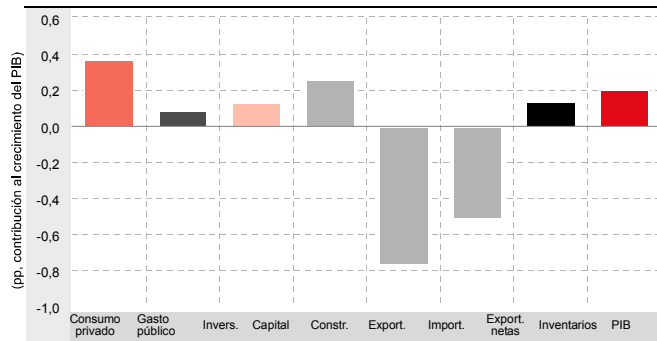
**Italia: la confianza del consumidor en máximos de los últimos años**

También mejoraba la confianza del consumidor en Italia, donde se llegaba a los niveles máximos de los últimos años. Se trata de buenas noticias para el consumo futuro (la tendencia es positiva), aunque no debemos extrapolar este comportamiento a corto plazo del consumo utilizando exclusivamente estos datos.

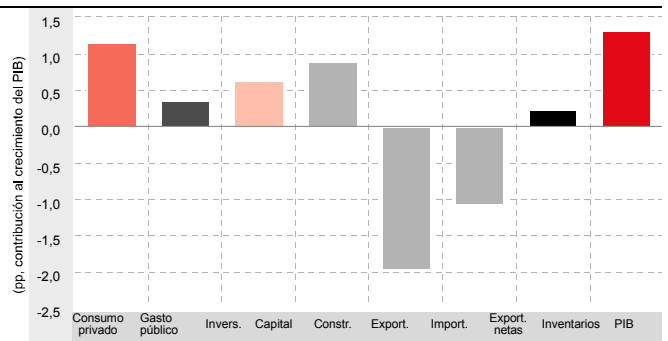
**Francia: el PIB del 4T05 crece 0,2% intertrimestral**

En Francia, el PIB creció un 0,2% intertrimestral en el 4T05, en línea con la estimación preliminar publicada la semana pasada. El desglose revela que el crecimiento en el 4T05 derivó de la demanda interna (0,7% intertrimestral), mientras que el sector exterior tuvo un impacto muy negativo, con una contribución negativa de 0,5 pp. En la demanda interna, el consumo privado volvía a mostrar un comportamiento fuerte, con una tasa de crecimiento similar a la del trimestre anterior. Esperamos un mayor crecimiento del PIB en el 1T06E, sostenido por la fuerte demanda interna acompañada por una posible contribución positiva del sector exterior.

**Francia – Contribución al crecimiento del PIB, 4T05**



**Francia – Contribución al crecimiento del PIB, 2005**



Fuente: Datastream y Santander Investment Bolsa.



**Sube el IFO en febrero y supera su máximo del año 2000**

El índice alemán IFO superaba todas las expectativas y alcanzaba los 103,3 puntos en febrero, dejando atrás el máximo alcanzado en el año 2000. El índice de condiciones actuales y el índice de expectativas subían. Parece que los avances han sido generalizados en todos los sectores, aunque ha sido especialmente significativo en distribución. El índice de manufacturas, componente principal del IFO, se estabilizaba en niveles muy elevados. Además, los inventarios caían, lo que supone una buena noticia para el futuro más próximo (se espera un avance de la producción). Se prevé una subida del precio de los bienes manufactureros alemanes, y las expectativas laborales siguen mejorando.

Todos estos datos apuntan a un repunte del crecimiento del PIB en el 1T06E. Esperamos una tasa de crecimiento trimestral en torno al 0,5% en Alemania y la zona euro. Creemos que los riesgos son al alza debido a los buenos datos que se están publicando.

**La semana en EEUU:** En enero, el IPC subía un 0,7% intermensual (+0,2% intermensual el índice subyacente). Los responsables de la subida eran los precios de la energía, que se encarecían un 5,0% intermensual. Los indicadores adelantados de enero se disparaban por encima de lo previsto (1,1% frente a la estimación del 0,6%), lo que apunta a una aceleración de la economía a corto plazo. Esperamos un fuerte repunte del PIB en el 1T06E.

# ESTA SEMANA

## Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión
Lunes 27-Feb	9:00	España	Precios de producción (m/a)	Ene	0,0/5,2	-
	10:00	Zona euro	M3 (desest.) (a/3m media)	Ene	7,3/4,6	7,3/7,4
	16:00	EEUU	Venta nuevas viviendas	Ene	1.269.000	1.270.000
Martes 28-Feb	8:40	Francia	Confianza consumidor	Feb	-27	-26
	8:45	Francia	Tasa desempleo/Variación n°. empleos	Ene	9,5/-23.000	9,5/-15.000
	8:45	Francia	Viviendas iniciadas/Permisos 3M (a) (var.)	Ene	20,8/8,3	-
	8:50	Francia	Precios de producción (m/a)	Ene	-0,1/3,1	0,5/3,3
	9:00	España	Índice de precios hoteleros (a)	Ene	0,8	-
	9:55	Alemania	Tasa desempleo/Variación n°. empleos	Feb	11,3/69.000	11,3/-20.000
	10:00	Italia	IPRI (m/a)	Ene	0,3/4,1	0,5/4,0
	11:00	Zona euro	IPCI (m/a)	Ene	0,3/2,2	-0,4/2,4
	11:00	Zona euro	Índice clima empresarial	Feb	0,34	0,40
	14:30	EEUU	PIB anualizado	4TP	1,1	1,6
	14:30	EEUU	PIB - Índice de precios	4TP	3,0	3,0
	16:00	EEUU	Gestores de compras de Chicago	Feb	58,5	58,2
	16:00	EEUU	Confianza del consumidor	Feb	106,3	104,0
	16:00	EEUU	Ventas de viviendas de segunda mano	Ene	6,60	6,60
	Miércoles 1-March	9:45	Zona euro	PMI Manufacturas	Feb	53,5
10:00		Italia	PIB anual	Dic 31	1,2	0,1
11:00		Zona euro	Tasa de desempleo	Ene	8,4	8,4
11:00		Zona euro	IPC estimado (a)	Feb	2,4	2,3
14:30		EEUU	Ingresos personales/gasto	Ene	0,4/0,9	0,6/1,0
14:30		EEUU	Deflactor de consumo subyacente (m/a)	Ene	0,1/1,9	0,2/1,8
16:00		EEUU	Gasto en construcción (m)	Ene	1,0	1,2
16:00		EEUU	ISM Manufacturas	Feb	54,8	55,5
16:00		EEUU	ISM Precios pagados	Feb	65,0	64,0
18:00		Italia	Nuevas matriculaciones (a)	Feb	10,7	-
		EEUU	Ventas vehículos nacionales/totales (mn)	Feb	17,6/14,1	16,5/13,3
Jueves 2-Mar	10:00	Alemania	Ventas minoristas (m/a)	Ene	-1,6/4,6	-
	10:00	España	ICO Confianza consumidor	Feb	-	1,0/-0,6
	11:00	Zona euro	IPRI (m/a)	Ene	0,2	-
	13:45	Zona euro	El BCE anuncia tipos	Mar	2,25	0,8/4,8
	14:30	EEUU	Peticiones subsidio de desempleo	Feb 25	-	2,50
	14:30	EEUU	Peticiones continuadas	Feb 18	-	285.000
		España	Desempleo (m) Neto (miles)	Feb	68,6	-
Viernes 3-Mar	9:15	Zona euro	PMI Servicios	Feb	57,0	-
	11:00	Italia	Ventas al por menor	Ene	0,1/0,8	57,2
	11:00	Zona euro	IPC (m/a)	Feb P	-0,5/2,1	0,4/2,0
	11:00	Zona euro	PIB (desest.) (t/a)	4T1	0,3/1,7	0,3/1,7
	15:45	EEUU	U. de Michigan	Feb 4	87,4	87,5
	16:00	EEUU	ISM No Manufacturero	Feb	56,8	58,0

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

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

**En EEUU:** (1) Inventarios, consumo privado e inversión empresarial, posibles responsables de una revisión al alza del crecimiento del PIB del 4T05, desde el anterior 1,1% hasta un 1,5%; (2) la confianza del consumidor podría caer ligeramente, aunque hay mucha probabilidad de que el dato sea mejor de lo previsto; (3) las ventas de viviendas nuevas y de segunda mano podrían caer ligeramente en enero; y (4) los ISM manufacturero y no manufacturero subirían en febrero.

**En la zona euro:** (1) en Francia, la confianza del consumidor habría de recuperarse; (2) los índices de confianza de la CE deberían volver a subir en febrero; (3) la estimación del IPC en la zona euro en febrero sería del 2,0%; (4) sube el PMI manufacturero en febrero; y (5) el PMI servicios también habría de mejorar en febrero.



## TIPOS Y DIVISAS

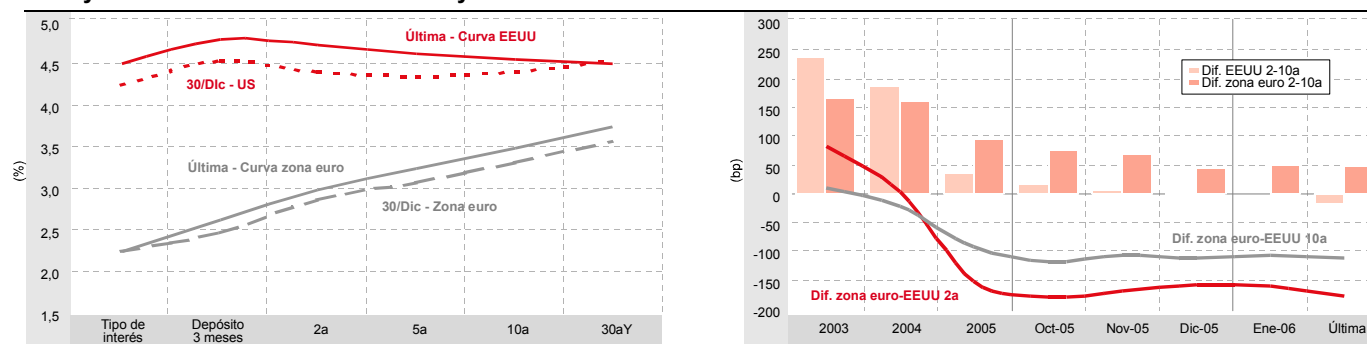
- Creemos que el BCE aprovechará su reunión de esta semana para subir los tipos de interés otros 25 puntos básicos, como hiciera en diciembre de 2005. Esta decisión, adelantada por el presidente de la entidad, Jean-Claude Trichet, en su última comparecencia sobre política económica, dejaría el tipo de intervención en el 2,5%. Por lo tanto, creemos que existe una probabilidad elevada de que suban los tipos.
- Mantenemos nuestra previsión del 3,0% para los tipos de interés a finales de año. Para 2007E, nuestras estimaciones apuntan a un tipo de intervención del BCE en el 3,25%.

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

	Anual <sup>1</sup>		Trimestral <sup>1</sup>				Mensual				Semanal			Última <sup>2</sup>		
	2003	2004	2005 mar-05	jun-05	sep-05	dic-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06	10-feb	17-feb	24-feb			
<b>Tipos interés corto plazo</b>																
Tipo intervención BCE	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,0	2,0	2,3	2,3	2,25	2,25	2,25	<b>2,25</b>	
Fondos de la Fed	1,1	1,4	3,3	2,5	3,0	3,5	4,0	3,8	4,0	4,3	4,5	4,50	4,50	4,50	<b>4,50</b>	
Euribor 3 meses	2,3	2,1	2,2	2,1	2,1	2,1	2,4	2,2	2,5	2,5	2,5	2,56	2,56	2,63	<b>2,63</b>	
Dep. 3 meses EEUU	1,1	1,6	3,6	2,9	3,3	3,8	4,4	4,2	4,4	4,5	4,6	4,73	4,70	4,79	<b>4,79</b>	
<b>Tipos inter. largo plazo</b>																
Zona euro	2 años	2,5	2,5	2,4	2,5	2,1	2,3	2,8	2,6	2,8	2,9	3,0	2,92	2,90	2,99	<b>2,99</b>
	5 años	3,3	3,3	2,8	3,0	2,6	2,6	3,1	3,0	3,1	3,2	3,20	3,18	3,25	<b>3,25</b>	
	10 años	4,1	4,1	3,4	3,6	3,3	3,2	3,4	3,4	3,5	3,3	3,48	3,45	3,48	<b>3,48</b>	
	30 años	4,8	4,7	3,8	4,1	3,8	3,6	3,7	3,8	3,8	3,6	3,73	3,73	3,74	<b>3,74</b>	
EEUU	2 años	1,6	2,4	3,9	3,5	3,6	4,0	4,4	4,4	4,4	4,5	4,68	4,67	4,72	<b>4,72</b>	
	5 años	2,9	3,4	4,0	4,0	3,8	4,1	4,4	4,4	4,4	4,5	4,59	4,55	4,62	<b>4,62</b>	
	10 años	4,0	4,2	4,3	4,3	4,0	4,2	4,5	4,6	4,5	4,4	4,59	4,54	4,56	<b>4,56</b>	
	30 años	4,9	5,0	4,5	4,7	4,3	4,4	4,7	4,8	4,7	4,5	4,73	4,51	4,50	<b>4,50</b>	
<b>Diferencial</b>																
Dif. zona euro	3 m-30 a	257	265	164	199	170	152	135	164	133	111	120	117	116	111	<b>111</b>
	2 a-10 a	164	160	95	117	113	88	64	77	69	45	51	56	56	50	<b>50</b>
Dif. EEUU	3 m-30 a	376	338	93	180	103	62	29	52	32	0	5	-18	-19	-29	<b>-29</b>
	2 a-10 a	235	184	37	78	41	21	8	18	8	-1	0	-9	-13	-16	<b>-16</b>
Dif. zona euro-EEUU	Int.	115	60	-123	-50	-100	-150	-192	-175	-200	-200	-225	-225	-225	-225	<b>-225</b>
	2 a	82	5	-148	-109	-148	-172	-164	-174	-165	-154	-156	-176	-178	-173	<b>-173</b>
	10 a	11	-20	-90	-71	-77	-104	-109	-115	-103	-108	-105	-111	-109	-108	<b>-107</b>
<b>Divisas</b>																
	€/US\$	1,14	1,25	1,24	1,31	1,24	1,22	1,19	1,199	1,179	1,185	1,216	1,209	1,202	1,190	<b>1,190</b>
	€/¥	132	134	137	137	134	136	140	140	141	139	142	142	143	140	<b>139</b>
	US\$/¥	116	107	111	105	108	112	118	116	120	118	117	117	119	118	<b>117</b>

(1) Las cifras representan la media del periodo. (2) Última: 24 de febrero de 2006.  
Fuente: estimaciones Santander Investment Bolsa.

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



Fuente: Bloomberg.

# RINCÓN MACRO: LA ECONOMÍA PORTUGUESA

## PRIMEROS SIGNOS DE ESTABILIZACIÓN

Esta semana ofrecemos en el *Rincón macro* un análisis de la economía portuguesa realizado por nuestros compañeros en el país luso: *Rui Constantino* (Tel: 351 21-389-3626) y *Paulo Xavier* (Tel (351) 21-380-1585). Ambos insisten en que la economía portuguesa muestra signos de estabilización y que 2006E debería registrar mejores tasas de crecimiento que 2005E. Sin duda, noticias muy positivas tras el comportamiento pésimo de los últimos tiempos.

## CONTABILIDAD NACIONAL

El día 10 de marzo está previsto que se publiquen los resultados de las cuentas públicas del 4T05.

Los datos del 3T05 mostraban la constante desaceleración del crecimiento económico, debido en gran parte a la corrección del consumo privado tras el gasto elevado en bienes duraderos y automóviles en el 2T05. Las ventas de coches caían un 30% en el 3T05, lo que supuso un retroceso del 1% intertrimestral en el gasto en bienes duraderos. En estos momentos, el consumo privado ha caído ligeramente y crece cerca de un 2%.

La inversión se ha deteriorado todavía más, debido principalmente a la construcción, que se contraía un 4,1% en el cuarto trimestre que terminó en septiembre de 2005. Las expectativas de que las obras públicas vinculadas a las elecciones municipales de octubre pudieran animar la inversión no se cumplieron. La inversión en maquinaria y transporte no varió en el periodo.

La contribución de la demanda externa al crecimiento del PIB fue positiva, con un avance de las exportaciones, que empiezan a recuperarse tras la contracción de principios de 2005. Las exportaciones podrían haber superado el susto inicial de la apertura del mercado textil a China, y no debería perderse más cuota de mercado. Las importaciones se han ralentizado y podrían estar creciendo a un ritmo más coherente con la débil demanda doméstica.

En términos anuales, nuestras estimaciones apuntan a un escaso 0,3% de crecimiento del PIB, como consecuencia, principalmente, de la contracción de la inversión y de la rémora que están suponiendo las exportaciones netas.

### Portugal – Principales indicadores macroeconómicos, 2004-06E

(% interanual)	1T04	2T04	3T04	4T04	1T05	2T05	3t05	2005E	2006E
PIB	1,1	2,0	1,1	0,6	0,0	0,4	0,2	0,3	0,8
Consumo privado	2,0	2,7	2,5	2,7	2,8	3,1	1,2	2,0	1,1
Gasto público	1,7	2,4	2,7	2,5	1,9	1,2	0,6	1,0	-0,2
Inversiones	0,2	3,1	1,5	1,4	-1,2	-3,7	-4,1	-2,8	0,6
Exportaciones	5,0	8,6	3,0	2,0	-0,9	0,3	2,2	1,4	4,9
Importaciones	5,4	9,2	5,9	6,2	3,8	2,4	1,0	2,2	4,0
IPC (%)	2,2	2,5	2,4	2,4	2,1	1,8	2,7	2,3	2,6
Desempleo (%)	6,4	6,3	6,8	7,1	7,5	7,2	7,7	7,5	7,7
Salarios	2,9	3,0	2,9	2,4	2,7	2,7	3,0	2,7	2,7
Déficit presupuestario (% del PIB)*				3,0				6,0	4,6
Deuda pública (% of GDP)				59,4				65,5	68,7

(\*) En referencia al déficit público total.

Fuentes: Ministerio de Economía, INE, Banco de Portugal y Banco Santander de Negocios Portugal.



## PERSPECTIVAS PARA 2006E

Para 2006E, nuestras estimaciones apuntan a una ligera recuperación del crecimiento económico, con un 0,8% interanual para el PIB. El consumo privado se incrementaría sólo el 1,1%, pero se debería a unos efectos comparativos poco beneficiosos relacionados con la fortaleza de las ventas de automóviles en el 2T05, ya que las indicaciones del sector de distribución apuntan a un aumento del 2% del gasto actual.

Deberíamos asistir a una mejora notable de la inversión privada, con una ligera recuperación en 2006E. Son varios los acontecimientos que podrían favorecer la inversión. Cada vez hay más signos de recuperación económica en la zona euro, especialmente en Alemania. Esto podría traducirse en una recuperación de la demanda externa de los productos portugueses, que a su vez favorecería la recuperación progresiva de las exportaciones en 2006E (y no se descarta que los datos de 2005 se revisen al alza).

Sin embargo, todo apunta a que los principales condicionantes de la inversión serían domésticos y estarían muy vinculados a la confianza empresarial. Hay dos factores clave en la mejora de la confianza:

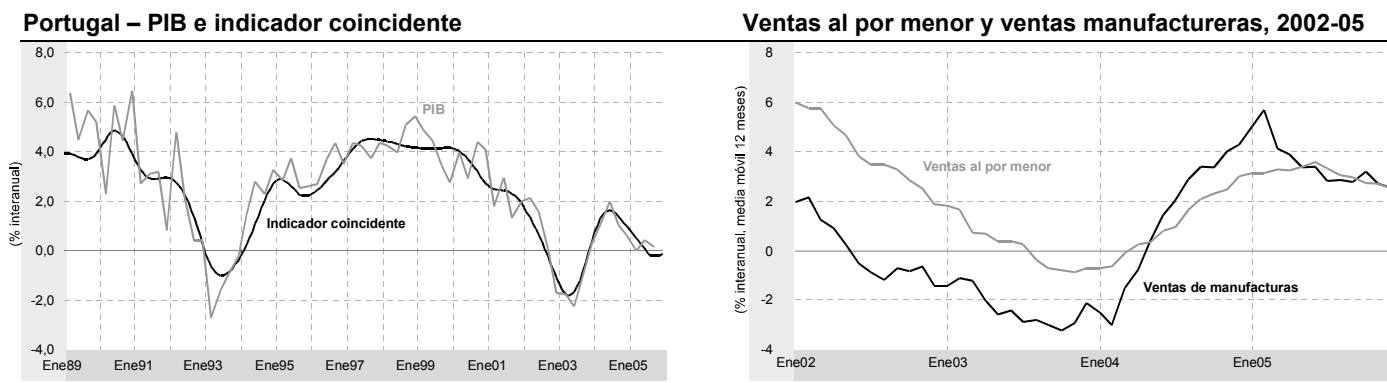
- El presupuesto público para 2005 apunta a un control más estricto del gasto corriente, en línea con unos datos de ingresos por encima de las expectativas. La política fiscal sigue siendo el centro de atención de la política económica, lo que confiere cierto optimismo a la evolución presupuestaria en 2006E.

El Gobierno ha propuesto una escasa subida salarial del 1,5%, y las promociones automáticas (que implican subidas de salarios) se mantienen congeladas hasta final de año. Sin embargo, las medidas más drásticas derivan de la nueva estructura funcional y sistema salarial, que se darán a conocer a mediados de 2006 y entrarán en vigor a partir de 2007. El Ministro de Economía confirmaba que el Gobierno reducirá en 75.000 el número de empleos de la Administración (10% del total de funcionarios).

Habrà un control exhaustivo del gasto, aunque los riesgos siguen siendo elevados. Tampoco se descartan riesgos en los ingresos, dado el escaso crecimiento y el escaso margen para nuevas ganancias derivadas de la lucha contra la evasión de impuestos.

- Por otro lado, Portugal entraría ahora en un periodo de estabilidad política tras las elecciones presidenciales de enero de 2006. Las próximas elecciones —generales, municipales y europeas— no se celebrarían hasta 2009. El Gobierno cuenta, por tanto, con más de tres años para introducir su ambicioso plan de reorganización de la Administración Pública y reducir el déficit fiscal por debajo del umbral del 3% del PIB.

Portugal elegía a Aníbal Cavaco Silva como Presidente, con una mayoría del 50,6% en la primera vuelta. Su experiencia como Primer Ministro, unida a su visión reformista de la economía, podría dar al Gobierno el apoyo necesario para todas estas reformas. Un escenario de cooperación política entre el Presidente y el Gobierno podría disparar la confianza empresarial.



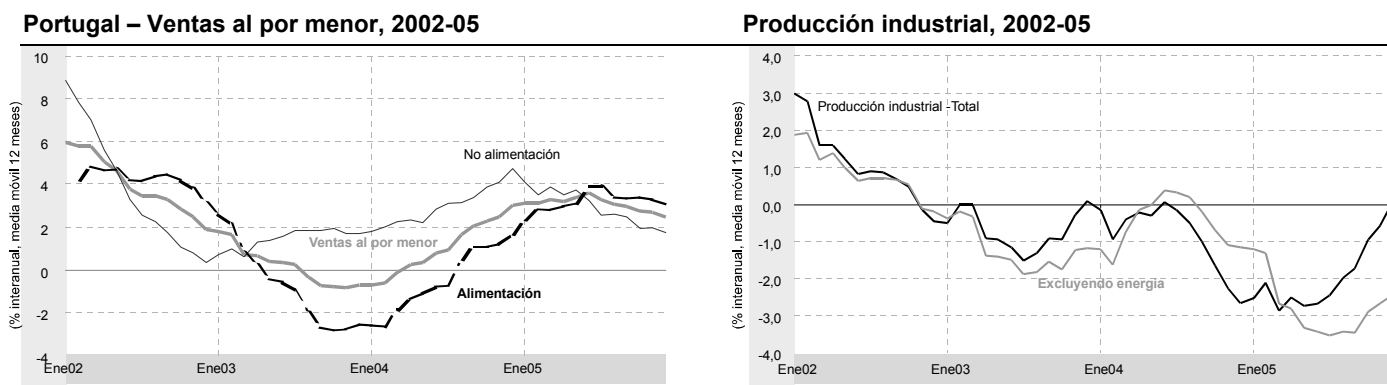
Fuentes: INE y Banco de Portugal.

### INDICADORES A CORTO PLAZO

La mayoría de los indicadores a corto plazo, resumidos en el indicador coincidente publicado por el Banco de Portugal, empiezan a apuntar a una estabilización de la actividad económica tras la desaceleración registrada en gran parte del 2S05. En términos interanuales, el PIB parece mantenerse cercano al 0%.

En términos reales, las ventas al por menor rondan el +2% interanual de media. El gasto familiar en bienes y servicios se mantendría estable en estos niveles, y sería el gasto en bienes duraderos el que podría sufrir mayor volatilidad. Los riesgos siguen a la baja, dados los niveles bajos de la confianza del consumidor, el alto desempleo y unos tipos de interés más altos, que se están dejando sentir en el endeudamiento de las familias. Mientras la confianza del consumidor se mantiene en mínimos históricos, la confianza en el sector minorista se recuperaba en enero y alcanzaba su máximo desde marzo/abril de 2005.

Las condiciones del mercado laboral siguen siendo delicadas. Aunque el desempleo llegó al 7,7% en el 3T05, parte de este incremento podría deberse a la colocación anual de profesores y a la finalización de contratos antiguos. El desempleo registrado continúa subiendo, aunque a un ritmo más moderado (3,5% en los 12 meses hasta diciembre). El número de trabajos ofertados se ha multiplicado progresivamente, y en el 2S05 éste resultó en línea con el nivel del año anterior. Los salarios crecieron una media del 2,7% en 2005, desde el 2,9% en 2004.

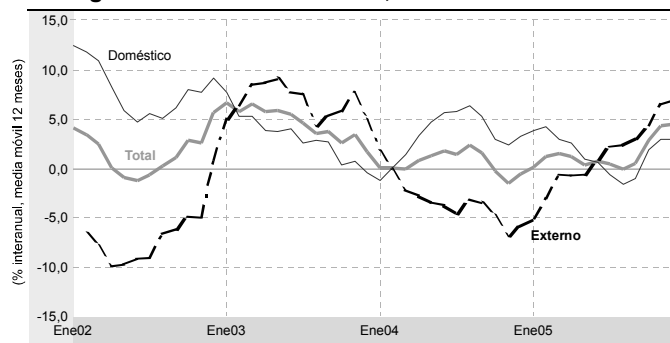


Fuente: INE.

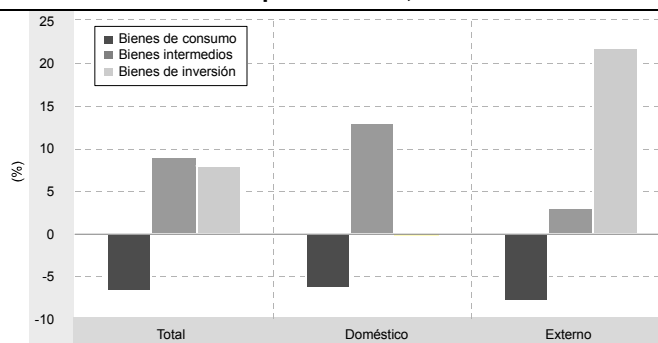
Aunque nuestras expectativas apuntan a una mejora de la inversión en 2006E, los últimos indicadores no revelan todavía una clara tendencia a la recuperación. Según la información cualitativa y cuantitativa recogida por el INE, todas las áreas de inversión se contrajeron en 2005, incluyendo el 4T05, con la excepción de construcción, donde se dieron síntomas de estabilización.



### Portugal – Pedidos industriales, 2002-05



### Pedidos industriales por sectores, 2005



Fuente: INE.

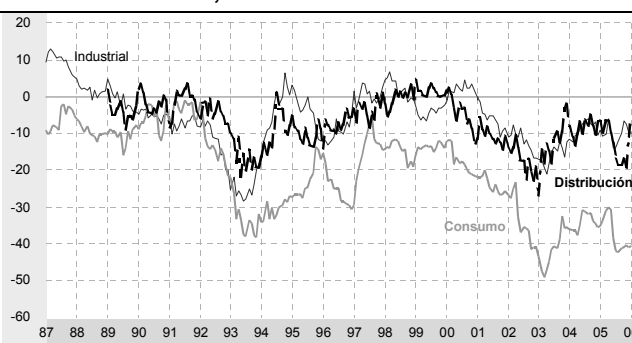
La producción industrial está en proceso de recuperación; en 2005 no registró cambios tras las contracciones vistas desde mediados de 2002. Sin embargo, esto obedece exclusivamente a la producción de energía, que creció un 12% en 2005. Si excluimos este componente (que representa el 14% de la producción total), la producción industrial caía un 2,4% (-1,2% en 2004).

Se ha acelerado el crecimiento de los pedidos industriales y, a finales de 2005, rondaba el 10% interanual (5% en el año 2005). Esta tendencia es evidente tanto en pedidos exteriores como en domésticos. La demanda externa es mucho más fuerte en términos de bienes de consumo duraderos (+11,3%) y bienes de inversión (+21,9%), mientras que los pedidos domésticos atienden más a bienes de consumo no duraderos (+4,9% en 2005) y bienes intermedios (+13,1%).

### Portugal – Desempleo y oferta laboral



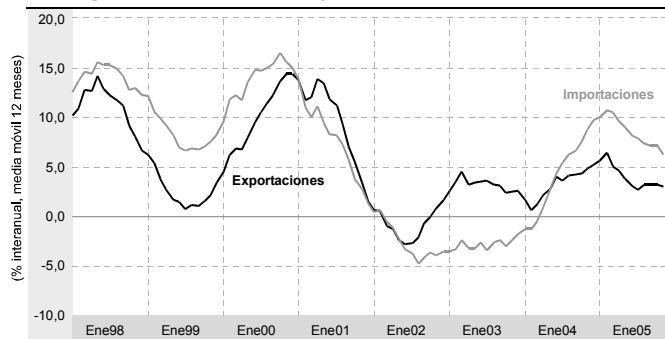
### Datos de confianza, 1987-2005



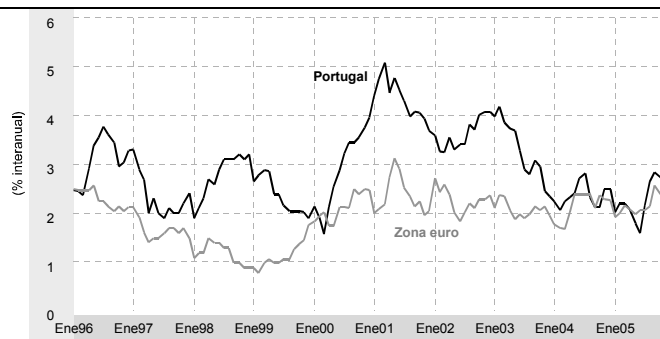
Source: IEFP and EC.

Las exportaciones crecieron en los últimos meses de 2005, en parte como consecuencia del avance de los pedidos industriales del exterior. Así, en los 12 anteriores a noviembre, las exportaciones aumentaron un 3%, mientras que las importaciones se redujeron un 6,3%. Según informa el INE, las exportaciones nacionales parecen estar creciendo más en línea con la demanda externa dirigida a Portugal, lo que supone una pequeña pérdida de cuota de mercado.

**Portugal – Importaciones y exportaciones, 1998-2005**



**IPC, 1996-2005**



Fuentes: INE y Banco de Portugal.

La inflación se estabilizaba en el 2,6% interanual, tras llegar al 2,8% con la subida del IVA al 21% el pasado 1 de julio de 2005. La inflación media en 2005 fue de un 2,3%. Las previsiones apuntan a que en 2006E la inflación se mantendrá en los niveles actuales, con la subida del IVA y de los precios del petróleo afectando a otros bienes. La inflación en el sector servicios se ha mantenido estable en el 3,0% desde principios de 2005 y, dada la evolución del mercado laboral, es muy probable que se mantenga así.



## ESTIMACIONES MACROECONÓMICAS

### Europa, Latinoamérica, Japón y EEUU – Estimaciones, 2003-07P

PIB	2003	2004	2005E	Cons.	2006E	Cons.	2007E	Cons.
Alemania	-0,2	1,1	1,0	1,1	1,6	1,7	2,0	1,2
Francia	0,9	2,1	1,7	1,5	2,1	1,9	1,9	1,9
Italia	0,4	1,0	0,2	0,2	1,6	1,3	1,6	1,2
España	3,0	3,1	3,4	3,4	2,8	3,0	2,4	2,6
Portugal	-1,2	1,2	0,5	0,7	1,0	1,0	1,4	1,6
<b>Euro-12</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>
Reino Unido	2,5	3,2	–	1,8	–	2,1	–	2,4
Argentina	8,8	9,0	8,0	8,4	6,0	5,5	–	3,6
Brasil	0,5	4,9	3,4	2,6	3,8	3,5	–	3,7
México	1,6	4,4	3,2	3,1	3,3	3,5	–	3,3
Japón	1,4	2,6	–	2,3	–	2,3	–	2,2
<b>EEUU</b>	<b>2,7</b>	<b>4,2</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>

IPC	2003	2004	2005E	Cons.	2006E	Cons.	2007E	Cons.
Alemania	1,1	1,7	2,0	1,9	2,1	1,7	1,9	2,2
Francia	2,2	2,3	2,0	1,9	2,1	1,7	2,1	1,6
Italia	2,8	2,3	2,2	2,2	2,3	2,1	2,0	1,9
España	3,0	3,0	3,4	3,4	3,1	3,3	2,6	2,9
Portugal	3,3	2,4	2,4	2,3	2,9	2,3	2,3	2,0
<b>Euro-12</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>
Reino Unido	1,4	1,3	–	2,1	–	2,0	–	2,0
Argentina	3,7	6,1	11,0	12,3	11,0	11,6	–	7,2
Brasil	9,3	7,6	5,1	5,6	4,5	4,7	–	4,3
México	4,0	5,2	3,6	3,4	3,8	3,6	–	3,8
Japón	-0,3	0,0	–	-0,2	–	0,2	–	0,5
<b>EEUU</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>

Datos financieros*	2003	2004	2005E	Cons.	2006E	Cons.	2007E	Cons.
<b>Tipos intervención</b>								
Zona euro	<b>2,00</b> (2,25)	<b>2,00</b> (2,00)	<b>2,25</b> (2,05)	–	<b>3,00</b> (2,75)	2,75	<b>3,25</b> (3,25)	–
EEUU	<b>1,00</b> (1,10)	<b>2,25</b> (1,40)	<b>4,25</b> (3,25)	–	<b>4,75</b> (4,63)	4,75	<b>4,50</b> (4,69)	–
<b>Tipos 3 meses</b>								
Zona euro	<b>2,11</b> (2,26)	<b>2,13</b> (2,08)	<b>2,49</b> (2,17)	–	<b>3,20</b> (2,92)	2,8	<b>3,10</b> (3,23)	3,1
EEUU	<b>1,09</b> (1,14)	<b>2,52</b> (1,56)	<b>4,50</b> (3,60)	–	<b>5,00</b> (4,83)	4,7	<b>4,40</b> (4,73)	4,6
<b>Bono 2 años</b>								
Zona euro	<b>2,61</b> (2,46)	<b>2,48</b> (2,48)	<b>2,86</b> (2,41)	–	<b>3,60</b> (3,35)	–	<b>2,90</b> (3,20)	–
EEUU	<b>1,82</b> (1,64)	<b>3,06</b> (2,36)	<b>4,40</b> (3,89)	–	<b>4,90</b> (4,98)	–	<b>4,00</b> (4,43)	–
<b>Bono 10 años</b>								
Zona euro	<b>4,29</b> (4,09)	<b>3,68</b> (4,06)	<b>3,31</b> (3,36)	–	<b>4,25</b> (4,06)	3,62	<b>4,00</b> (4,28)	3,74
EEUU	<b>4,25</b> (3,99)	<b>4,22</b> (4,25)	<b>4,39</b> (4,26)	–	<b>4,85</b> (4,96)	4,8	<b>4,30</b> (4,44)	5,0
<b>Tipo de cambio</b>								
Euro-dólar	<b>1,26</b> (1,14)	<b>1,36</b> (1,24)	<b>1,18</b> (1,24)	–	<b>1,13</b> (1,15)	1,27	<b>1,10</b> (1,10)	1,27

(\*) En paréntesis las cifras medias anuales.

Fuentes: Consensus Forecasts (febrero de 2006), Eurozone Barometer (febrero de 2006) y estimaciones de Santander Investment Securities y estimaciones de Santander Investment Bolsa.

# APÉNDICE 1

## Resumen de indicadores de la zona euro, 2002-4T05

PIB y sus componentes	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas					
	2002	2003	2004	1T05	2T05	3T05	4T05	3T04	4T04	1T05	2T05	3T05	4T05
Consumo privado	1,0	1,1	1,5	1,3	1,3	1,5	-	0,8	3,3	0,5	0,7	1,4	-
Gasto público	2,6	1,7	1,1	0,8	1,0	1,4	-	0,9	-0,5	1,1	2,4	2,8	-
F. B. capital fijo	-1,9	0,8	1,8	1,3	1,9	2,9	-	1,1	2,4	0,5	3,5	5,2	-
Var. existencias (contrib.)	0,0	-0,4	-0,1	0,5	0,4	-0,1	-	1,5	0,1	-0,1	0,3	-0,8	-
Demanda interna	0,4	1,4	1,8	1,7	1,8	1,6	-	2,4	2,4	0,5	2,0	1,6	-
Exportaciones	1,8	1,3	5,9	3,3	3,0	5,2	-	4,5	1,6	-3,0	9,1	13,8	-
Importaciones	0,4	3,0	6,2	4,5	4,6	5,4	-	8,5	5,7	-5,2	10,4	11,6	-
Aportac. sector Exterior	0,5	-0,6	0,0	-0,4	-0,6	0,0	-	-1,4	-1,6	0,8	-0,3	1,0	-
<b>PIB</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,1</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,6</b>	<b>1,2</b>
PIB nom. (€ mds)	7240,2	7439,2	7714,1										
Indicadores de actividad	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	1T05	2T05	3T05	4T05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06
Producción industrial (IPI)	-0,1	0,3	2,1	-0,4	1,1	1,3	1,2	2,0	1,3	0,1	2,3	1,4	-
-sin construcción	-0,5	0,3	1,9	0,6	0,7	1,5	1,9	2,7	1,4	0,2	2,9	2,5	-
Producción manufacturera	-0,8	0,1	2,0	1,0	0,5	1,5	2,1	2,8	1,5	0,8	3,3	2,3	-
Ventas al por menor	0,3	0,4	1,2	1,3	0,7	1,1	0,7	2,3	1,1	0,4	0,7	1,0	-
Nuevas matriculaciones	-2,4	-1,3	1,7	-0,9	0,9	3,8	-1,3	6,7	1,8	-0,9	-1,9	-1,0	-0,7
Utilización capacidad prod.	81,1	81,0	81,5	81,9	81,1	80,9	81,1						
Indicadores de confianza	Media anual			Media trimestral				Índice					
	2002	2003	2004	1T05	2T05	3T05	4T05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06
Clima económico	94,3	93,5	99,5	98,7	96,1	97,8	100,2	97,6	98,4	100,2	99,9	100,6	101,8
Clima empresarial	-0,57	-0,45	0,32	0,16	-0,33	-0,04	0,22	-0,09	0,06	0,17	0,13	0,37	0,34
Confianza industria	-11	-11	-5	-6	-10	-8	-6	-8	-7	-6	-7	-5	-4
Confianza construcción	-18	-20	-15	-12	-12	-10	-5	-9	-8	-8	-3	-6	-4
Confianza comercio minorista	-17	-12	-8	-8	-9	-9	-5	-9	-8	-4	-6	-4	-4
Confianza servicios	2	4	11	11	9	11	14	10	11	14	14	13	15
Confianza consumidores	-11	-18	-14	-13	-14	-15	-12	-15	-14	-13	-13	-11	-11
<b>PMI</b>	<b>48</b>	<b>50</b>	<b>49</b>	<b>54,4</b>	<b>53,9</b>	<b>51,4</b>	<b>51,4</b>	<b>50,4</b>	<b>51,7</b>	<b>52,7</b>	<b>52,8</b>	<b>53,6</b>	<b>53,5</b>
- Producción	49	52	51	56,0	55,9	52,3	52,8	51,8	53,8	54,3	54,8	55,8	54,8
- Nuevos pedidos	47	51	50	56,1	55,2	51,3	52,1	51,7	53,2	54,3	54,4	56,0	55,5
- Empleo	49	47	47	48,9	49,5	48,4	48,7	48,3	48,9	49,9	49,9	50,3	49,6
- Existencias	47	46	46	48,4	49,2	49,5	49,1	46,7	47,0	47,3	46,1	46,4	47,9
- Tiempos de entrega proveedores	53	50	50	40,4	43,1	44,6	47,3	48,9	47,6	45,9	45,6	45,8	45,5
- Precios	48	52	52	70,7	69,4	72,8	64,6	56,3	59,1	62,8	62,6	62,2	63,0
Precios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	1T05	2T05	3T05	4T05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06
IPC	2,3	2,1	2,1	2,0	2,0	2,3	2,3	0,3	0,5	0,3	-0,2	0,3	-
Infl. subyacente	2,4	1,8	1,8	1,5	1,4	1,3	1,4	0,2	0,3	0,3	0,0	0,4	-
PPI (excl. construcción)	-0,1	1,4	2,3	4,1	3,9	4,2	4,4	0,4	0,5	0,6	-0,2	0,2	-
Deflactor PIB	2,5	2,0	1,9	1,9	1,6	1,5	-						
Defactor de la demanda interna	2,0	1,8	1,9	2,1	1,8	2,1	-						
Costes y salarios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	1T05	2T05	3T05	4T05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06
Coste laboral unitario	2,2	2,1	0,8	1,1	0,9	0,7	-						
Remuneración asalariado	2,6	2,4	2,0	1,5	1,4	1,6	-						
Productividad	0,4	0,4	1,2	0,4	0,5	0,9	-						
Mercado de trabajo	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	1T05	2T05	3T05	4T05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06
Tasa de desempleo	8,3	8,7	8,9	8,8	8,6	8,4	8,3	8,4	8,4	8,3	8,3	8,4	-
Sec. monetario y financiero	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	1T05	2T05	3T05	4T05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06
M3	6,6	6,4	6,3	6,5	7,8	8,5	8,2	0,7	0,9	0,2	0,4	0,5	-
M3 Media móvil 3m	7,1	7,0	6,5	6,6	7,6	8,2	-	8,2	8,2	8,0	7,6	-	-
Préstamos al sector privado	4,0	4,7	6,4	6,9	8,2	9,0	9,7	0,0	1,1	0,8	1,0	0,9	-
Datos financ. (tasas inter.)	2002	2003	2004	1T05	2T05	3T05	4T05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06
Tipo efectivo €	3,0	11,4	4,0	0,8	1,2	-0,9	-4,4	-0,4	-1,2	-2,7	-4,6	-6,0	-4,2
Tipo efectivo real € (CPI)	4,0	12,6	4,1	1,0	1,5	-0,7	-4,2	-0,2	-1,0	-2,5	-4,3	-5,6	-3,8
Tipo efectivo real € (PPI)	3,9	11,2	3,0	0,6	0,6	-1,9	-5,3	-1,3	-2,3	-3,6	-5,3	-6,9	-5,3
Tipo efectivo real € (ULC)	3,1	13,0	5,6	-0,6	-1,0	-1,7	-						
Sector exterior	2002	2003	2004	1T05	2T05	3T05	4T05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06
Saldo cta. corriente (% PIB)	0,8	0,5	0,6	0,2	-0,7	-0,2	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
€ Mds	58	34	46	39	21	5	-21	5	2	-9	-21	-29	-
Cuentas públicas (% PIB)	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	ene-00
Total recursos	47,1	46,7	46,2	47,0	47,2	46,7	47,2	46,9	46,1	45,5	45,5	45,0	0,0
Total empleos	53	51,8	51,3	51,3	49,9	49,0	48,6	47,9	48,0	48,1	48,5	47,7	0,0
Déficit/Superávit	-5,8	-5,1	-5,1	-4,3	-2,7	-2,3	-1,3	-1,0	-1,9	-2,5	-3,0	-2,7	0,0

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



## APÉNDICE 2

### ESTADOS UNIDOS – Indicadores, 2003-4T05

PIB y sus componentes	2003	2004	Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas			
			1T05	2T05	3T05	4T05	1T05	2T05	3T05	4T05
Consumo privado	3,9	3,6	3,5	3,9	3,8	3,0	3,5	3,4	4,1	1,1
Gasto e inv. públicos	2,2	1,7	1,7	1,8	2,0	1,2	1,9	2,5	2,9	-2,4
Inversión privada	11,9	5,8	10,1	4,0	4,2	5,4	8,6	-3,7	5,3	12,2
- Equipo	11,9	10,8	12,8	11,8	10,6	8,3	8,3	11,0	10,6	3,5
- Construcción	7,7	5,6	6,3	4,7	5,6	5,6	5,9	8,3	5,8	2,6
Demanda interna	4,8	3,6	4,2	3,5	3,5	3,1	4,0	2,0	4,0	2,2
Exportaciones	8,4	6,8	6,7	7,7	6,9	5,7	7,5	10,7	2,5	2,4
Importaciones	10,7	6,2	9,4	5,7	5,1	4,6	7,4	-0,2	2,4	9,1
<b>PIB</b>	<b>4,2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,1</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>	<b>4,1</b>	<b>1,1</b>
PIB nominal (M.M. \$)	11734	12479								
<b>Actividad general</b>	<b>Tasas interanuales</b>				<b>Tasas interanuales</b>					
	<b>1T05</b>	<b>2T05</b>	<b>3T05</b>	<b>4T05</b>	<b>ago-05</b>	<b>sep-05</b>	<b>oct-05</b>	<b>nov-05</b>	<b>dic-05</b>	<b>ene-06</b>
Indicador adelantado	3,6	2,2	1,7	2,0	1,9	1,0	1,9	2,2	1,8	3,2
Indicador coincidente	2,7	2,4	2,0	1,8	1,4	2,0	1,9	2,3	1,3	2,1
Ratio existencias/Ventas	1,21	1,20	1,17	1,17	1,17	1,18	1,18	1,17	1,15	-
<b>Producción industrial</b>	<b>4,0</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,1</b>
Utilización capacidad (1)	80,0	79,7	80,3	80,6	80,3	79,1	79,9	80,6	81,2	80,9
Índice ISM	-10,8	-14,8	-6,3	-0,8	-10,2	0,0	2,3	0,7	-5,1	-2,7
Índice ISM (1)	55,6	53,8	53,5	57,3	53,5	58,0	58,1	57,3	55,6	54,8
<b>Consumo privado</b>	<b>Tasas interanuales</b>				<b>Tasas interanuales</b>					
	<b>1T05</b>	<b>2T05</b>	<b>3T05</b>	<b>4T05</b>	<b>ago-05</b>	<b>sep-05</b>	<b>oct-05</b>	<b>nov-05</b>	<b>dic-05</b>	<b>ene-06</b>
Ganancia real por hora	-0,5	-0,3	-1,3	-0,8	-1,2	-2,4	-1,5	-0,6	-0,4	-0,7
Ventas al por menor	7,2	8,4	8,4	6,2	8,2	6,7	5,9	6,9	5,8	8,8
-sin autos	7,8	8,4	9,4	8,8	9,6	10,1	9,8	8,7	8,0	9,9
Gastos de consumo	3,5	3,9	3,8	3,0	3,8	2,9	2,5	3,2	3,4	-
Confianza consumidores (1)	104,4	97,5	105,5	98,3	105,5	87,5	85,2	98,3	103,8	106,3
Expectativas consumidor (1)	96,1	86,7	93,3	88,4	93,3	72,3	70,1	88,4	92,6	91,5
Tasa de ahorro familiar (1)	0,5	-0,2	-3,4	-0,2	-3,4	-0,5	-0,1	-0,2	-0,7	-
Crédito al consumo	4,0	4,4	4,2	3,0	4,6	4,2	3,0	3,1	3,0	-
<b>Inversión en equipo</b>	<b>Tasas interanuales</b>				<b>Tasas interanuales</b>					
	<b>1T05</b>	<b>2T05</b>	<b>3T05</b>	<b>4T05</b>	<b>ago-05</b>	<b>sep-05</b>	<b>oct-05</b>	<b>nov-05</b>	<b>dic-05</b>	<b>ene-06</b>
Nuevos pedidos	8,5	8,6	7,0	9,4	7,9	7,4	8,4	9,4	10,5	-
-ex autos	11,3	8,2	7,6	6,7	7,9	7,9	6,7	6,5	6,9	-
Pedidos b. capital sin def. y aviones	14,7	10,7	7,6	8,7	8,6	7,1	7,6	10,2	8,5	6,4
ISM: Producción	-14,2	-14,1	-4,2	3,8	-7,6	2,2	3,9	6,4	1,2	-1,4
ISM: Nuevos pedidos	-15,9	-15,0	-3,2	-3,3	-9,6	5,8	3,6	-1,7	-10,9	1,2
Benef. después de impuestos	<b>3T03</b>	<b>4T03</b>	<b>1T04</b>	<b>2T04</b>	<b>3T04</b>	<b>4T04</b>	<b>1T05</b>	<b>2T05</b>	<b>3T05</b>	<b>4T05</b>
	21,1	21,0	17,2	17,7	6,4	7,1	31,5	31,6	36,0	-
<b>Construcción</b>	<b>Tasas interanuales</b>				<b>Tasas interanuales</b>					
	<b>1T05</b>	<b>2T05</b>	<b>3T05</b>	<b>4T05</b>	<b>ago-05</b>	<b>sep-05</b>	<b>oct-05</b>	<b>nov-05</b>	<b>dic-05</b>	<b>ene-06</b>
Viviendas iniciadas	8,0	6,3	6,4	4,3	2,8	13,0	-0,5	18,2	-3,0	4,0
Ventas nuevas viviendas	5,1	6,9	11,5	3,5	9,4	2,1	4,0	4,9	1,8	-
Gastos de construcción	12,4	8,4	7,5	8,4	7,4	8,3	9,1	8,1	8,1	-
Permisos de construcción	4,0	2,1	5,1	1,2	3,9	8,8	0,5	3,3	-0,3	3,8
<b>Empleo y salarios</b>	<b>1T05</b>	<b>2T05</b>	<b>3T05</b>	<b>4T05</b>	<b>Ago05</b>	<b>Sep05</b>	<b>Oct05</b>	<b>Nov05</b>	<b>Dic05</b>	<b>Ene06</b>
Población activa	0,9	1,4	1,5	1,4	1,5	1,8	1,5	1,3	1,3	1,4
Empleo total	1,4	1,9	2,0	1,9	2,1	2,1	2,0	1,7	1,9	2,0
Tasa de paro (% pob. activa) (1)	5,4	5,1	4,9	5,0	4,9	5,1	4,9	5,0	4,9	4,7
Duración media paro (sem.) (1)	19,1	19,6	18,9	17,6	18,9	18,2	18,0	17,6	17,3	16,8
Jornada media laboral (horas) (1)	33,7	33,8	33,7	33,8	33,7	33,8	33,8	33,8	33,8	33,8
Ganancia media por hora	2,6	2,7	2,8	3,1	2,7	2,7	3,1	3,0	3,2	3,3
Coste del empleo total	<b>3T03</b>	<b>4T03</b>	<b>1T04</b>	<b>2T04</b>	<b>3T04</b>	<b>4T04</b>	<b>1T05</b>	<b>2T05</b>	<b>3T05</b>	<b>4T05</b>
	4,0	4,0	3,9	4,0	3,9	3,9	3,4	3,1	3,0	3,1
<b>Precios</b>	<b>Tasas interanuales</b>				<b>Tasas interanuales</b>					
	<b>1T05</b>	<b>2T05</b>	<b>3T05</b>	<b>4T05</b>	<b>ago-05</b>	<b>sep-05</b>	<b>oct-05</b>	<b>nov-05</b>	<b>dic-05</b>	<b>ene-06</b>
Inflación	3,0	3,0	3,8	3,7	3,6	4,7	4,4	3,5	3,4	4,0
Inflación subyacente	2,3	2,2	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1	2,2	2,1
Precios producción	4,6	4,1	5,6	5,3	5,3	6,9	5,9	4,4	5,4	5,7
P. producc sin energía y alim.	2,6	2,6	2,7	1,8	2,6	2,6	1,9	1,8	1,7	1,5
Precios importación	6,5	7,2	8,8	7,6	8,2	9,9	8,2	6,5	8,0	8,8
Precios exportación	3,6	2,9	3,2	3,0	3,1	3,6	3,7	2,7	2,7	2,7
<b>Sector exterior</b>	<b>1T05</b>	<b>2T05</b>	<b>3T05</b>	<b>4T05</b>	<b>Ago05</b>	<b>Sep05</b>	<b>Oct05</b>	<b>Nov05</b>	<b>Dic05</b>	<b>Ene06</b>
Saldo B. bienes y servicios (4)	-644,0	-668,0	-683,0	-715,0	-683	-697	-709	-715	-726	-
Saldo B. bienes y servicios (4) % PIB	-5,3	-5,4	-5,4	-5,6	-5,3	-5,4	-5,4	-5,4	-5,4	-5,4
Saldo Balanza comercial (4)	-736,4	-762,0	-781,8	-817,6	-782	-798	-811	-818	-828	-
Saldo Balanza comercial (4) % PIB	-6,0	-6,2	-6,2	-6,4	-6,0	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2
Tipo cambio efectivo nominal	-4,4	-4,6	-1,5	6,0	-2,2	-2,2	1,8	7,9	8,3	5,3
<b>Política económica</b>	<b>1T05</b>	<b>2T05</b>	<b>3T05</b>	<b>4T05</b>	<b>Ago05</b>	<b>Sep05</b>	<b>Oct05</b>	<b>Nov05</b>	<b>Dic05</b>	<b>Ene06</b>
Oferta monetaria (M2)	5,3	3,8	3,9	4,0	4,0	4,0	4,1	3,9	4,0	4,8
Tipo fondos federales (1)	2,50	2,79	3,50	4,00	3,50	3,62	3,78	4,00	4,16	4,29
Ingresos federales (3)	452	665	549	530	155	252	149	139	242	230
Gastos federales (3)	628	620	618	650	207	216	197	222	231	209
Déficit público federal (3)	-177	45	-69	-119	-51	36	-47	-83	11	21

(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.

# ***THE IBERIAN QUANT OBSERVER***

---

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

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

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

## **CONTENIDO:**

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



# I. ESTIMACIONES MACROECONÓMICAS

## Europa, Latinoamérica, Japón y EEUU – Estimaciones, 2003-07P

PIB	2003	2004	2005E	Cons.	2006E	Cons.	2007E	Cons.
Alemania	-0,2	1,1	1,0	1,1	1,6	1,7	2,0	1,2
Francia	0,9	2,1	1,7	1,5	2,1	1,9	1,9	1,9
Italia	0,4	1,0	0,2	0,2	1,6	1,3	1,6	1,2
España	3,0	3,1	3,4	3,4	2,8	3,0	2,4	2,6
Portugal	-1,2	1,2	0,5	0,7	1,0	1,0	1,4	1,6
<b>Euro-12</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>
Reino Unido	2,5	3,2	–	1,8	–	2,1	–	2,4
Argentina	8,8	9,0	8,0	8,4	6,0	5,5	–	3,6
Brasil	0,5	4,9	3,4	2,6	3,8	3,5	–	3,7
México	1,6	4,4	3,2	3,1	3,3	3,5	–	3,3
Japón	1,4	2,6	–	2,3	–	2,3	–	2,2
<b>EEUU</b>	<b>2,7</b>	<b>4,2</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>

IPC	2003	2004	2005E	Cons.	2006E	Cons.	2007E	Cons.
Alemania	1,1	1,7	2,0	1,9	2,1	1,7	1,9	2,2
Francia	2,2	2,3	2,0	1,9	2,1	1,7	2,1	1,6
Italia	2,8	2,3	2,2	2,2	2,3	2,1	2,0	1,9
España	3,0	3,0	3,4	3,4	3,1	3,3	2,6	2,9
Portugal	3,3	2,4	2,4	2,3	2,9	2,3	2,3	2,0
<b>Euro-12</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>
Reino Unido	1,4	1,3	–	2,1	–	2,0	–	2,0
Argentina	3,7	6,1	11,0	12,3	11,0	11,6	–	7,2
Brasil	9,3	7,6	5,1	5,6	4,5	4,7	–	4,3
México	4,0	5,2	3,6	3,4	3,8	3,6	–	3,8
Japón	-0,3	0,0	–	-0,2	–	0,2	–	0,5
<b>EEUU</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>

Datos financieros*	2003	2004	2005E	Cons.	2006E	Cons.	2007E	Cons.
<b>Tipos intervención</b>								
Zona euro	<b>2,00</b> (2,25)	<b>2,00</b> (2,00)	<b>2,25</b> (2,05)	–	<b>3,00</b> (2,75)	2,75	<b>3,25</b> (3,25)	–
EEUU	<b>1,00</b> (1,10)	<b>2,25</b> (1,40)	<b>4,25</b> (3,25)	–	<b>4,75</b> (4,63)	4,75	<b>4,50</b> (4,69)	–
<b>Tipos 3 meses</b>								
Zona euro	<b>2,11</b> (2,26)	<b>2,13</b> (2,08)	<b>2,49</b> (2,17)	–	<b>3,20</b> (2,92)	2,8	<b>3,10</b> (3,23)	3,1
EEUU	<b>1,09</b> (1,14)	<b>2,52</b> (1,56)	<b>4,50</b> (3,60)	–	<b>5,00</b> (4,83)	4,7	<b>4,40</b> (4,73)	4,6
<b>Bono 2 años</b>								
Zona euro	<b>2,61</b> (2,46)	<b>2,48</b> (2,48)	<b>2,86</b> (2,41)	–	<b>3,60</b> (3,35)	–	<b>2,90</b> (3,20)	–
EEUU	<b>1,82</b> (1,64)	<b>3,06</b> (2,36)	<b>4,40</b> (3,89)	–	<b>4,90</b> (4,98)	–	<b>4,00</b> (4,43)	–
<b>Bono 10 años</b>								
Zona euro	<b>4,29</b> (4,09)	<b>3,68</b> (4,06)	<b>3,31</b> (3,36)	–	<b>4,25</b> (4,06)	3,62	<b>4,00</b> (4,28)	3,74
EEUU	<b>4,25</b> (3,99)	<b>4,22</b> (4,25)	<b>4,39</b> (4,26)	–	<b>4,85</b> (4,96)	4,8	<b>4,30</b> (4,44)	5,0
<b>Tipo de cambio</b>								
Euro-dólar	<b>1,26</b> (1,14)	<b>1,36</b> (1,24)	<b>1,18</b> (1,24)	–	<b>1,13</b> (1,15)	1,27	<b>1,10</b> (1,10)	1,27

(\*) En paréntesis las cifras medias anuales.

Fuentes: Consensus Forecasts (febrero de 2006), Eurozone Barometer (febrero de 2006) y estimaciones de Santander Investment Securities y estimaciones de Santander Investment Bolsa.



## II. MONITOR POR PAÍS Y SECTOR

### Múltiplos de valoración

	Cap. bur. (mn €)	PER (x)			TACC		EV/EBITDA (x)			TACC (%)		P/FC (x)			TACC (%)		RpD (%)		P/VC (x)	
		05E	06E	07E	BpA	05E	06E	07E	EBITDA	05E	06E	07E	FCpA	06E	07E	06E	07E	06E	07E	
Francia (CAC 40)	771.273	17,7	15,2	13,8	12,1	7,9	7,6	6,9	15,4	10,3	9,2	8,4	9,5	2,6	3,0	2,5	2,3			
Alemania (DAX 30)	595.934	17,7	15,6	13,7	13,1	7,0	6,8	6,2	9,3	9,9	8,9	7,9	6,2	2,9	3,0	2,5	2,2			
Italia (MIB 30)	551.227	17,6	15,3	13,7	14,2	6,7	6,4	6,1	7,0	7,7	7,4	7,0	6,4	4,1	4,3	2,4	2,2			
Portugal (PSI 20)	58.550	17,3	15,6	13,6	12,8	9,2	9,1	8,4	5,6	8,1	7,5	6,9	5,0	3,4	3,7	2,5	2,2			
España (IBEX35)	525.695	17,9	17,3	16,6	12,3	8,7	8,4	7,6	7,0	10,0	9,1	8,2	8,5	3,3	3,7	3,5	3,1			
DJ Stoxx 600	8.286.335	18,0	15,3	13,8	11,6	8,3	7,9	7,3	14,0	10,5	10,2	8,6	10,1	3,0	3,3	3,4	2,8			
DJ Stoxx 50	3.428.266	14,7	13,6	12,5	12,9	8,5	7,9	7,4	12,5	11,0	10,0	9,4	9,6	3,4	3,7	2,9	2,6			
DJ Euro Stoxx 50	1.419.899	16,4	14,8	13,5	11,9	7,8	7,5	6,9	10,3	10,0	9,1	8,4	8,8	3,3	3,6	2,7	2,5			
P. Ibérica Bienes de capital	39.264	12,7	15,1	29,6	-24,2	5,8	6,5	15,0	-24,7	8,2	8,6	18,2	-23,9	2,3	1,5	2,1	5,2			
P. Ibérica Construcción	36.516	22,1	19,4	17,2	15,4	11,1	10,1	9,1	11,8	13,2	12,0	10,9	24,6	1,6	1,8	3,3	3,0			
P. Ibérica B. de consumo	38.599	23,2	20,3	26,4	-0,7	10,6	9,6	13,1	-3,3	14,2	12,9	16,9	-2,9	2,8	2,5	4,5	5,2			
P. Ibérica Serv. consumidor	58.385	14,9	16,8	15,8	6,5	11,3	11,2	11,0	9,1	9,8	9,2	9,7	8,2	2,1	2,3	2,5	2,4			
P. Ibérica Financieras	201.001	15,7	13,3	11,5	22,2	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	3,4	4,0	2,4	2,1			
P. Ibérica Petróleo y gas	55.734	12,7	11,9	18,0	3,6	6,4	6,4	8,1	-1,8	7,8	7,0	9,1	-2,1	2,4	2,0	2,2	2,7			
P. Ibérica TMTs	136.248	30,8	24,6	64,2	-13,0	11,7	10,4	30,4	-22,4	14,1	13,6	39,7	-27,5	1,8	0,8	6,3	11,6			
P. Ibérica Utilities	79.130	22,4	19,4	29,0	-5,8	10,4	9,4	12,5	-2,3	11,7	10,7	15,0	-12,2	2,9	1,9	4,8	4,4			
Total P. Ibérica	644.877	18,2	16,4	19,0	6,9	13,0	12,4	17,9	-5,2	16,2	15,2	22,5	-8,3	2,6	2,4	3,1	3,3			

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

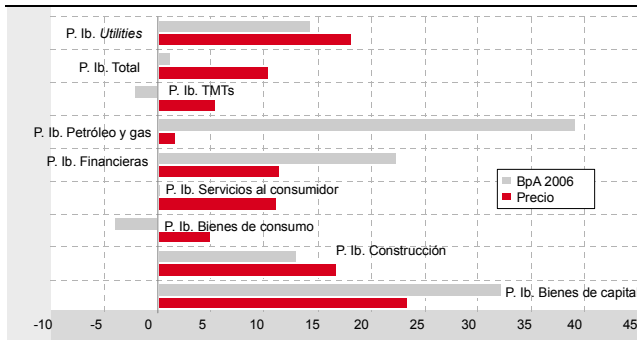
Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones Santander Investment Bolsa.

### Comportamiento de los mercados (%)

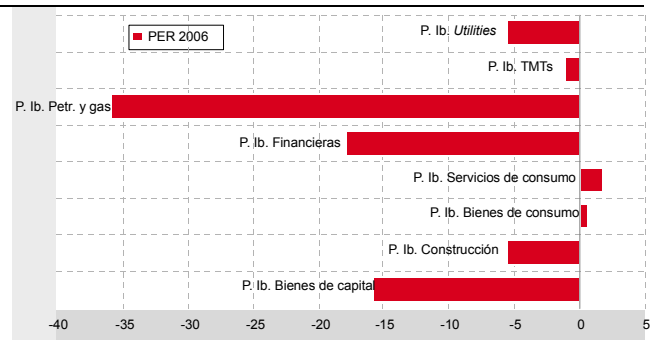
Índice	Cierre 24-feb	Últimos 12M		En el						En el		Desde 12M	
		Máx.	Mín.	-1S	-1M	-3M	-6M	-12M	Trim.	Año	Máx.	Mín.	
Francia (CAC 40)	5.040	5.060	3.882	1,4	6,2	9,9	13,9	26,7	6,9	6,9	-0,4	29,8	
Alemania (DAX 30)	5.858	5.884	4.158	1,2	9,8	12,9	19,2	36,1	8,3	8,3	-0,4	40,9	
Italia (MIB 30)	37.812	38.036	30.778	1,9	5,8	10,1	12,4	19,4	6,9	6,9	-0,6	22,9	
Portugal (PSI 20)	9.517	9.525	7.378	1,2	8,8	17,2	22,8	21,1	10,4	10,4	-0,1	29,0	
España (IBEX35)	11.739	11.786	8.939	2,5	10,1	10,4	16,5	25,5	9,4	9,4	-0,4	31,3	
DJ Stoxx 600	330	332	254	1,3	6,3	9,6	15,7	26,1	6,6	6,6	-0,4	29,9	
DJ Stoxx 50	3.506	3.524	2.794	0,9	5,4	6,2	12,2	22,0	4,7	4,7	-0,5	25,5	
DJ Euro Stoxx 50	3.813	3.831	2.911	1,5	7,9	10,2	15,8	26,1	6,5	6,5	-0,5	31,0	
P. Ibérica Bienes de capital	ND	ND	ND	0,4	20,9	25,9	32,6	38,4	23,3	23,3	-5,3	57,1	
P. Ibérica Construcción	ND	ND	ND	2,4	13,3	20,4	21,7	59,2	16,8	16,8	-3,6	64,7	
P. Ibérica B. de consumo	ND	ND	ND	0,9	6,6	9,9	18,1	22,2	5,1	5,1	-3,2	32,4	
P. Ibérica Serv. consumidor	ND	ND	ND	0,4	8,5	7,6	11,7	38,0	11,1	11,1	-6,6	49,9	
P. Ibérica Financieras	ND	ND	ND	2,2	11,6	13,3	22,4	28,2	11,4	11,4	-1,0	36,9	
P. Ibérica Petróleo y gas	ND	ND	ND	0,3	0,9	-1,3	2,7	21,4	1,7	1,7	-11,6	26,5	
P. Ibérica TMTs	ND	ND	ND	-1,0	7,0	7,3	4,7	-1,0	5,5	5,5	-6,3	14,9	
P. Ibérica Utilities	ND	ND	ND	8,8	16,9	21,6	39,5	50,0	18,2	18,2	-1,0	55,5	
Total P. Ibérica	ND	ND	ND	1,7	10,2	11,8	17,3	24,4	10,5	10,5	-4,2	35,6	

Fuente: Bloomberg.

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

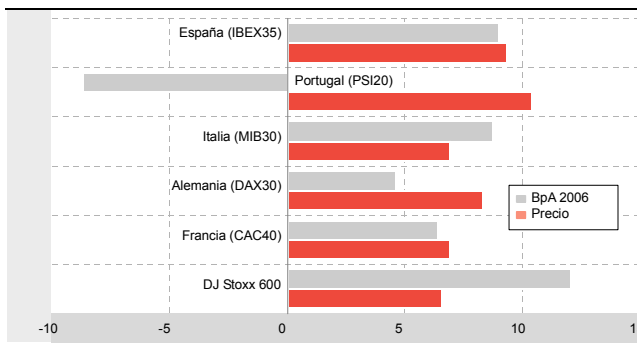


**DJ Stoxx 600 – Variación relativa en el PER 2006E por sectores (%)**

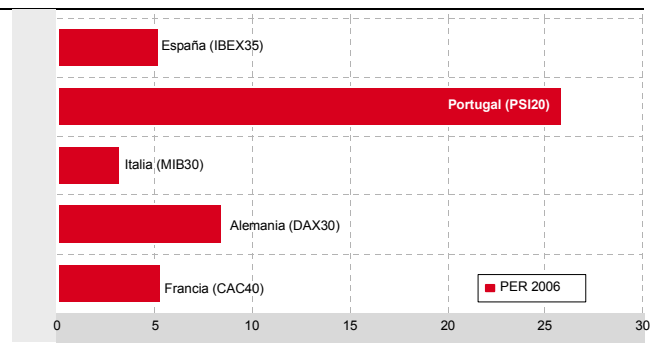


Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones Santander Investment Bolsa.

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



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



Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones Santander Investment Bolsa.

### III. RECOMENDACIONES Y MÚLTIPLOS DE MERCADO

Compañía	País	Moneda	Precio 26/02/06	Cap. burs. (mn €)	SI Bolsa Recomen.	Precio objet.	Potencial alcista (%)	Ponderación (%) IBEX 35	PSI 20	Comport. burs. (Año)			PER (x)			TACC BpA			EV/EBITDA (x)			TACCA EBITDA			P/FC (x)			TACC FCpA			RpD (%)			P/VC (x)			Compañía	
										-1S	Trim.	05	06	07	05	06	07	05	06	07	05	06	07	05	06	07	05	06	07	05	06	07	05	06	07			
Acerinox	ESP	EUR	12,9	3.342	Comprar	15,5	20,5	0,8		-1,3	4,8	4,8	12,1	11,6	10,2	3,2	6,5	6,6	5,6	3,8	7,7	7,7	6,7	-0,4	2,7	2,7	1,6	1,4									Acerinox	
Areolor	ESP	EUR	30,2	19.286	Infrapond.	15,2	-49,8	2,6		0,0	43,2	43,2	9,6	13,6	12,2	ND	ND	ND	ND	ND	6,6	7,5	ND	ND	2,0	ND	2,0	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	Areolor
Cementos Portland	ESP	EUR	77,7	2.163	Comprar	80,0	3,0			-1,4	12,4	12,4	14,7	12,0	12,2	15,2	6,9	5,8	5,6	10,1	9,3	8,1	8,0	10,9	3,0	3,0	2,0	1,8									Cementos Portland	
Cimpor	POR	EUR	5,0	3.333	Infrapond.	3,9	-21,4		4,4	-0,6	6,7	6,7	20,8	18,0	14,1	8,4	9,9	9,3	8,1	4,3	9,4	8,7	7,7	1,0	3,3	4,3	3,1	2,8									Cimpor	
Ence	ESP	EUR	30,0	1.019	Comprar	35,0	16,7			0,9	14,5	14,5	12,2	11,6	15,1	5,3	7,5	6,1	8,0	11,8	6,8	7,2	8,3	2,1	2,4	2,5	1,2	1,1									Ence	
Gamesa	ESP	EUR	14,8	3.603	Infrapond.	12,5	-15,6	0,8		6,9	19,8	19,8	16,8	15,8	13,6	6,1	11,2	10,3	9,1	12,6	9,1	8,5	7,6	8,8	2,0	2,4	3,6	3,1									Gamesa	
Tubacex	ESP	EUR	4,5	604	Infrapond.	2,5	-44,9			3,9	26,8	26,8	22,9	18,6	27,5	17,6	11,3	10,1	13,2	7,1	13,9	12,6	16,7	7,0	1,6	1,1	2,7	2,6									Tubacex	
Uralita	ESP	EUR	4,3	857	Comprar	5,5	26,7			-0,2	26,9	26,9	22,4	20,3	16,1	5,7	6,5	6,3	5,6	-0,2	7,9	7,7	6,9	-8,5	2,0	2,5	3,6	3,2									Uralita	
Zardoya Otis	ESP	EUR	21,2	5.053	Infrapond.	20,7	-2,6			11,1	25,8	25,8	26,6	24,2	20,3	22,4	8,3	8,1	7,7	9,5	29,6	29,3	27,4	5,3	3,3	3,6	3,2	2,9									Zardoya Otis	
<b>Bienes de capital</b>				<b>39.264</b>				<b>4,2</b>	<b>4,4</b>	<b>0,4</b>	<b>23,3</b>	<b>23,3</b>	<b>12,7</b>	<b>15,1</b>	<b>29,6</b>	<b>-24,2</b>	<b>5,8</b>	<b>6,5</b>	<b>15,0</b>	<b>-24,7</b>	<b>8,2</b>	<b>8,6</b>	<b>18,2</b>	<b>-23,9</b>	<b>2,3</b>	<b>1,5</b>	<b>2,1</b>	<b>5,2</b>								<b>Bienes de capital</b>		
Acciona	ESP	EUR	116,0	7.372	Comprar	105,0	-9,5	1,3		2,0	22,8	22,8	25,6	21,6	18,8	19,0	11,8	10,7	10,0	15,6	13,6	11,8	10,5	22,0	2,3	2,7	2,5	2,4									Acciona	
ACS	ESP	EUR	31,3	11.052	En revision	U/R	U/R	2,5		4,1	15,1	15,1	19,6	17,1	15,2	17,1	9,7	8,6	7,5	8,2	15,0	14,2	13,1	18,4	1,5	1,6	3,6	3,1									ACS	
FCC	ESP	EUR	57,0	7.442	Comprar	61,5	7,9	1,0		-0,3	19,0	19,0	18,0	16,1	15,0	10,9	9,2	8,8	7,6	10,0	10,7	9,5	8,9	4,7	3,2	3,5	3,4	3,1									FCC	
Ferrovial	ESP	EUR	65,1	9.133	Comprar	71,2	9,4	1,6		1,7	11,3	11,3	27,6	24,5	21,2	14,1	14,3	12,7	11,6	13,6	14,7	13,4	11,9	-321,3	1,6	1,9	3,9	3,5										Ferrovial
OHL	ESP	EUR	17,0	1.519	Comprar	14,2	-16,3			2,4	16,8	16,8	22,1	19,4	17,2	15,4	11,1	10,1	9,1	11,8	13,2	12,0	10,9	24,6	1,6	1,8	3,3	3,0									OHL	
<b>Construcción</b>				<b>36.516</b>				<b>6,4</b>	<b>0,0</b>	<b>2,4</b>	<b>16,8</b>	<b>16,8</b>	<b>22,1</b>	<b>19,4</b>	<b>17,2</b>	<b>15,4</b>	<b>11,1</b>	<b>10,1</b>	<b>9,1</b>	<b>11,8</b>	<b>13,2</b>	<b>12,0</b>	<b>10,9</b>	<b>24,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>								<b>Construcción</b>		
Altadis	ESP	EUR	36,3	9.759	Infrapond.	30,7	-15,3	2,2		-0,7	-5,4	-5,4	18,0	15,9	ND	ND	ND	ND	ND	ND	11,6	10,5	ND	ND	3,1	ND	6,5	ND									Altadis	
Barón de Ley	ESP	EUR	44,6	345	Infrapond.	35,7	-20,1	-105,8		ND	0,6	7,4	7,4	18,8	19,0	18,7	5,1	9,6	9,0	8,4	4,2	12,2	12,1	11,7	-4,1	0,0	0,0	1,8	1,6									Barón de Ley
Cortefiel	ESP	EUR	18,7	1.459	En revision	-	ND	ND		-0,1	36,6	36,6	17,6	15,5	ND	ND	ND	ND	ND	ND	10,3	9,2	ND	ND	2,4	ND	3,1	ND									Cortefiel	
Ebro Puleva	ESP	EUR	16,1	2.477	Comprar	17,3	7,5			5,2	14,8	14,8	19,9	14,9	13,6	17,8	11,4	10,1	9,3	6,7	11,0	10,9	10,9	2,9	2,2	2,5	2,0	1,8										Ebro Puleva
Fadesa	ESP	EUR	18,7	1.043	Infrapond.	14,1	-24,8			-1,0	2,4	2,4	52,7	50,1	48,9	ND	ND	ND	ND	ND	29,3	29,0	28,3	-9,6	1,3	1,3	7,1	5,7									Fadesa	
Inditex	ESP	EUR	29,7	18.513	Comprar	31,0	4,4	2,5		1,5	7,8	7,8	26,1	22,4	19,6	13,9	12,9	10,9	9,4	15,6	17,2	14,7	12,8	13,3	3,3	4,3	5,6	5,1									Inditex	
Jerónimo Martins	POR	EUR	13,4	1.687	Infrapond.	12,4	-7,5		1,5	2,0	5,5	5,5	16,0	15,6	15,1	4,1	7,4	7,3	6,8	4,4	8,2	7,8	7,3	6,5	3,1	3,3	3,5	3,2									Jerónimo Martins	
Sos Cuétara	ESP	EUR	11,1	1.531	Infrapond.	7,0	-37,2			-3,1	1,3	1,3	32,4	30,0	23,4	22,1	15,5	13,4	11,4	20,5	17,7	17,4	14,7	14,2	0,9	0,9	2,7	2,5									Sos Cuétara	
Viscofán	ESP	EUR	11,3	544	Comprar	13,0	15,5			4,0	21,3	21,3	63,1	51,8	38,1	10,4	10,6	10,5	8,9	15,2	21,3	20,7	17,9	8,7	1,2	1,4	2,0	1,8									Viscofán	
Zelitia	ESP	EUR	5,9	1.241	Infrapond.	5,0	-14,8			0,2	-0,2	-0,2	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	0,0	0,0	4,1	3,4									Zelitia	
<b>Bienes consumo</b>				<b>38.599</b>				<b>-101,1</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>23,2</b>	<b>20,3</b>	<b>26,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>10,6</b>	<b>9,6</b>	<b>13,1</b>	<b>-3,3</b>	<b>14,2</b>	<b>12,9</b>	<b>16,9</b>	<b>-2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>4,5</b>	<b>5,2</b>								<b>Bienes consumo</b>		
NH Hoteles	ESP	EUR	13,8	1.650	Comprar	14,3	3,3	0,4		-0,2	4,2	4,2	38,4	21,7	17,7	30,2	13,8	11,1	10,0	8,9	13,6	11,1	10,3	15,6	2,3	2,8	2,4	2,2										NH Hoteles
Sol Meliá	ESP	EUR	12,3	2.271	Comprar	13,3	7,8			-1,0	14,4	14,4	22,9	15,8	12,1	64,8	10,7	9,0	7,6	14,8	10,8	9,0	7,6	31,4	1,0	1,1	2,6	2,2										Sol Meliá
TelePizza	ESP	EUR	2,1	549	Infrapond.	1,6	-25,1			10,1	11,3	11,3	22,5	21,6	22,2	0,9	9,8	9,0	8,4	2,5	12,2	11,9	12,4	-3,2	2,3	2,6	3,1	3,5									TelePizza	
Iberia	ESP	EUR	2,4	2.254	Infrapond.	2,0	-16,3	0,5		1,3	4,4	4,4	3,5	3,3	15,6	-10,4	4,5	16,6	11,9	-1,0	3,4	8,8	6,7	-5,4	2,1	2,1	1,2	1,1									Iberia	
Logista	ESP	EUR	44,9	2.053	Comprar	47,0	4,6			-0,3	8,2	8,2	21,2	18,2	16,8	10,9	9,6	8,5	7,7	17,0	12,3	11,0	10,3	8,8	2,7	3,0	3,8	3,4									Logista	
Abertis	ESP	EUR	21,8	12.587	Infrapond.	17,5	-19,6	2,1		-1,0	2,4	2,4	ND	ND	ND	ND	12,2	11,7	11,1	6,2	ND	ND	ND	ND	2,9	3,2	ND	ND									Abertis	
Brisa	POR	EUR	7,4	4.436	Infrapond.	7,8	4,7	7,0		1,2	3,4	3,4	21,2	20,6	21,1	4,6	13,9	14,3	13,8	2,2	16,3	16,4	15,8	1,3	3,9	4,3	2,7	2,7									Brisa	
Cintra	ESP	EUR	11,4	5.584	Comprar	-	ND	0,8		5,9	16,4	16,4	8,5	5,2	4,0	5,5	24,6	19,5	15,6	23,1	2,9	2,4	2,1	4,3	1,4	1,4	3,0	2,8									Cintra	
Inm. Colonial	ESP	EUR	53,7	3.206	Comprar	54,2	0,9			-0,6	12,2	12,2	11,7	19,3	17,7	12,6	11,0	13,8	13,0	14,9	8,2	11,9	11,1	-7,6	2,2	2,4	2,2	1,9										Inm. Colonial
Inm. Urbis	ESP	EUR	17,9	2.286	Infrapond.	16,7	-6,8			-0,2	15,5	15,5	14,2	12,3	11,0	25,0	12,3	11,3	10,5	24,3																		

## IV. MONITOR DE LA TENDENCIA

Comportamiento bursátil 1M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Abengoa	42,3	Faes	1,5
Arcelor	40,0	Telecinco	0,8
Endesa	23,3	Altadis	0,7
OHL	22,5	Sogecable	-0,4
Acciona	21,9	Cortefiel	-0,5
Iberdrola	20,7	Zeltia	-0,8
Gamesa	19,6	Prosegur	-1,4
Aguas Barcelona	19,5	Sos Cuétara	-1,4
Tubacex	19,5	Jazztel	-4,9
B. Pastor	18,4	Repsol YPF	-5,4

Comportamiento bursátil 3M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Abengoa	55,0	Sacyr Vallehermo.	1,6
Arcelor	49,3	Sogecable	0,1
OHL	39,0	Jazztel	0,0
B. Guipuzcoano	38,1	Cortefiel	-0,5
Sonae SGPS	30,6	Altadis	-1,1
Endesa	30,2	Indra	-1,7
ACS	29,2	Zeltia	-1,8
B. Pastor	27,9	Abertis	-3,9
Tubacex	24,7	Zardoya Otis	-4,2
Antena 3	23,1	Repsol YPF	-10,1

Comportamiento desde máximo 12M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
PT Multimédia	-	Antena 3	-7,8
B. Pastor	-0,3	Ferrovial	-8,9
CF Alba	-0,4	Telefónica	-9,2
Jerónimo Martins	-0,4	Indra	-9,3
Iberia	-0,4	Telecinco	-9,5
Enagás	-0,5	Zardoya Otis	-13,4
Ebro Puleva	-0,6	Abertis	-15,3
ACS	-0,6	Zeltia	-18,2
BBVA	-0,6	Repsol YPF	-18,9
Gamesa	-0,6	Jazztel	-53,9

Comportamiento desde mínimo 12M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Abengoa	149,4	Gas Natural	17,4
OHL	110,7	Altadis	16,9
Arcelor	100,5	Zardoya Otis	16,7
Tubacex	100,0	Cimpor	16,7
Metrovacesa	94,9	B. Popular	16,0
Sacyr-Valleherm	84,1	Prisa	9,5
B. Guipuzcoano	81,5	BES	9,2
B. Pastor	78,8	Zeltia	6,3
Acciona	78,5	Telefónica	5,8
Endesa	73,9	Jazztel	4,1

Recomendaciones consenso 3M*			
10 más altos		10 más bajos	
Faes	3,0	BPI	1,6
Aldeasa	2,8	Ferrovial	1,5
Metrovacesa	2,7	Grupo Santander	1,5
Jazztel	2,6	BBVA	1,5
Acciona	2,6	Inditex	1,5
Abertis	2,6	Ence	1,5
Inm. Colonial	2,5	B. Pastor	1,5
NH Hoteles	2,5	Arcelor	1,5
B. Valencia	2,5	Prisa	1,4
CF Alba	2,5	Sonae SGPS	1,3

Recomendaciones positivas-negativas 3M (x)			
10 más altos		10 más bajos	
Brisa	8,0	Sos Cuétara	0,2
Ence	8,0	Acciona	0,2
Endesa	7,5	Inm. Colonial	0,1
Arcelor	7,0	NH Hoteles	0,1
Grupo Santander	5,0	Amadeus	0,0
Telefónica	4,5	Cortefiel	0,0
Enagás	3,4	Aldeasa	0,0
FCC	3,3	Faes	0,0
B. Sabadell	3,3	B. Guipuzcoano	0,0
Cementos Portland	3,0	Jazztel	0,0

BpA Consenso 2006E /Santander Inv. B. 2006E (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Cimpor	28,3	NH Hoteles	-19,4
Faes	26,8	Prisa	-20,3
TPI	25,8	Sonae SGPS	-23,6
PT Multimédia	-	Aguas Barcelona	-24,4
B. Valencia	22,3	Portugal Telecom	-
Amadeus	17,9	REE	-28,1
BPI	16,4	Sol Meliá	-34,8
Barón de Ley	15,1	Gas Natural	-39,2
Brisa	9,7	Sogecable	-74,1
Inditex	9,1	EDP	-85,3

Acciones más recomendadas (% de compra)			
10 más altos		10 más bajos	
Prisa	75,0	Sos Cuétara	11,1
BBVA	74,1	Inm. Colonial	9,1
Brisa	72,7	NH Hoteles	6,3
Jerónimo Martins	71,4	Unión Fenosa	0,0
Tubacex	71,4	Amadeus	0,0
Enagás	70,8	Cortefiel	0,0
Arcelor	70,0	Aldeasa	0,0
Inditex	68,0	Faes	0,0
B. Pastor	66,7	B. Guipuzcoano	0,0
Ence	66,7	Jazztel	0,0

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

Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones Santander Investment Bolsa.



## V. MONITOR DEL VALOR

PER 2006E (x)			
10 más altos		10 más bajos	
B. Guipuzcoano	29,8	BBVA	12,5
B. Valencia	28,9	Acerinox	12,3
Telecinco	26,9	BCP	12,3
TPI	26,7	Inm. Urbis	12,3
Ferrovial	24,5	Telefónica	12,0
OHL	24,2	Cementos Portland	12,0
Abengoa	24,2	Ence	11,6
NH Hoteles	21,7	Gas Natural	9,3
TelePizza	21,6	Repsol YPF	8,7
Acciona	21,6	Jazztel	-8,1

RpD 2006E (%)			
10 más altos		10 más bajos	
BCP	3,7	Sol Meliá	1,0
Endesa	3,6	Sos Cuétara	0,9
REE	3,4	Abengoa	0,8
Gas Natural	3,4	B. Valencia	0,7
Cimpor	3,3	Indra	0,6
Zardoya Otis	3,3	Unión Fenosa	0,5
Inditex	3,3	PT Multimédia	0,0
FCC	3,2	Jazztel	0,0
Altadis	3,1	Zeltia	0,0
Jerónimo Martins	3,1	Barón de Ley	0,0

P/FC 2006E (x)			
10 más altos		10 más bajos	
Viscofán	20,7	Arcelor	7,5
Sos Cuétara	17,4	Ence	7,2
Antena 3	17,2	Unión Fenosa	6,9
Brisa	16,4	Gas Natural	6,5
Inditex	14,7	PT Multimédia	-
ACS	14,2	Portugal Telecom	-
Prisa	13,7	Repsol YPF	4,8
Ferrovial	13,4	Sonae SGPS	4,8
Tubacex	12,6	Telefónica	4,7
TPI	12,5	Jazztel	-12,0

P/VC 2006E (x)			
10 más altos		10 más bajos	
Telecinco	6,5	Corp. Mapfre	1,9
Inditex	5,6	Gas Natural	1,9
Telefónica Móviles	5,1	Sonae SGPS	1,9
Prisa	4,8	Barón de Ley	1,8
B. Guipuzcoano	4,3	Repsol YPF	1,6
B. Valencia	4,3	Arcelor	1,6
Portugal Telecom	-	Acerinox	1,6
Zeltia	4,1	BES	1,5
Ferrovial	3,9	Ence	1,2
BBVA	3,8	Iberia	1,2

Revisiones del BpA 2006E en el año (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Arcelor	60,3	Sonae SGPS	-19,8
Antena 3	40,2	PT Multimédia	-
Repsol YPF	37,7	BES	-22,8
Cortefiel	34,7	Uralita	-24,2
Inm. Colonial	34,7	Faes	-24,2
Telecinco	30,3	Viscofán	-26,0
B. Pastor	27,9	Cimpor	-28,0
Sol Meliá	27,0	Ence	-28,6
Metrovacesa	26,2	Iberia	-36,3
BPI	22,5	Sogecable	-76,9

FCpA/DpA 2006E (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Prosegur	7,9	Altadis	3,0
Sacyr Vallehermoso	7,6	Portugal Telecom	-
Repsol YPF	6,9	Endesa	2,8
Aguas Barcelona	6,9	Faes	2,7
Arcelor	6,7	Inditex	2,1
Uralita	6,6	TPI	1,6
Metrovacesa	6,6	Brisa	1,5
Sos Cuétara	6,4	Prisa	1,4
Ence	5,9	Antena 3	1,4
Gamesa	5,8	Zardoya Otis	1,0

Deuda/recursos propios 2006E (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Metrovacesa	239,4	TPI	-4,6
Ferrovial	229,5	Cem. Portland	-5,2
Unión Fenosa	221,0	TelePizza	-10,6
Telefónica	196,0	Inditex	-19,9
Brisa	155,6	Prisa	-22,1
Enagás	147,3	Telecinco	-32,4
PT Multimédia	-	Logista	-42,2
Inm. Urbis	134,8	Iberia	-63,1
Inm. Colonial	134,4	Antena 3	-66,0
EDP	133,4	Zardoya Otis	-136,3

ROE 2006E (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Inditex	26,5	BES	10,4
Telecinco	26,1	Barón de Ley	9,8
Gamesa	24,9	Sos Cuétara	9,5
Jerónimo Martins	23,6	PT Multimédia	-
ACS	23,1	Viscofán	8,1
Inm. Urbis	22,5	Unión Fenosa	7,5
Abertis	22,3	Iberia	3,5
Gas Natural	22,2	CF Alba	0,0
Logista	22,2	Zeltia	-3,3
Cortefiel	21,1	Jazztel	-116,8

Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones Santander Investment Bolsa.

## VI. MONITOR DEL CRECIMIENTO

TACC BpA 2004-07E (%)			
10 más altos	10 más bajos		
Sogecable	26,5	Aguas Barcelona	2,8
Prisa	25,1	TelePizza	0,9
Inm. Urbis	25,0	Aldeasa	0,0
OHL	22,4	Barón de Ley	-5,1
Indra	22,4	Faes	-5,5
Sos Cuétara	22,1	Iberia	-10,4
BBVA	20,9	Sonae SGPS	-12,3
B. Sabadell	20,3	TPI	-21,8
B. Popular	20,2	Jazztel	-23,7
Acciona	19,0	PT Multimédia	-

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

TACC DpA 2004-07E (%)			
10 más altos	10 más bajos		
Sol Meliá	26,0	Tubacex	5,2
REE	23,4	Aguas Barcelona	5,0
OHL	22,4	Ence	4,3
BBVA	22,4	Acerinox	3,2
Telecinco	21,4	Aldeasa	3,2
BCP	20,0	Sogecable	3,0
Logista	19,1	Abengoa	2,3
Acciona	19,0	Sonae SGPS	0,0
B. Popular	18,8	Sos Cuétara	0,0
Repsol YPF	17,3	Iberia	0,0

TACC FCpA 2004-07E (%)			
10 más altos	10 más bajos		
PT Multimédia	-	TelePizza	-3,0
Enagás	18,9	EDP	-3,6
ACS	18,4	Barón de Ley	-4,1
NH Hoteles	15,6	Iberia	-5,4
Sos Cuétara	14,2	REE	-5,6
Inditex	13,3	Inm. Colonial	-7,6
Telecinco	13,0	Uralita	-8,5
Metrovacesa	12,5	Faes	-8,6
Cem Portland	10,9	TPI	-15,2
Antena 3	10,2	Indra	-24,8

TACC EBITDA 2004-07E (%)			
10 más altos	10 más bajos		
PT Multimédia	-	Barón de Ley	4,2
Logista	17,0	Acerinox	3,8
Indra	16,0	Repsol YPF	3,3
OHL	15,6	TelePizza	2,5
Acciona	15,6	Brisa	2,2
Inditex	15,6	Faes	0,4
Prosegur	15,2	Amadeus	0,0
Viscofán	15,2	Aldeasa	0,0
Enagás	15,0	Uralita	-0,2
Inm. Colonial	14,9	Iberia	-1,0

Margen EBITDA 2006E (%)			
10 más altos	10 más bajos		
Inm. Colonial	47,4	Ebro Puleva	12,2
Antena 3	45,0	OHL	12,0
Barón de Ley	44,9	Arcelor	11,6
Portugal Telecom	-	Abengoa	11,0
Telefónica Móviles	40,8	Sos Cuétara	9,7
Enagás	39,0	ACS	9,0
Telefónica	37,4	Jerónimo Martins	7,9
Prisa	34,5	Iberia	5,0
EDP	34,5	Zeltia	5,0
Cementos Portland	34,4	Jazztel	-1,1

TACC ingresos 2004-07E (%)			
10 más altos	10 más bajos		
Logista	17,9	Enagás	3,5
Gamesa	17,7	Barón de Ley	3,4
Viscofán	14,5	BES	3,1
Bankinter	14,3	Iberia	2,8
Indra	13,9	Brisa	2,8
Sacyr Valleherm.	12,4	Repsol YPF	1,1
Corp. Mapfre	11,6	TelePizza	1,0
Banesto	11,6	EDP	-0,3
Ebro Puleva	11,5	TPI	-0,4
BBVA	11,3	Uralita	-6,5

Potencial hasta el precio objetivo de SI Bolsa (%)			
10 más altos	10 más bajos		
Ence	16,7	Abertis	-19,6
Viscofán	15,5	Barón de Ley	-20,1
TPI	14,5	PT Multimédia	-
Abengoa	12,5	Cimpor	-21,4
Prisa	12,5	REE	-24,1
Repsol YPF	12,2	Faes	-24,8
Telecinco	11,0	TelePizza	-25,1
Ferrovial	9,4	Unión Fenosa	-35,5
Telefónica	8,9	Sos Cuétara	-37,2
Prosegur	8,8	Tubacex	-44,9

Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones Santander Investment Bolsa.

## Delegaciones internacionales

**Madrid**

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

**Lisboa**

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

**Londres**

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

**Nueva York**

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

**Bogotá**

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

**Buenos Aires**

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

**Caracas**

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

**Lima**

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

**México**

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

**Santiago**

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

**São Paulo**

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

**Tokio**

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

### Clave de recomendaciones

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

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

### INFORMACIÓN IMPORTANTE:

Santander Investment Bolsa espera recibir ingresos de las siguientes compañías en los próximos tres meses por servicios de banca de inversión: Antena 3, Azkoyen, Corp Mapfre, Dogi, EDP, FCC, NH Hoteles, Recoletos, Sogecable, Sonae Indústria, Telecinco y Unión Fenosa.

Santander Investment Bolsa ha recibido ingresos de las siguientes compañías en los últimos 12 meses por servicios de banca de inversión: Acciona, ACS, Adolfo Domínguez, Altadis, Amadeus, Antena 3, Arcelor, Azkoyen, Banco Sabadell, Banesto, Brisa, Campofrío, Cintra, Corp Mapfre, Dogi, Ebro Puleva, EDP, Enagás, Ence, Endesa, Faes, FCC, Ferrovial, Iberdrola, Iberia, Inditex, Indra, Jazztel, La Seda de Barcelona, Logista, Metrovacesa, OHL, Portugal Telecom, Recoletos, Repsol YPF, Sacyr-Vallehermoso, Santander, Sogecable, SOS, Tavex Algodonera, Telecinco, Telefónica, Transportes Azkar, Union Fenosa, Viscofán y Zeltia.

Santander Investment Bolsa ha dirigido o codirigido una oferta pública de venta de los títulos valores de las siguientes compañías en los últimos 12 meses: Cintra, Ence, La Seda de Barcelona, Logista, Metrovacesa, Telecinco y Unión Fenosa. Grupo Santander o sus filiales poseen el 1% o más de cualquier clase de valores de: Acciona, Altadis, Antena 3, Banesto, Campofrío, Cepsa, Endesa, Ferrovial, Gamesa, Iberdrola, La Seda de Barcelona, REE, Repsol YPF, Telefónica, Uralita y Urbis.

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

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

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

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

© Santander Investment Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. 2006. Reservados todos los derechos.

