

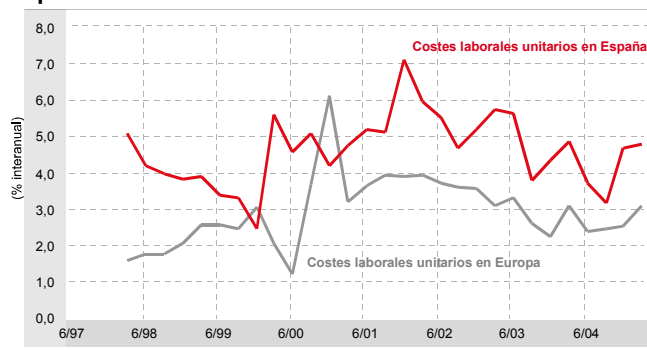
THE IBERIAN MACRO OBSERVER

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

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

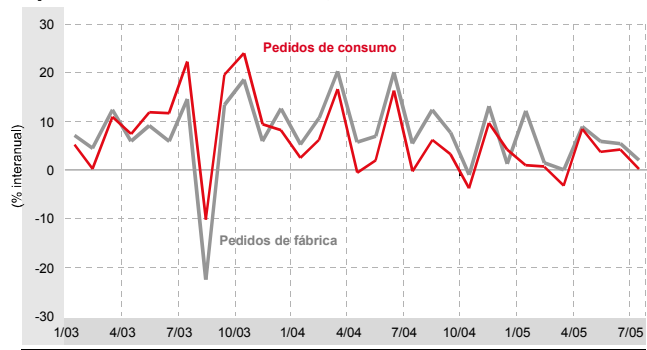
Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespasa@gruposantander.com

España – Costes laborales unitarios



Fuente: Aduana y Santander Investment Bolsa.

España – Pedidos de fábrica, 2001-05



Fuente: Aduana y Santander Investment Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) Un avance en línea con la tendencia en el IPC subyacente (dato clave de la semana)
- (2) Atención al dato de confianza del consumidor para valorar el impacto del *Katrina*.
- (3) Los pedidos de bienes duraderos habrían de remontar tras la caída del mes pasado
- (4) Revisión final del PIB del 2T05
- (5) El índice de confianza de la U. de Michigan podría subir

En la zona euro:

- (1) La situación política podría hacer caer al IFO
- (2) Previsión de mejora del índice de confianza empresarial del ISAE
- (3) Cae el indicador sintético del INSEE
- (4) Posible subida del IPC alemán
- (5) La M3 de crecimiento de la oferta monetaria de julio sin cambios

- Los datos macro de **Portugal** mostraron que el PIB aumentó hasta el 0,5% interanual en el 2T05. El consumo privado permaneció fuerte en el 3,0% interanual, pero la inversión empeoró de forma significativa. Las perspectivas siguen siendo débiles.
- En **España**, los datos publicados las últimas dos semanas evidencian la fortaleza de la economía, al tiempo que los desequilibrios aumentan sin control. En términos acumulados, el déficit de la balanza por cuenta corriente española se incrementó un 77,5% en el 2S05, que equivale al 8,2% del PIB. Insistimos en que el crecimiento económico en España en 2006P podría sufrir una desaceleración.
- **La semana en EEUU.** Sin novedades. El impacto económico del *Katrina* continúa reflejándose en los datos publicados. Los datos de empleo semanales se han visto muy perjudicados y los indicadores económicos adelantados caían un 0,3% intermensual. La reunión de la Fed no deparó sorpresas cuando subió los tipos otros 25 puntos y habló de “inflación contenida”.
- **La semana en la zona euro.** Los datos siguen apoyando nuestra apuesta por la recuperación del crecimiento económico en esta zona en el 2S05E (encabezado por Alemania). El índice de confianza empresarial en Bélgica (indicador adelantado para Europa), el consumo en Francia, y la confianza del consumidor en Italia registraban fuertes subidas.
- En el *Rincón Macro*, nos centramos en los Presupuestos Generales para 2006, aprobados el viernes por el Gobierno. Este prevé finalizar los tres próximos años con superávit (2006 al 0,2% del PIB, 2007 al 0,3% y 2008 al 0,4%). En términos generales, creemos que las asunciones de crecimiento económico para 2006 son un poco optimistas, y que las previsiones de crecimiento de los ingresos del 9,2% son muy agresivas. Por otro lado, el Gobierno espera aumentar el gasto en un 7,6%, incluyendo: (1) un aumento del 26,5% en I+D; y (2) un incremento del 12,4% en infraestructuras.

LA SEMANA PASADA

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de Referencia	Previsión	Real
LUNES 19-Sep	8:45	Alemania	Precios de Producción (m/a)	Sep	0,5/4,6	0,4/4,7	0,3/4,6
	19:00	EEUU	NAHB Índice del Mercado de la vivienda	Sep	67	67	65
MARTES 20-Sep	9:00	España	Pedidos de Fábrica (a)	Jul	5,4 R	-	1,9
	10:00	Italia	Tasa de desempleo (sa)	2T	7,9	7,9	7,7
	11:00	Alemania	ZEW Sentimiento Económico	Sep	50,0	45,0	38,6
	11:00	Alemania	ZEW Situation Actual	Sep	-61,1	-60,5	-58,1
	11:00	Zona euro	ZEW Sentimiento Económico	Sep	41,6	41,0	31,8
	14:30	EEUU	Viviendas iniciadas	Ago	2.035.000 R	2.030.000	2.035.000
	14:30	EEUU	Permisos de construcción	Ago	2.171.000 R	2.145.000	2.124.000
	20:15 23:00	EEUU EEUU	FOMC Tipos ABC Confianza Consumidor	Sep 20 Sep 18	3,50 -20	3,75 -	3,75 -23
MIÉRCOLES 21-Sep	8:45	Francia	Gasto del consumidor (m/a)	Ago	1,2/3,6	0,2/2,5	1,9/5,7
	10:00	Zona euro	Balanza por Cuenta Corriente (bn)	Jul	-1,0 R	-1,5	-5,9
	11:00	Zona euro	Costes Laborales (a)	2T	3,0 R	2,8	2,3
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de Hipotecas	Sep 16	-1,4	-	1,5
JUEVES 22-Sep	9:00	España	Evolución Sector Servicios (a)	Jul	8,3	-	4,8
	9:30	Italia	Índice de confianza Consumidor(sa)	Sep	100,8	100,0	102,8
	11:00	Zona euro	Pedidos Industriales (ajust.)(m/a)	Jul	3,1/4,9	1,3/5,5	-1,6/1,2
	14:30	EEUU	Solicitudes de Desempleo	Sep 17	398.000	450.000	432.000
	14:30	EEUU	Peticiones Continuas	Sep 10	2.590.000	3.659.000	2.666.000
	16:00	EEUU	Indicadores Adelantados	Ago	0,1	-0,3	-0,2
VIERNES 23-Sep	8:00	Alemania	Índice de precios de importación (m/a)	Ago	0,6/4,7	0,7/4,4	0,9/4,7
	8:45	Francia	Salarios (t)	2T F	0,9	-	0,6
	9:00	España	Índice de precios hoteleros (a)	Ago	2,9	-	2,5
	10:00	Italia	Balanza Comercial (mn €)	Jul	-539 R	1.801	-588
	11:00	Italia	Ventas al por menor (m/a)	Jul	-0,2/-0,7	0,2/0,2	-0,3/-2,1

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

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

LA SEMANA PASADA: DATOS DEL PIB EN ESPAÑA Y PORTUGAL

Las importaciones ayudaron al PIB en Portugal pero las perspectivas siguen siendo débiles

La economía portuguesa creció un 0,5% interanual en el 2T05. Como se esperaba, el consumo privado se mantuvo fuerte en el 3,0% interanual, pero la inversión empeoró de forma significativa desde el -1,3% interanual del trimestre anterior hasta el -4,5% interanual. Las exportaciones siguieron débiles (-0,1% interanual, una pequeña mejora desde el -0,9% del primer trimestre). La sorpresa vino de la mano de las importaciones, que subieron un mero 1,2% interanual (3,5% interanual en el trimestre anterior). El descenso de las importaciones añadió un 0,8% al crecimiento del PIB. Cabe destacar dos puntos: la contabilidad nacional se estima ahora siguiendo un nuevo método (que se publicó el pasado martes) y habrá elecciones municipales en octubre.

Últimas dos semanas en España: aumentan los desequilibrios y empeoran las perspectivas de crecimiento

Los datos publicados en España en las últimas dos semanas evidencian la fortaleza de la economía y, al mismo tiempo, el crecimiento descontrolado de los desequilibrios. En términos acumulados, el déficit de la balanza por cuenta corriente española se incrementó un 77,5% en el 2S05, lo que representa el 8,2% del PIB. Insistimos en que el crecimiento económico en España en 2006P sufrirá una desaceleración.



Mayores costes laborales unitarios y deterioro de la posición competitiva de España

Costes laborales unitarios: los costes laborales unitarios en España se incrementaban un 4,4% interanual en el 2T05, porcentaje superior al 3,1% de la UE y muy superior al 1,3% de Alemania en el mismo periodo. Las mayores subidas se registraban en educación (6,2% interanual), industria manufacturera (5,4% interanual), fianzas (5,2% interanual), inmobiliaria (4,6% interanual) y producción energética (5,0% interanual). Por su parte, las subidas más moderadas se daban en servicios (2,4% interanual), hoteles (2,7% interanual) y en minería (3,3% interanual). El incremento de los costes laborales unitarios responde al crecimiento insuficiente de la productividad y las fuertes subidas salariales en España. No esperamos mejora alguna a corto plazo, dado que la productividad continúa mostrando tasas de crecimiento modestas y los sueldos siguen creciendo de manera considerable. Parece evidente que este aumento de los costes laborales unitarios deteriorará todavía más la posición competitiva de nuestro país.

El FMI revisa al alza las estimaciones de crecimiento del PIB para 2005

El FMI ha revisado al alza sus estimaciones de crecimiento del PIB en España para 2005, aunque mantiene las de 2006 sin cambios. Así, ahora apuesta por un crecimiento económico en España del 3,2% interanual en 2005 frente a su estimación anterior del 2,8% interanual, mientras que el crecimiento del PIB para 2006 se mantiene en el 3% interanual. Las previsiones para la inflación en 2005 y 2006 son del 3,2% y 3,0%, respectivamente. Nuestras estimaciones del crecimiento del PIB coinciden con las previstas por el FMI: crecimiento del 3,4% interanual en 2005E y desaceleración hasta el 2,7% interanual en 2006P.

Incremento del superávit presupuestario del Gobierno español

El **superávit presupuestario del Gobierno español** se incrementó hasta el 0,82% del PIB entre enero y agosto frente al 0,03% del PIB en el mismo periodo de 2004. El superávit se incrementó hasta 7.380 mn € desde 240 mn € hace un año, debido al aumento del 14,9% de los ingresos y a una recuperación del 7,9% de los gastos. Según el Gobierno, el buen resultado de los ingresos se debe a factores extraordinarios, como el retraso en las devoluciones del IVA y la rápida recaudación de los impuestos por parte de las comunidades autónomas. En cualquier caso, a pesar de estos factores extraordinarios, son datos positivos que refuerzan la buena posición financiera de las cuentas del Gobierno central. En nuestra opinión, esta tendencia se prolongará en el 2S05E.

Los pedidos industriales aumentan un 1,9% interanual en España

Los pedidos industriales en España se incrementaron un 1,9% interanual en julio, tras hacerlo un 5,9% interanual en junio. Los pedidos de bienes de consumo se incrementaron un 0,3% interanual, con un retroceso del 2,7% interanual de bienes duraderos y un incremento del 0,7% interanual de los no duraderos. Los pedidos de bienes de capital se reducían un 3,2% interanual y los bienes intermedios un 0,6% interanual. Por último, los pedidos de fábrica de bienes energéticos se disparaban (37,8% interanual). En términos acumulativos (enero-julio), los pedidos de fábrica aumentaban un 5,0% frente al mismo periodo de 2004. Por otro lado, la facturación en el sector industrial registraba un incremento anual del 0,2%, con caída de todos los componentes menos energía. Continúa la desaceleración en las tasas anuales de los pedidos de fábrica, lo que permite prever que seguirá la tendencia a la baja registrada en la actividad industrial en los últimos meses. A corto plazo no esperamos mejoras.

Los desequilibrios están fuera de control; el déficit de la balanza por cuenta corriente llega al 8,2% del PIB

Los datos de junio de la balanza por cuenta corriente española confirman el notable deterioro de los últimos meses: ese mes el déficit ascendía a 7.085 mn €, desde 5.258 mn € en mayo, un incremento del 43,58% interanual (4.934 mn €). En términos interanuales, el déficit de la balanza por cuenta corriente española se disparaba, con un incremento del 77,59% desde 18.653 mn € en el 1S04 hasta 33.125 mn € en el 1S05. Como porcentaje del PIB, el déficit de balanza por cuenta corriente ha pasado de representar un 6,7% en el 1T05 a un 8,2% en el 2T05 y, hace un año, representaba “sólo” el 5,5% del PIB. Como venimos diciendo, el deterioro del déficit de la balanza por cuenta corriente continúa, pero incluso a un ritmo superior al previsto, debido principalmente a la balanza comercial. En estos momentos, el déficit de la balanza comercial representa el 8,0% del PIB frente al 6,3% de hace un año.

También conviene señalar que el superávit de la cuenta de turismo está disminuyendo (-10,9% interanual en el 1S05 frente al 1S04). En términos de PIB, el superávit del turismo representaba un 2,7% en el 2T05, frente al 3,2% del PIB en el 2T04.

En nuestra opinión, el déficit de la balanza por cuenta corriente crecerá más debido al aumento de las importaciones y la disminución de las exportaciones. Creemos que la posición competitiva de España continuará deteriorándose, y el déficit de la balanza por cuenta corriente podría rondar el 8% del PIB a finales de año.

Se dispara el endeudamiento de las familias españolas

El **endeudamiento de las familias españolas volvía a dispararse** en el 1S05 (20,4% interanual). El crédito hipotecario crecía un 24,3% y el crédito al consumo un 11,5%. La deuda de las familias sigue creciendo, debido principalmente a las hipotecas. No esperamos cambios en la tendencia a corto plazo, ya que se prevé un aumento de los préstamos hipotecarios ante la excesiva construcción de nuevas viviendas el año pasado y a principios de 2005.

Baja la inflación subyacente: caída de la demanda

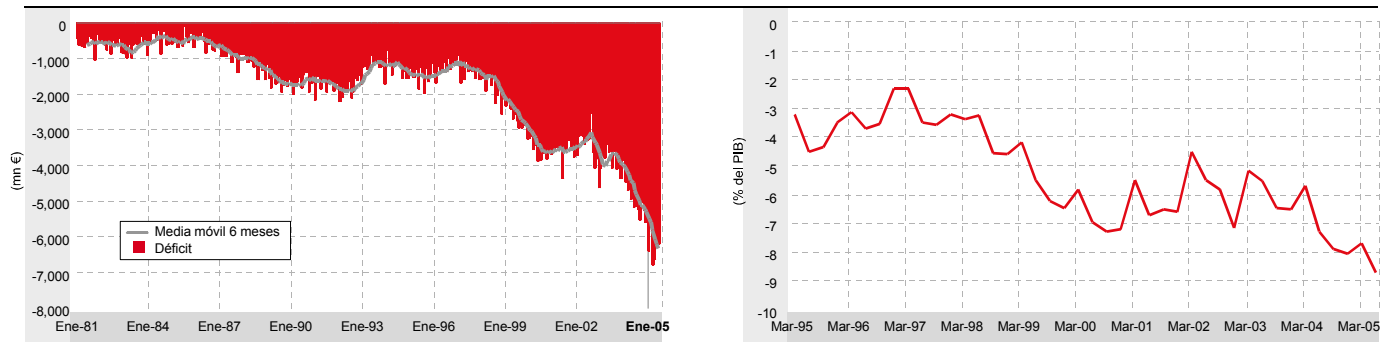
La inflación en España crecía un 0,4% intermensual en agosto tras caer un 0,6% intermensual en julio, dejando la tasa anual en el 3,3%. El índice subyacente caía un 0,1% intermensual y perdía 0,1 puntos porcentuales en la tasa anual, desde el 2,5% anterior al 2,4%. Transporte (1,1% intermensual), ocio y cultura (1,2% intermensual), y hoteles y restaurantes (0,9% intermensual) arrojaban los mayores aumentos de agosto. Energía y turismo también contribuyeron al aumento de la inflación. En el lado positivo, comunicaciones (-0,1% intermensual) y ropa y calzado (-0,5% intermensual) ayudaban a bajar la inflación.

En términos anuales, la inflación supera claramente el 3,0%, y nuestras previsiones apuntan a esos niveles para finales de año, pese a cierta moderación en el 4T05E: 3,1% en 2005E, que cae a 2,5% en 2006P, mientras que el índice subyacente rondaría el 2,5% en 2005E.

Claro incremento del número de turistas

El número de **turistas extranjeros** que llegan a España aumentó un 5,5% interanual en agosto. En los primeros ocho meses del año, el número de turistas en España ha crecido un 6,0%, hasta 38,7 mn. En su mayor parte, los turistas llegaron del Reino Unido (más de 1,8 mn en agosto, +3,5% interanual), aunque el incremento más notable lo registraron los turistas franceses (+19,5% interanual, hasta 1,6 mn). Cerca del 57,8% de los turistas optaron por quedarse en hoteles. Frente a la tendencia de los últimos años, cuando las tasas de crecimiento interanual eran bastante modestas o incluso negativas, el número de turistas crece de manera notable en estos momentos. Sin embargo, pese a los datos positivos del número de turistas, preocupa el gasto que éstos hacen ya que, hasta julio de 2005, este dato caía en términos interanuales.

España – Balanza comercial, 1996-2005



Fuentes: Bloomberg y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.



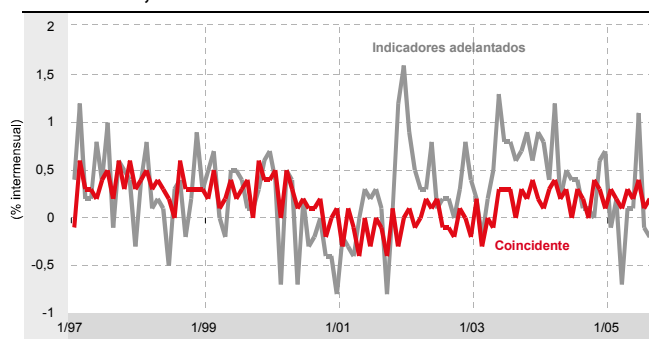
Noticias internacionales

La semana en EEUU: Sin novedades. El impacto económico del *Katrina* continúa reflejándose en los datos publicados. Los datos de empleo semanales se han visto muy perjudicados y los indicadores económicos adelantados caían un 0,3% intermensual. La reunión de la Fed no deparaba sorpresas al subir los tipos otros 25 puntos y hablar de “inflación contenida”.

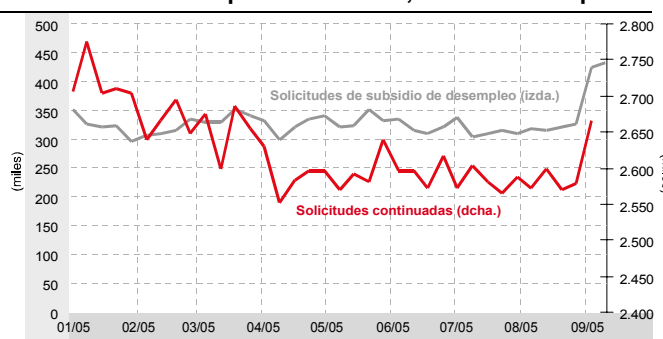
El *Katrina* dispara las solicitudes de subsidio de desempleo

Las solicitudes de subsidio de desempleo se disparaban la semana pasada a niveles máximos desde el 11-S debido a las consecuencias del *Katrina*. En nuestra opinión, lo más destacable es el número de solicitudes de subsidio excluyendo las vinculadas a los efectos del *Katrina*, que, según las estimaciones del Dpto. de Trabajo estadounidense, podrían rondar las 308.000 en cada una de las dos últimas semanas. Esto significa que las condiciones del mercado laboral han mejorado ligeramente en general.

EEUU – LEI, 1992-2005



EEUU – Cifras de empleo semanales, enero 2005-sept. 2005



Fuente: Bloomberg y Santander Investment Bolsa.

La Fed publicaba el flujo de fondos del 2T. Destacaríamos dos cosas:

- Las empresas mantienen unas condiciones financieras muy buenas y habrían de seguir demandando bienes de capital y contratando personal. El sector empresarial arrojaba un *gap* de financiación negativo en el 2T, lo que indica que las compañías han generado recursos propios más que suficientes para financiar sin problemas todas sus inversiones. Un crecimiento fuerte de los beneficios, junto con un crecimiento de los inventarios notablemente menor, han permitido la generación de flujo de caja en el último trimestre.
- En el lado del consumidor, la riqueza de las familias sigue creciendo hasta niveles máximos, con un +8% anualizado en el último trimestre y +9% en el último año, hasta 49.800 billones US\$. La tasa de ahorro media caía hasta -1,8% de la renta disponible en el 2T, desde +2,2% en el 1T.

La semana en la zona euro: Los datos siguen apoyando nuestra apuesta por la recuperación del crecimiento económico en la región en el 2S05E (encabezado por Alemania). El índice de confianza empresarial BNB en Bélgica (indicador adelantado para Europa), el consumo en Francia y la confianza del consumidor en Italia registraban fuertes subidas. El índice ZEW arrojaba una caída, probablemente influida por la incertidumbre en el terreno político.

Fuerte subida del índice belga BNB; buenas noticias para Europa

El índice de confianza empresarial belga BNB resiste: el BNB belga subía hasta -5,6 desde -10,9 en agosto, una subida significativa y una sorpresa positiva dado el elevado precio del petróleo y del gas. El sector manufacturero (sube de -14,1 a -7,0) animó claramente al índice, con estabilidad de la construcción y distribución. **En el contexto europeo**, este índice anticipa otras sorpresas al alza en otros índices empresariales en Europa. Sin embargo, incertidumbres como la situación política en Alemania y los presupuestos en Italia podrían traer sorpresas negativas.

Cae el índice ZEW ante la incertidumbre política

La incertidumbre política se dejó sentir en el índice ZEW en agosto. Las expectativas empresariales de los inversores alemanes para los próximos seis meses caían hasta 38,6 en septiembre desde 50 en agosto. Por el contrario, el índice de condiciones actuales, también ofrecido por el ZEW, mejoraba ligeramente desde -61,1 hasta -58,1. El índice de condiciones actuales podría haber mejorado como resultado de los excelentes datos de la producción industrial en Alemania. **Las incertidumbres políticas en Alemania antes y después de las elecciones pueden haber pesado negativamente en el índice este mes.** En línea con las expectativas alemanas, las expectativas de los inversores de la zona euro también caían en septiembre. El índice de expectativas para la zona euro descendía desde 41,6 hasta 31,8 en agosto.

Se recupera el gasto del consumidor en Francia

El gasto del consumidor en Francia se disparaba en julio y agosto, superando claramente las previsiones de mercado en ambos casos: 1,2% intermensual en julio y 1,9% intermensual en agosto. Son buenas noticias para el 3T05, tras el mal comportamiento de la economía francesa en el 2T05.

En Italia, mejora la confianza del consumidor en septiembre

En Italia, la confianza del consumidor mejoraba en septiembre: subía desde 100,8 en agosto a 102,8. Son buenas noticias ya que parece que el consumidor está recuperando la confianza en la economía. Al mismo tiempo, los consumidores están más preocupados por la inflación de lo que lo estaban hace unos meses. Si la confianza del consumidor sigue mejorando, podríamos asistir a una recuperación del consumo privado.



ESTA SEMANA

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	
LUNES 26-Sep	9:00	España	Precios de producción (m/a)	Ago	0,5/4,6	-	
	10:00	Italia	Pedidos industriales (desest./no desest.(m/a)	Jul	2,0/3,3	-0,3/3,8	
	10:00	Italia	Ventas industriales (desest./no desest.)(m/a)	Jul	0,4/1,2	0,4/1,4	
	16:00	EEUU	Ventas de viviendas de segunda mano (mn)	Ago	71,6	71,0	
		Alemania	IPC (m/a)	Sep P	0,1/1,9	0,1/2,3	
MARTES 27-Sep	8:45	Francia	Viviendas iniciadas 3M (var. interanual)	Ago	12,3	-	
	8:45	Francia	Permisos de viviendas 3M (var. interanual)	Ago	14,5	-	
	10:00	Zona euro	M3 (desest.)(a)	Ago	7,9	7,9	
	10:00	Alemania	IFO-Clima empresarial	Sep	94,6	94,2	
	10:00	Alemania	IFO-Condiciones actuales	Sep	93,8	94	
	10:00	Alemania	IFO-Expectativas	Sep	95,4	94,7	
	10:00	Italia	Salarios por hora (m/a)	Ago	0,4/2,8	0,2	
	10:00	Zona euro	Balanza comercial (desest.)(miles mn)	Jul	3,4	3,0	
	16:00	EEUU	Venta de viviendas nuevas	Ago	1.410.000	1.340.000	
	16:00	EEUU	Confianza del consumidor	Sep	95,0	105,6	
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Sep 25	-23	-	
	MIÉRCOLES 28-Sep	8:00	Alemania	Gfk Confianza del consumidor	-	-	-
		8:45	Francia	Indicador de confianza empresarial (INSEE)	Sep	-	99
8:45		Francia	Perspectivas de producción	Sep	-	-27	
9:30		Italia	Confianza empresarial (ISAE)	Sep	87,5	87	
10:00		Italia	Balanza comercial no UE (mn €)	Ago	502,0	600	
13:00		EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Sep 23	1,5	-	
14:30		EEUU	Pedidos de bienes duraderos	Ago	-4,9	0,8	
14:30		EEUU	Duraderos excl. transporte	Ago	-3,2	1,0	
JUEVES 29-Sep	8:00	Alemania	ILO tasa de desempleo	Ago	9,0	-12	
	8:45	Francia	Precios de producción (m/a)	Ago	-	2,8	
	9:00	España	IPC (EU armonizado) (a)	Sep P	3,3	3,5	
	9:55	Alemania	Tasa de desempleo (desest.)	Sep	11,6	11,6	
	9:55	Alemania	Variación de empleo	Ago	30.000	15.000	
	14:30	EEUU	PIB anualizado	2QF	3,3	3,3	
	14:30	EEUU	Consumo personal	2QF	3,0	3,0	
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Sep24	432	430	
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	Sep 17	2.666.000	-	
	16:00	EEUU	Índice de demanda de empleo	Ago	39	39	
VIERNES 30-Sep	8:40	Francia	Confianza del consumidor	Sep	-	-29	
	8:45	Francia	Tasa de desempleo	Ago	9,9	9,9	
	8:50	Francia	PIB (t/a)	2QF	0,4/1,9	0,1/1,3	
	9:00	España	Ventas al por menor (m/a)	Ago	4,6/1,5	-	
	10:00	Italia	IPRI I(m/a)	Ago	0,3/3,6	0,6/3,8	
	11:00	Zona euro	Clima empresarial	Sep	-0,07	-0,08	
	11:00	Zona euro	Confianza del consumidor	Sep	-15	-15	
	11:00	Italia	IPC (NIC incl. tabaco) (m/a)	Sep P	0,2/2,2	0,3/2,3	
	11:00	Zona euro	Estimación del IPC (a)	Sep	2,2	2,3	
	14:30	EEUU	Ingresos/gasto personales	Ago	0,3/1,0	0,4/-0,2	
	14:30	EEUU	IPC subyacente (m/a)	Ago	0,1/1,8	0,1/1,9	
	15:45	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	Sep F	76,9	78,0	
	16:00	EEUU	Gestores de compras de Chicago	Sep	49,2	51,0	

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

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

SEMANA CARGADA EN EL FRENTE MACRO: ATENCIÓN AL IPC SUBYACENTE E IFO

En EEUU: (1) el centro de atención de la semana es el IPC subyacente, que podría subir un 0,1% intermensual; (2) atención al dato de confianza del consumidor para valorar el impacto del *Katrina*; (3) los pedidos de bienes duraderos habrían de remontar de la caída del mes pasado; (4) no se esperan cambios en la última revisión del PIB del 2T05; y (5) el dato final de confianza de la U. de Michigan podría subir hasta 78 puntos.

En la zona euro: (1) el índice IFO de septiembre podría registrar un retroceso en el clima empresarial hasta 94,2, reflejando la incertidumbre política y las altas tasas energéticas; (2) el índice ISAE de confianza empresarial podría bajar a 88; (3) el índice manufacturero sintético del INSEE caería hasta 99; (4) en Alemania, la inflación podría subir hasta el 2,5% interanual, mientras las previsiones del consenso apuntan a una tasa del 2,3%, nosotros creemos que podría ser mayor, dada la fortaleza de los datos regionales; (5) la M3 de crecimiento de la oferta monetaria de agosto sin cambios en el 7,6% interanual.



TIPOS Y DIVISAS

- Esta semana revisamos nuestras estimaciones de tipos y divisas para 2006pp. Para los tipos de intervención y en la zona euro, hemos reducido nuestras estimaciones de 2006P del 3,25% al 2,75% y hemos mantenido sin cambios las de 2005E. En EEUU, hemos incrementado nuestras previsiones de los tipos del 3,5% al 4,25% en 2005E y del 4,25% al 4,75% en 2006P. Para los tipos a largo, nuestras previsiones apuntan al 3,40% para el bono a 10 años en la zona euro (desde 4,20%) en 2005E y al 4,25% (desde 4,90%) en 2006P. En EEUU, nuestras previsiones para los tipos a largo plazo se sitúan en el 4,3% (desde 5,15%) en 2005E y en 4,40% (desde 5%) en 2006P. Las estimaciones para el tipo de cambio se mantienen inalterado en 1,23 US\$/€ para 2005E y 1,15 US\$/€ para 2006P.

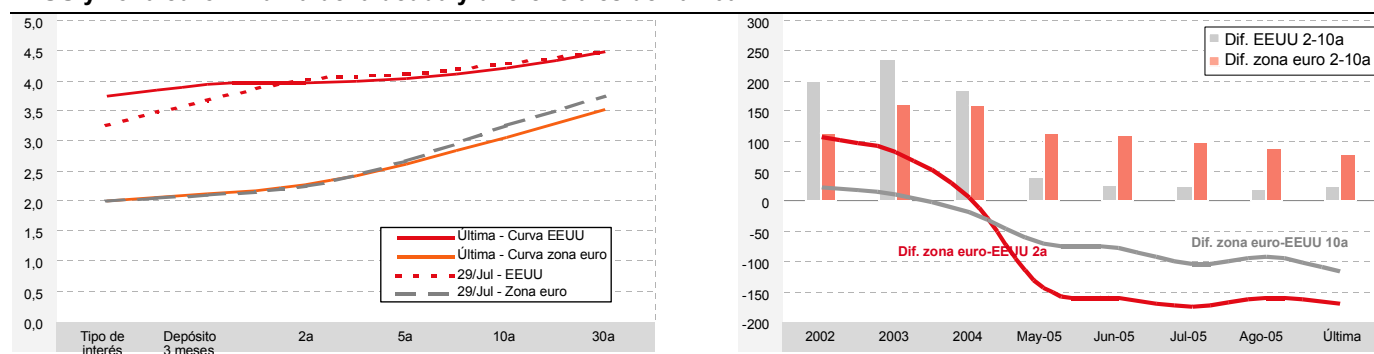
EEUU y zona euro – Tipos de interés y divisas

		Anual ¹			Trimestral ¹				Mensual				Semanal			
		2002	2003	2004	Sep-04	Dic-04	Mar-05	Jun-05	May-05	Jun-05	Jul-05	Ago-05	09-Sep	16-Sep	23-Sep	Última ²
Tipos interés corto plazo																
	Tipo intervención BCE	3,2	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,00	2,00	2,00	2,00
	Fondos de la Fed	1,7	1,1	1,4	1,5	2,0	2,5	2,9	3,0	3,3	3,3	3,5	3,50	3,50	3,75	3,75
	Euribor 3 meses	3,3	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,09	2,11	2,13	2,13
	Dep. 3 meses EEUU	1,7	1,2	1,6	1,8	2,3	2,9	3,3	3,3	3,5	3,7	3,8	3,82	3,87	3,93	3,93
Tipos inter. largo plazo																
Zona euro	2 años	3,6	2,5	2,5	2,5	2,4	2,5	2,1	2,1	2,0	2,3	2,2	2,17	2,27	2,27	2,27
	5 años	4,2	3,3	3,3	3,4	3,1	3,0	2,6	2,6	2,5	2,7	2,5	2,48	2,59	2,61	2,61
	10 años	4,8	4,1	4,1	4,1	3,8	3,6	3,3	3,3	3,1	3,2	3,1	3,05	3,14	3,06	3,06
	30 años	5,2	4,8	4,7	4,7	4,4	4,1	3,8	3,8	3,7	3,7	3,6	3,53	3,64	3,53	3,53
EEUU	2 años	2,5	1,6	2,4	2,6	2,9	3,5	3,6	3,6	3,6	4,0	3,8	3,87	3,97	3,97	3,96
	5 años	3,7	2,9	3,4	3,5	3,5	4,0	3,8	3,7	3,7	4,1	3,9	3,93	4,06	4,03	4,03
	10 años	4,5	4,0	4,2	4,2	4,2	4,3	4,0	4,0	3,9	4,3	4,0	4,12	4,27	4,22	4,22
	30 años	5,3	4,9	5,0	5,0	4,9	4,7	4,4	4,3	4,2	4,5	4,3	4,40	4,57	4,49	4,49
Diferencial																
Dif. zona euro	3 m-30 a	194	255	265	261	228	200	170	171	156	165	148	144	153	140	140
	2 a-10 a	115	164	160	154	136	117	113	114	110	99	90	87	87	79	79
Dif. EEUU	3 m-30 a	352	374	338	321	254	180	107	102	72	81	41	58	70	56	56
	2 a-10 a	198	235	184	168	133	78	43	41	28	26	20	25	30	26	25
Dif. zona euro-EEUU	Int.	154	115	60	50	0	-50	-92	-100	-125	-125	-150	-150	-150	-175	-175
	2 a	107	82	5	-2	-45	-109	-148	-144	-161	-176	-161	-169	-171	-170	-170
	10 a	24	11	-20	-16	-42	-71	-78	-71	-79	-103	-91	-107	-114	-116	-116
Divisas																
	€/US\$	0,95	1,14	1,25	1,22	1,32	1,31	1,24	1,230	1,211	1,212	1,235	1,241	1,224	1,207	1,207
	€/¥	118	132	134	135	137	137	134	134	134	136	137	136	136	135	135
	US\$/¥	125	116	107	110	104	105	108	109	111	113	111	110	111	112	112

(1) Las cifras representan la media del periodo. (2) Última: 23 de septiembre de 2005.

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

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



Fuente: Bloomberg.

RINCÓN MACRO: PROYECTO DE LEY DE LOS PRESUPUESTOS GENERALES PARA 2006

El pasado viernes (23 de septiembre), el Consejo de Ministros aprobó el Proyecto de Ley de los Presupuestos Generales del Estado para 2006. Antes de su aprobación, habrá que presentar el Proyecto en el Congreso y en el Senado. En las últimas semanas, el PSOE ya lo ha estado debatiendo con sus principales socios políticos, en busca de su apoyo antes de llevarlo al Parlamento.

Principales ideas de los Presupuestos

Los Presupuestos prevén que las Administraciones Públicas terminen el año con superávit, al tiempo que reducen la deuda pública como porcentaje del PIB. Así mismo, el objetivo es mejorar la productividad e incrementar el gasto social. Las principales ideas serían: (1) crecimiento del gasto del Estado del 7,6% (133.947 mn €; 1 punto porcentual por encima del PIB nominal); (2) aumento de los ingresos del 9,2% (128.00 mn €), con un aumento de los ingresos por IRPF del 12,1%, del 13,8% por el impuesto de sociedades y del 5,0% por el IVA; (3) la partida para I+D crece hasta un 26,5% (más de 6.700 mn €); (4) el gasto en educación sube un 10,0%; (5) la partida para sanidad es de las más cuantiosas (1.922 mn €); (6) la inversión en infraestructuras se incrementaría un 12,4% (más de 12.800 mn €); y (7) el presupuesto destinado a las pensiones crecería un 6,9%.

Fiscalidad

Desde el punto de vista de los impuestos, no hay grandes cambios. El más significativo sería la intención del Ejecutivo de recortar el tipo impositivo en 2 pp. Esta medida afectaría exclusivamente a la tarifa del IRPF, al no incluir las deducciones contempladas en el sistema fiscal, que se mantienen sin cambios.

Los Presupuestos parten de una economía saneada

El Gobierno prevé un crecimiento de la economía española de un 3,3% en 2005P y un 3,3% en 2006P. Este excelente comportamiento económico en ambos años supone cierta aceleración desde el 3,1% alcanzado en 2004. Como muestran las tablas siguientes, la previsión de estas tasas de crecimiento del PIB se basan en una demanda interna fuerte y una notable contribución negativa del sector exterior en 2005E, y en un crecimiento algo menor de la demanda interna y una contribución negativa del sector exterior también menor en 2006P.

España – Estimaciones y previsiones económicas, 2004-2006P

Variación anual (%)	2004	2005E		2006P	
		Gobierno	Santander	Gobierno	Santander
PIB	3,1	3,3	3,4	3,3	2,8
Consumo privado	4,4	3,7	4,0	3,6	2,7
Gasto público	6,0	5,3	5,1	4,6	3,7
Form bruta capital fijo	4,9	6,8	7,0	5,1	4,4
Inv empresarial	4,0	8,2	7,5	7,0	7,4
Construcción	5,5	5,7	5,5	3,8	1,5
Demanda interna	4,8	4,8	4,6	4,2	3,4
Exportaciones	3,3	1,2	1,6	3,2	5,8
Importaciones	9,3	6,6	6,6	6,2	6,3
Aportación sector exterior	-1,8	-1,7	-1,2	-1,1	-0,7
Empleo	2,6	2,7	-	2,6	-
Productiv por ocupado	0,5	0,6	-	0,7	-
PIB nominal	7,3	7,1	-	6,6	-

Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.



Nuestras estimaciones apuntan a un 3,4% para 2005E y un 2,8% para 2006P. En nuestra opinión, las previsiones del Gobierno para 2006P son optimistas. Los principales riesgos para la economía española en 2006P provienen del precio del petróleo, los tipos de interés, el sector exterior y la construcción. Todos podrían tener un impacto negativo en el crecimiento del PIB.

Previsión de estabilidad presupuestaria

El Gobierno prevé un superávit en el periodo 2006-08: las estimaciones apuntan a un superávit del 0,2% del PIB en 2006P, al que añade 0,1 puntos porcentuales por año en 2007P y 2008P. De nuevo, este superávit se basaría en los datos positivos de la Seguridad Social (0,7% del PIB cada año). Gracias a esto, el presupuesto total estaría en terreno positivo. Al final, la estabilidad del conjunto de las Administraciones se basa en la creación de empleo; así, si la creación de puestos de trabajo no cumple las expectativas, el superávit de la Seguridad Social se acabaría.

España – Previsiones presupuestarios como % del PIB, 2006P-2008P

	2006P	2007P	2008P
Estado	-0,4	-0,3	-0,3
Seguridad Social	0,7	0,7	0,7
Administración Central	0,3	0,4	0,4
Comunidades Autónomas	-0,1	-0,1	0,0
Corporaciones Locales	0,0	0,0	0,0
Administraciones Territoriales	-0,1	-0,1	0,0
Total Administraciones Públicas	0,2	0,3	0,4

Fuente: Ministerio de Economía.

ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

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

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

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

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

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

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



APÉNDICE 1

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

PIB y sus componentes	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	1T04	2T04	3T04	4T04	1T05	2T05
Consumo privado	0,9	1,0	1,4	1,0	1,9	1,3	1,1	3,0	0,3	0,8	3,3	0,7	-0,3
Gasto público	2,5	1,5	1,1	1,1	0,6	0,9	0,9	0,5	1,3	1,6	-1,1	1,9	1,4
F. B. capital fijo	-2,3	0,7	1,3	1,4	1,1	0,8	1,0	0,7	0,3	2,0	1,6	-0,6	1,0
Var. existencias (contrib.)	0,0	-0,4	-0,1	1,1	0,5	0,6	0,5	-0,9	1,1	1,6	0,1	-0,2	1
Demanda interna	0,2	1,4	1,7	2,3	1,9	1,8	1,6	1,1	1,7	2,8	2,1	0,4	1,0
Exportaciones	1,9	0,7	6,0	6,4	6,1	3,7	3,2	6,9	10,5	5,1	2,0	-2,6	8,6
Importaciones	0,3	2,7	6,1	7,9	7,4	5,1	4,6	3,1	10,8	10,2	5,7	-5,4	8,6
Aportac. sector Exterior	0,6	-0,7	0,1	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	1,5	0,1	-1,8	-1,4	1,1	0,1
PIB	0,9	0,7	1,8	1,8	1,5	1,3	1,1	2,6	1,8	1,0	0,7	1,5	1,2
PIB nom. (€ mds)	7.121,8	7.327,0	7.601,1										
Indicadores de actividad	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Producción industrial (IPI)	-0,3	0,2	2,1	2,9	1,2	-0,1	1,1	-1,7	2,1	0,1	1,3	0,6	-
-sin construcción	-0,5	0,3	2,0	2,8	1,1	0,8	0,6	0,1	1,2	0,0	0,5	0,5	-
Producción manufacturera	-0,8	0,0	1,9	2,8	0,8	0,8	0,6	-0,5	1,9	-0,3	0,4	-0,1	-
Ventas al por menor	0,3	0,4	0,8	0,7	0,9	1,0	0,6	1,4	-0,8	2,1	0,5	0,0	-
Nuevas matriculaciones	-2,4	-1,3	1,6	-2,7	2,8	-0,2	2,7	-2,3	5,2	-1,4	4,2	5,8	25,8
Utilización capacidad prod.	81,2	81,1	81,6	82,0	82,1	81,9	81,2						
Indicadores de confianza	Media anual			Media trimestral				Índice					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Clima económico	94,4	93,4	100,0	100,6	100,9	99,0	96,3	97,5	96,5	96,1	96,3	97,3	97,6
Clima empresarial	-0,54	-0,43	0,33	0,53	0,46	0,18	-0,31	-0,09	-0,28	-0,37	-0,27	-0,07	-
Confianza industria	-11	-11	-5	-4	-3	-6	-10	-8	-9	-11	-10	-8	-8
Confianza construcción	-19	-20	-16	-15	-14	-13	-14	-13	-14	-13	-14	-13	-11
Confianza comercio minorista	-17	-11	-8	-8	-8	-8	-8	-10	-8	-8	-9	-10	-
Confianza servicios	1	2	12	12	11	11	9	9	8	10	9	11	10
Confianza consumidores	-11	-18	-14	-14	-13	-13	-14	-14	-13	-15	-15	-15	-15
PMI	48	50	49	52,8	54,4	53,9	51,4	50,4	49,2	48,7	49,9	50,8	50,4
- Producción	49	52	51	53,9	56,0	55,9	52,3	51,6	50,3	50,0	51,0	52,7	51,8
- Nuevos pedidos	47	51	50	55,0	56,1	55,2	51,3	50,4	48,9	48,5	50,9	52,3	51,7
- Empleo	49	47	47	48,4	48,9	49,5	48,4	48,8	47,6	47,5	48,2	47,8	48,3
- Existencias	47	46	46	46,9	48,4	49,2	49,5	48,5	48,1	46,7	46,8	46,6	46,7
- Tiempos de entrega proveedores	53	50	50	45,0	40,4	43,1	44,6	48,3	49,2	50,0	49,5	48,8	48,9
- Precios	48	52	52	59,8	70,7	69,4	72,8	59,8	57,2	50,7	50,0	51,3	56,3
Precios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
IPC	2,3	2,1	2,1	2,3	2,3	2,0	2,0	0,8	0,4	0,2	0,2	-0,2	0,3
Infl. subyacente	2,4	1,8	1,8	1,8	1,8	1,5	1,5	0,7	0,3	0,3	0,0	-0,4	0,3
PPI (excl. construcción)	-0,1	1,4	2,3	3,1	3,8	4,1	3,9	0,7	0,5	-0,2	0,5	0,5	-
Deflactor PIB	2,6	2,2	1,9	1,8	1,6	1,8	1,3						
Defactor de la demanda interna	2,2	1,9	2,1	2,1	2,1	2,2	1,6						
Costes y salarios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Coste laboral unitario	2,2	2,1	0,9	0,5	1,1	1,7	-						
Remuneración asalariado	2,6	2,4	2,1	1,8	1,8	2,2	-						
Productividad	0,4	0,4	1,2	1,2	0,7	0,5	-						
Mercado de trabajo	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Tasa de desempleo	8,3	8,7	8,9	8,9	8,8	8,8	8,7	8,8	8,8	8,7	8,7	8,6	-
Sec. monetario y financiero	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
M3	6,6	6,4	6,3	6,0	6,3	6,5	7,8	0,3	0,7	0,7	1,1	1,1	-
M3 Media móvil 3m	7,1	7,0	6,5	5,8	6,5	6,6	7,6	6,6	6,9	7,2	7,6	-	-
Préstamos al sector privado	4,0	4,7	6,4	5,8	6,4	6,9	8,1	0,6	0,7	0,8	1,7	0,7	-
Datos financ. (tasas inter.)	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Tipo efectivo €	3,0	11,4	4,0	2,7	3,7	0,8	1,2	2,4	3,3	1,5	-1,2	-1,2	-0,4
Tipo efectivo real € (CPI)	4,0	12,6	4,1	2,7	3,3	1,0	1,5	2,6	3,4	1,7	-0,8	-0,9	-0,3
Tipo efectivo real € (PPI)	3,9	11,2	3,1	2,2	2,5	0,7	0,7	2,1	2,6	0,7	-1,3	-1,7	-1,0
Tipo efectivo real € (ULC)	3,2	13,1	4,2	1,5	3,6	0,3	-						
Sector exterior	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Saldo cta. corriente (% PIB)	0,9	0,3	0,6	0,6	0,8	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
EUR Mds	65	20	47	45	47	31	14	31	23	20	14	6	-
Cuentas públicas (% PIB)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Total recursos	47,1	47,7	46,9	46,5	47,3	47,6	47,1	47,6	47,2	46,4	45,8	45,9	45,4
Total empleos	52	53,1	52,1	51,6	51,6	50,2	49,3	48,9	48,1	48,2	48,3	48,8	48,2
Déficit/Superávit	-5,0	-5,9	-5,2	-5,1	-4,3	-2,6	-2,3	-1,3	-0,9	-1,8	-2,5	-2,8	-2,7

Fuentes: Bloomberg, Datastream, Reuters y Santander Investment Bolsa.

APÉNDICE 2

ESTADOS UNIDOS: Indicadores, 2003-2T05

PIB y sus componentes	2003	2004	Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas			
			3T04	4T04	1T05	2T05	3T04	4T04	1T05	2T05
Consumo privado	2,9	3,9	3,5	3,8	3,5	3,8	4,4	4,3	3,5	3,0
Gasto e inv. públicos	2,8	2,2	2,0	2,1	1,7	1,8	1,8	0,9	1,9	2,7
Inversión privada	3,9	11,9	11,8	10,4	10,1	4,1	4,6	6,8	8,6	-3,3
- Equipo	3,2	11,9	12,0	13,8	12,8	11,6	15,5	12,4	8,3	10,4
- Construcción	4,0	7,7	6,8	5,4	6,3	4,6	2,3	2,5	5,9	7,6
Demanda interna	3,1	4,8	4,5	4,5	4,2	3,5	3,9	4,1	4,0	1,9
Exportaciones	1,8	8,4	9,0	6,1	6,7	8,3	5,4	7,1	7,5	13,2
Importaciones	4,6	10,7	11,8	10,6	9,4	5,9	4,7	11,3	7,4	0,5
PIB	2,7	4,2	3,8	3,8	3,6	3,6	4,0	3,3	3,8	3,3
PIB nominal (M.M. \$)	10.971	11.734								
Actividad general	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Indicador adelantado	7,3	5,6	3,7	2,2	2,4	2,3	1,9	2,6	2,2	1,9
Indicador coincidente	2,7	3,2	2,9	2,8	2,7	2,7	2,6	3,0	2,7	2,7
Ratio existencias/Ventas	1,20	1,18	1,20	1,19	1,20	1,20	1,19	1,19	1,19	-
Producción industrial	4,6	4,3	3,8	3,1	3,9	2,9	2,5	3,7	3,1	3,1
Utilización capacidad (1)	78,0	79,3	79,5	79,8	79,5	79,1	79,2	79,8	79,8	79,8
Índice ISM	10,5	-4,8	-10,8	-14,8	-11,4	-14,5	-17,9	-12,1	-8,1	-10,1
Índice ISM (1)	59,1	57,3	55,2	53,8	55,2	53,3	51,4	53,8	56,6	53,6
Consumo privado	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Ganancia real por hora	-0,4	-0,8	-0,4	-0,4	-0,5	-1,0	-0,2	0,1	-0,4	-1,1
Ventas al por menor	6,4	8,3	7,3	8,4	6,0	9,1	6,3	9,8	10,4	7,9
-sin autos	7,6	8,9	7,9	8,4	6,8	9,0	7,6	8,7	8,4	9,4
Gastos de consumo	3,5	3,8	3,5	3,8	3,4	4,0	3,0	4,4	4,2	-
Confianza consumidores (1)	96,7	102,7	103,0	106,2	103,0	97,5	103,1	106,2	103,6	105,6
Expectativas consumidor (1)	97,7	100,7	93,7	96,4	93,7	86,7	93,4	96,4	93,2	93,7
Tasa de ahorro familiar (1)	1,0	4,4	0,4	0,0	0,4	0,3	0,5	0,0	-0,6	-
Crédito al consumo	4,0	4,7	4,6	4,8	4,6	4,7	4,4	4,8	4,6	-
Inversión en equipo	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Nuevos pedidos	10,5	8,9	8,5	8,6	4,1	6,1	9,9	9,8	6,3	-
-ex autos	11,4	10,7	11,3	8,2	7,9	8,0	7,4	9,1	7,8	-
Pedidos b. capital sin def. y aviones	13,6	12,7	14,7	10,7	10,7	9,6	13,5	9,2	7,6	-
ISM: Producción	6,5	-12,3	-14,4	-14,3	-14,1	-14,7	-15,7	-12,3	-6,7	-7,6
ISM: Nuevos pedidos	2,7	-10,6	-15,9	-15,1	-12,6	-18,4	-19,1	-7,4	-5,0	-9,3
Benef. después de impuestos	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04	3T04	4T04	1T05	2T05
	27,0	21,3	21,1	21,0	17,2	17,7	6,4	7,1	31,5	33,2
Construcción	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Viviendas iniciadas	4,5	-3,1	8,0	6,3	-8,7	3,0	3,4	13,0	2,5	-0,8
Ventas nuevas viviendas	-0,4	10,8	5,1	7,8	4,3	9,2	4,4	9,9	27,7	-
Gastos de construcción	11,5	10,2	12,4	8,4	10,8	9,0	8,6	7,5	6,0	-
Permisos de construcción	6,9	5,9	4,0	2,1	-2,1	3,8	-3,2	5,9	2,7	3,2
Empleo y salarios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Población activa	0,8	0,8	1,0	1,3	1,0	1,3	1,4	1,2	1,2	1,5
Empleo total	1,5	1,3	1,4	1,8	1,5	1,8	1,9	1,8	1,8	2,0
Tasa de paro (% pob. activa) (1)	5,4	5,4	5,2	5,0	5,2	5,2	5,1	5,0	5,0	4,9
Duración media paro (sem.) (1)	19,6	19,3	19,5	17,1	19,5	19,6	18,8	17,1	17,6	18,9
Jornada media laboral (horas) (1)	33,8	33,7	33,7	33,7	33,7	33,8	33,7	33,7	33,7	33,7
Ganancia media por hora	2,2	2,5	2,6	2,7	2,6	2,7	2,6	2,8	2,8	2,7
Coste del empleo total	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04	3T04	4T04	1T05	2T05
	3,9	3,8	4,0	4,0	3,9	4,0	3,9	3,9	3,4	3,1
Precios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Inflación	2,7	3,3	3,0	3,0	3,2	3,5	2,8	2,5	3,2	3,6
Inflación subyacente	1,8	2,1	2,3	2,2	2,4	2,2	2,2	2,0	2,1	2,1
Precios producción	3,5	4,6	4,6	4,0	5,0	4,8	3,5	3,6	4,7	5,1
P. producc sin energía y alim.	1,6	2,0	2,6	2,5	2,6	2,6	2,6	2,2	2,8	2,4
Precios importación	7,0	8,5	6,5	7,2	7,6	8,4	5,9	7,4	7,8	7,6
Precios exportación	4,2	4,2	3,6	2,9	3,3	3,1	2,5	3,1	2,7	3,1
Sector exterior	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Saldo B. bienes y servicios (4)	-573,0	-618,0	-652,0	-673,0	-652	-661	-668	-673	-680	-
Saldo B. bienes y servicios (4) % PIB	-4,8	-5,1	-5,3	-5,4						
Saldo Balanza comercial (4)	-660,7	-706,7	-744,6	-769,0	-745	-755	-763	-769	-777	-
Saldo Balanza comercial (4) % PIB	-5,6	-5,9	-6,1	-6,2						
Tipo cambio efectivo nominal	-7,1	-6,3	-4,4	-4,6	-6,1	-5,3	-6,0	-2,5	-0,1	-2,2
Política económica	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Oferta monetaria (M2)	3,6	5,2	5,3	3,8	5,0	4,3	3,3	3,7	3,8	3,9
Tipo fondos federales (1)	1,61	2,16	2,63	3,04	2,63	2,79	3,00	3,04	3,26	3,50
Ingresos federales (3)	479	487	452	665	149	278	153	235	142	155
Gastos federales (3)	565	605	628	620	220	220	188	212	195	205
Déficit público federal (3)	-86	-118	-177	45	-71	58	-35	22	-53	-50

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

Delegaciones internacionales

Madrid

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

Lisboa

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

Londres

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

Nueva York

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

Bogotá

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

Buenos Aires

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

Caracas

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

Lima

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

México

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

Santiago

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

São Paulo

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

Tokio

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

Clave de recomendaciones**Comprar**

Potencial alcista superior al 15%.

Mantener

Potencial alcista del 10%-15%.

Infraponderar

Potencial alcista inferior al 10%.

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

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

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

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

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

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



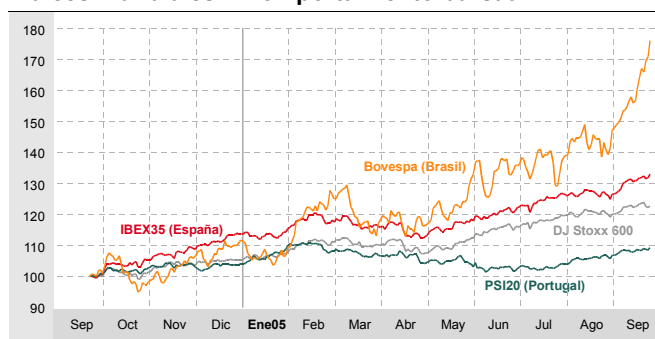
THE IBERIAN STRATEGY OBSERVER

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 26-Sep	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	292,2	0,1	4,7	6,9	17,5
S&P 500	1.215,3	-1,8	0,8	2,0	0,3
Bono a 10 a. zona euro	3,06	0,3	-1,6	-0,9	-15,8
Bono a 10 años EEUU	4,25	0,5	1,9	9,0	1,2
Tipo inter. 3M zona euro	2,14	0,0	0,1	1,4	-0,9
Tipo interés 3M EEUU	3,47	-1,8	-2,3	10,9	56,2
Euro-dólar	1,20	-0,7	-1,9	-0,4	-11,0
Barril de Brent (US\$)	61,6	-4,6	-5,8	11,4	51,8
CRB (US\$)	344,2	1,5	6,8	2,1	-1,2

Fuentes: Bloomberg.

Universo de cobertura Santander Investment – Valoración

	PER		EV/EBITDA		TACC 3 a		RpD P/Vc	
	05E	06P	05E	06P	BpA	EBITDA	06P	06P
CAC40	14,7	13,1	6,4	5,8	8,4	10,6	3,1	2,3
DAX30	12,9	12,0	3,8	3,5	13,8	9,3	3,4	1,6
MIB30	16,9	14,9	3,9	3,9	8,6	6,2	3,9	2,4
PSI20	14,2	12,9	8,7	8,2	9,3	6,5	4,1	2,0
IBEX35	26,3	15,3	8,7	7,9	10,7	5,1	3,5	3,2
DJ Stoxx 600	16,4	14,0	6,9	6,3	10,5	11,2	3,3	2,8
DJ Stoxx 50	14,4	13,2	5,1	4,9	9,8	10,8	3,5	2,8
DJ Euro Stoxx 50	12,7	11,9	4,6	4,4	9,1	7,3	3,8	2,1
P. lb. B. capital	9,9	11,7	4,6	5,2	-24,0	-24,4	3,0	1,6
P. lb. Construcc.	19,3	17,2	10,0	9,0	14,4	11,2	1,8	2,8
P. lb. B. cons.	21,1	18,6	9,7	8,7	-1,8	-3,4	3,0	4,1
P. lb. Serv. cons.	16,3	19,2	10,9	11,5	0,1	3,3	1,7	2,9
P. lb. Finan.	13,3	12,2	ND	ND	18,2	ND	3,7	2,2
P. lb. Petr. y gas	14,5	13,0	7,3	7,1	4,6	-2,8	2,2	2,5
P. lb. TMTs	35,9	27,4	12,7	11,1	-21,5	-35,1	1,5	7,7
P. lb. Utilities	16,0	16,1	7,5	8,1	-10,6	-8,9	3,5	4,3

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

Puntos destacados

- Movimientos corporativos en el terreno de las *small y mid caps* (SMCs). En nuestro informe *Soaring to New Heights* de septiembre de 2005, combinamos tres criterios: (1) deducción fiscal por amortización del fondo de comercio; (2) accionariado; (3) posibilidad de reapalancamiento.
- Prosegur, Viscofán, Logista, OHL, C. Portland, Uralita, NH Hoteles, B. Pastor, TelePizza serían objetivos potenciales de actividad corporativa.

Puntos de interés

- **Inditex**: potencial alcista y posibilidad de revisiones al alza de las estimaciones del consenso.
- **Prosegur**: prosigue su expansión a través de adquisiciones baratas y prácticas. Comprar.
- Comprar **Prisa** y **Sogecable** antes del lanzamiento del Canal 4.
- Insistimos en vender **Gamesa** a corto plazo tras conocer la venta de su unidad de mantenimiento.
- Cambios en la lista de recomendación de SMCs: entran **Viscofán** y **OHL**; salen **Indra** y **Ebro Puleva**; posibles sorpresas positivas **Uralita**, **Acciona** y **Sonae SGPS**.

Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 26-Sep	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	4.512,3	0,5	1,5	6,7	18,1
DAX30	4.973,6	-0,6	1,8	8,4	16,9
MIB30	34.621,0	1,0	3,0	7,0	10,9
PSI20	7.911,2	0,0	1,9	5,3	4,1
IBEX35	10.521,7	0,3	3,8	7,5	15,9
DJ Stoxx 600	293,9	0,5	2,3	6,5	17,1
DJ Stoxx 50	3.216,2	0,5	1,9	5,9	15,9
DJ Euro Stoxx 50	3.365,0	0,2	1,7	5,8	14,0
P. lb. B. capital	ND	-1,3	3,0	7,5	15,2
P. lb. Construcción	ND	-0,2	7,4	14,6	53,9
P. lb. B. consumo	ND	2,6	6,3	8,5	16,8
P. lb. Serv. consumo	ND	1,2	8,7	15,6	42,4
P. lb. Financieras	ND	0,1	2,4	7,1	12,0
P. lb. Petróleo y gas	ND	5,0	12,0	21,7	36,6
P. lb. TMTs	ND	-1,0	0,9	1,0	-2,5
P. lb. Utilities	ND	1,6	11,4	7,8	22,8

Fuente: Bloomberg.

RESUMEN DE ESTRATEGIA SECTORIAL

Península Ibérica – Resumen de estrategia sectorial

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

Fuentes: estimaciones Santander Investment Bolsa.

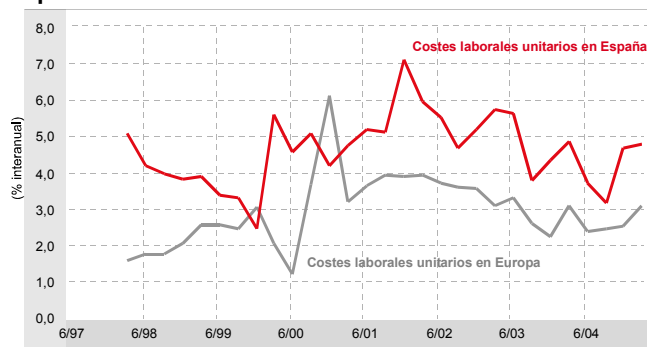
THE IBERIAN MACRO OBSERVER

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

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

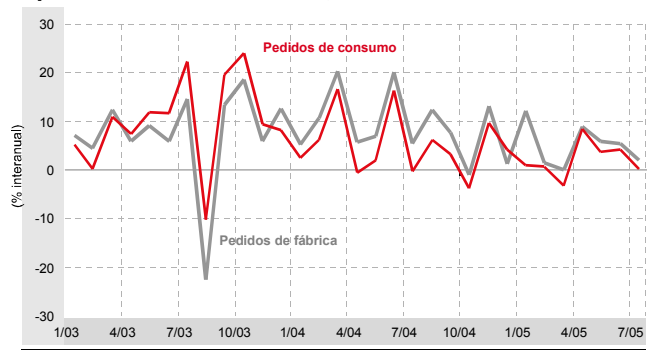
Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespasa@gruposantander.com

España – Costes laborales unitarios



Fuente: Aduana y Santander Investment Bolsa.

España – Pedidos de fábrica, 2001-05



Fuente: Aduana y Santander Investment Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) Un avance en línea con la tendencia en el IPC subyacente (dato clave de la semana)
- (2) Atención al dato de confianza del consumidor para valorar el impacto del *Katrina*.
- (3) Los pedidos de bienes duraderos habrían de remontar tras la caída del mes pasado
- (4) Revisión final del PIB del 2T05
- (5) El índice de confianza de la U. de Michigan podría subir

En la zona euro:

- (1) La situación política podría hacer caer al IFO
- (2) Previsión de mejora del índice de confianza empresarial del ISAE
- (3) Cae el indicador sintético del INSEE
- (4) Posible subida del IPC alemán
- (5) La M3 de crecimiento de la oferta monetaria de julio sin cambios

- Los datos macro de **Portugal** mostraron que el PIB aumentó hasta el 0,5% interanual en el 2T05. El consumo privado permaneció fuerte en el 3,0% interanual, pero la inversión empeoró de forma significativa. Las perspectivas siguen siendo débiles.
- En **España**, los datos publicados las últimas dos semanas evidencian la fortaleza de la economía, al tiempo que los desequilibrios aumentan sin control. En términos acumulados, el déficit de la balanza por cuenta corriente española se incrementó un 77,5% en el 2S05, que equivale al 8,2% del PIB. Insistimos en que el crecimiento económico en España en 2006P podría sufrir una desaceleración.
- **La semana en EEUU.** Sin novedades. El impacto económico del *Katrina* continúa reflejándose en los datos publicados. Los datos de empleo semanales se han visto muy perjudicados y los indicadores económicos adelantados caían un 0,3% intermensual. La reunión de la Fed no deparó sorpresas cuando subió los tipos otros 25 puntos y habló de “inflación contenida”.
- **La semana en la zona euro.** Los datos siguen apoyando nuestra apuesta por la recuperación del crecimiento económico en esta zona en el 2S05E (encabezado por Alemania). El índice de confianza empresarial en Bélgica (indicador adelantado para Europa), el consumo en Francia, y la confianza del consumidor en Italia registraban fuertes subidas.
- En el *Rincón Macro*, nos centramos en los Presupuestos Generales para 2006, aprobados el viernes por el Gobierno. Este prevé finalizar los tres próximos años con superávit (2006 al 0,2% del PIB, 2007 al 0,3% y 2008 al 0,4%). En términos generales, creemos que las asunciones de crecimiento económico para 2006 son un poco optimistas, y que las previsiones de crecimiento de los ingresos del 9,2% son muy agresivas. Por otro lado, el Gobierno espera aumentar el gasto en un 7,6%, incluyendo: (1) un aumento del 26,5% en I+D; y (2) un incremento del 12,4% en infraestructuras.

CALENDARIO ECONÓMICO

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
LUNES	8:45	Alemania	Precios de Producción (m/a)	Sep	0,5/4,6	0,4/4,7	0,3/4,6
19-Sep	19:00	EEUU	NAHB Índice del Mercado de la vivienda	Sep	67	67	65
MARTES	9:00	España	Pedidos de Fábrica (a)	Jul	5,4 R	-	1,9
20-Sep	10:00	Italia	Tasa de desempleo (sa)	2T	7,9	7,9	7,7
	11:00	Alemania	ZEW Sentimiento Económico	Sep	50,0	45,0	38,6
	11:00	Alemania	ZEW Situation Actual	Sep	-61,1	-60,5	-58,1
	11:00	Zona euro	ZEW Sentimiento Económico	Sep	41,6	41,0	31,8
	14:30	EEUU	Viviendas iniciadas	Ago	2.035.000 R	2.030.000	2.035.000
	14:30	EEUU	Permisos de construcción	Ago	2.171.000 R	2.145.000	2.124.000
	20:15	EEUU	FOMC Tipos	Sep 20	3,50	3,75	3,75
	23:00	EEUU	ABC Confianza Consumidor	Sep 18	-20	-	-23
MIÉRCOLES	8:45	Francia	Gasto del consumidor (m/a)	Ago	1,2/3,6	0,2/2,5	1,9/5,7
21-Sep	10:00	Zona euro	Balanza por Cuenta Corriente (bn)	Jul	-1,0 R	-1,5	-5,9
	11:00	Zona euro	Costes Laborales (a)	2T	3,0 R	2,8	2,3
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de Hipotecas	Sep 16	-1,4	-	1,5
JUEVES	9:00	España	Evolución Sector Servicios (a)	Jul	8,3	-	4,8
22-Sep	9:30	Italia	Índice de confianza Consumidor(sa)	Sep	100,8	100,0	102,8
	11:00	Zona euro	Pedidos Industriales (ajust.)(m/a)	Jul	3,1/4,9	1,3/5,5	-1,6/1,2
	14:30	EEUU	Solicitudes de Desempleo	Sep 17	398.000	450.000	432.000
	14:30	EEUU	Peticiones Continuas	Sep 10	2.590.000	3.659.000	2.666.000
	16:00	EEUU	Indicadores Adelantados	Ago	0,1	-0,3	-0,2
VIERNES	8:00	Alemania	Índice de precios de importación (m/a)	Ago	0,6/4,7	0,7/4,4	0,9/4,7
23-Sep	8:45	Francia	Salarios (t)	2T F	0,9	-	0,6
	9:00	España	Índice de precios hoteleros (a)	Ago	2,9	-	2,5
	10:00	Italia	Balanza Comercial (mn €)	Jul	-539 R	1.801	-588
	11:00	Italia	Ventas al por menor (m/a)	Jul	-0,2/-0,7	0,2/0,2	-0,3/-2,1

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión
MARTES	8:45	Francia	Viviendas iniciadas 3M (var. interanual)	Ago	12,3	-
27-Sep	8:45	Francia	Permisos de viviendas 3M (var. interanual)	Ago	14,5	-
	10:00	Zona euro	M3 (desest.)(a)	Ago	7,9	7,9
	10:00	Alemania	IFO-Clima empresarial	Sep	94,6	94,2
	10:00	Alemania	IFO-Condiciones actuales	Sep	93,8	94
	10:00	Alemania	IFO-Expectativas	Sep	95,4	94,7
	10:00	Italia	Salarios por hora (m/a)	Ago	0,4/2,8	0,2
	10:00	Zona euro	Balanza comercial (desest.)(miles mn)	Jul	3,4	3,0
	16:00	EEUU	Venta de viviendas nuevas	Ago	1.410.000	1.340.000
	16:00	EEUU	Confianza del consumidor	Sep	95,0	105,6
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Sep 25	-23	-
MIÉRCOLES	8:00	Alemania	Gfk Confianza del consumidor	-	-	-
28-Sep	8:45	Francia	Indicador de confianza empresarial (INSEE)	Sep	-	99
	8:45	Francia	Perspectivas de producción	Sep	-	-27
	9:30	Italia	Confianza empresarial (ISAE)	Sep	87,5	87
	10:00	Italia	Balanza comercial no UE (mn €)	Ago	502,0	600
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Sep 23	1,5	-
	14:30	EEUU	Pedidos de bienes duraderos	Ago	-4,9	0,8
	14:30	EEUU	Duraderos excl. transporte	Ago	-3,2	1,0
JUEVES	8:00	Alemania	ILO tasa de desempleo	Ago	9,0	-12
29-Sep	8:45	Francia	Precios de producción (m/a)	Ago	-	2,8
	9:00	España	IPC (EU armonizado) (a)	Sep P	3,3	3,5
	9:55	Alemania	Tasa de desempleo (desest.)	Sep	11,6	11,6
	9:55	Alemania	Variación de empleo	Ago	30.000	15.000
	14:30	EEUU	PIB anualizado	2QF	3,3	3,3
	14:30	EEUU	Consumo personal	2QF	3,0	3,0
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Sep24	432	430
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	Sep 17	2.666.000	-
	16:00	EEUU	Índice de demanda de empleo	Ago	39	39
VIERNES	8:40	Francia	Confianza del consumidor	Sep	-	-29
30-Sep	8:45	Francia	Tasa de desempleo	Ago	9,9	9,9
	8:50	Francia	PIB (t/a)	2QF	0,4/1,9	0,1/1,3
	9:00	España	Ventas al por menor (m/a)	Ago	4,6/1,5	-
	10:00	Italia	IPRI I(m/a)	Ago	0,3/3,6	0,6/3,8
	11:00	Zona euro	Clima empresarial	Sep	-0,07	-0,08
	11:00	Zona euro	Confianza del consumidor	Sep	-15	-15
	11:00	Italia	IPC (NIC incl. tabaco) (m/a)	Sep P	0,2/2,2	0,3/2,3
	11:00	Zona euro	Estimación del IPC (a)	Sep	2,2	2,3
	14:30	EEUU	Ingresos/gasto personales	Ago	0,3/1,0	0,4/-0,2
	14:30	EEUU	IPC subyacente (m/a)	Ago	0,1/1,8	0,1/1,9
	15:45	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	Sep F	76,9	78,0
	16:00	EEUU	Gestores de compras de Chicago	Sep	49,2	51,0

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

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



RINCÓN DEL ESTRATEGA

En el *Rincón del estratega* de esta semana, analizamos la posibilidad de nuevos movimientos corporativos en el universo de las *small* y *mid caps* ibéricas (para más información, véase nuestro informe *Soaring to New Heights*, de septiembre de 2005).

Movimientos corporativos: ¿a quién le toca?

La nueva bajada de tipos de interés (3,0% del bono a 10 años europeo a 19 de septiembre frente al 3,6% a principios de 2005) ha dado más argumentos a las compañías de capital riesgo y a los competidores para hacer transacciones. Con los tipos en estos niveles, casi cualquier operación sería relativa en BpA. Para seleccionar los candidatos más claros a posibles fusiones y adquisiciones, hemos combinado tres factores:

- Deducción fiscal por la amortización del fondo de comercio. Aunque el cambio a la normativa contable IFRS eliminó la amortización del fondo de comercio, las autoridades fiscales españolas han decidido mantener la deducción fiscal por dicha amortización. Como resultado, el valor actual neto de la amortización del fondo de comercio en los próximos 20 años es, de hecho, un “precio más bajo” para la compañía que realice una oferta sobre una compañía española. En operaciones recientes (por ejemplo, Cortefiel), las autoridades fiscales han fallado a favor de mantener esta deducción cuando una compañía internacional lanza una oferta por una compañía cotizada española (Fallo V1474-05 del 15 de julio de 2005).
- Estructura accionarial y la posibilidad de una operación hostil o de una adquisición de minoritarios.
- Posibilidad de reapalancamiento de la compañía, buscando compañías con posición de caja neta, como Indra, o con deuda neta baja, como TelePizza.

Dicho lo cual, creemos que los candidatos más claros serían: **Prosegur, Viscofán, Logista, OHL, C. Portland, Uralita, NH Hoteles, B. Pastor y TelePizza.**

Small y mid caps ibéricas – Candidatos más claros a movimientos corporativos

Compañía	Precio actual (€)	Deduc. f. comerc. como % cap. burs.	Free float (%)	Pot. alcista hasta el precio del postor (%)	Posibles interesados
Prosegur	20,60	21,7	38,0	45,7	Group 4 sigue buscando alternativas de expansión en España, Portugal y Latinoamérica. La familia Gut controla un 51%.
Viscofán	9,35	11,9	85,0	45,7	Un <i>free float</i> del 85% habría de acelerar la consolidación en el sector.
Logista	41,50	21,0	39,0	43,4	Una oferta sobre Altadis desencadenaría la escisión de Logista para financiar la adquisición de la compañía tabacalera.
OHL	12,51	16,9	51,0	36,7	El mayor accionista, Juan Miguel Villar Mir, sólo posee el 44% e Hidafa, un inversor financiero, ha adquirido una participación del 9%. FCC o alguna compañía internacional podrían estar interesadas.
C. Portland	69,05	14,1	33,0	34,9	FCC, con una participación del 59%, es el mayor beneficiado por el efecto del cambio legislativo fiscal.
Indra	17,24	23,6	89,0	29,1	Los comentarios de EADS, Thales y Raytheon sobre crecer en el negocio de defensa sitúan a Indra en el centro de atención para posible actividad corporativa. Dado el compromiso del actual equipo directivo, no creemos que sea lo más probable.
NH Hoteles	13,90	17,2	60,0	23,7	El interés de las compañías de capital riesgo en el sector hace de NHH un objetivo.
Uralita	4,43	21,2	44,0	23,2	Tras la oferta de Saint Gobain por BPB, Lafarge tendría que crecer en el negocio de aislantes.
Bankinter	41,45	15,4	72,2	22,6	Adquisiciones en el mercado por parte de Ram Bhavnani.
TPI	7,15	25,3	40,0	21,7	Telefónica controla el 60% del capital social.
Gamesa	13,60	20,9	46,0	16,2	Iberdrola podría comprar el 100% de la compañía. En nuestra opinión, con un potencial alcista tan limitado, es bastante improbable que suceda. Si la cotización de Gamesa corrige en un 20%, podríamos asistir a una oferta de Iberdrola o de una compañía industrial como GE.
Banco Pastor	38,70	17,4	54,2	9,4	Los bancos de tamaño pequeño o mediano han sido el centro de atención tras la operación del Zaragozano y los intentos de bancos europeos de entrar en Italia.
Jazztel	0,92	24,1	75,1	7,4	Su agresiva estrategia de crecimiento podría convertirla en objetivo de operaciones corporativas.
TelePizza	1,80	18,4	83,0	5,5	Dado su bajo endeudamiento y el constante empeoramiento de su modelo de negocio, no descartamos una retirada de la cotización.

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

EFFECTO DEL CAMBIO FISCAL DE LA AMORTIZACIÓN DEL FONDO DE COMERCIO COMO “PRECIO A PAGAR MÁS BAJO”

Hemos analizado nuestro universo de *small y mid caps* para comprobar qué compañías serían las más beneficiadas por este efecto. Para ello, utilizamos precios de mercado a 16 de septiembre y los consideramos el precio que pagaría el ofertante. A partir de ahí, hemos calculado el fondo de comercio como la diferencia entre los fondos propios y la capitalización bursátil. Hemos utilizado un tipo impositivo del 35% y un periodo de amortización de 20 años.

El dato obtenido lo comparamos con la capitalización bursátil actual y así obtenemos la “deducción por fondo de comercio como porcentaje de la capitalización bursátil”. Si esto lo restamos al precio de mercado actual, obtenemos el “precio de mercado equivalente”, es decir, el precio que una compañía pagaría en términos reales si lanzara una oferta a los precios de mercado actuales. Para calcular el “recorrido alcista en el precio del ofertante”, hemos sumado el efecto fiscal positivo al recorrido alcista frente a nuestro precio objetivo. Lógicamente, los valores que cotizan con el P/VC más alto serían los que más se beneficiarían de esta situación.



Small y mid caps ibéricas – Posibles candidatos a actividad corporativa atendiendo a P/V

Compañía	Precio actual (€)	Deduc. f. comercio como % cap. bur.	Precio equival. (€)	Free float (%)	Pot. alcista precio ofert. (%)	Recom.	Precio obj. (€)	P/V 2005E (x)
Sogecable	29,72	24,8	22,40	38,5	87,9	Comprar	42,00	8,7
Prosegur	20,60	21,7	16,10	38,0	45,7	Comprar	23,50	4,5
Viscofan	9,35	11,9	8,20	85,0	45,7	Comprar	12,00	1,7
Sol Meliá	11,24	18,0	9,20	27,2	43,8	Comprar	13,30	2,8
Telecinco	18,89	24,5	14,30	36,9	43,7	Infrapond.	20,50	8,0
Logista	41,50	21,0	32,80	39,0	43,4	Comprar	47,00	4,0
Prisa	15,49	20,8	12,30	30,0	42,7	Comprar	17,50	3,9
Enagas	14,87	19,1	12,00	40,0	40,4	Comprar	16,90	3,1
Abengoa	14,44	19,0	11,70	43,0	36,9	Comprar	16,00	3,1
OHL	12,51	16,9	10,40	51,0	36,7	Comprar	14,20	2,5
Antena 3	15,95	23,4	12,20	39,2	35,1	Infrapond.	16,50	6,1
Ebro Puleva	14,54	14,0	12,50	52,0	35,1	Comprar	16,90	2,0
C. Portland	69,05	14,1	59,30	33,0	34,9	Comprar	80,00	2,0
PT Multimedia	7,88	20,9	6,20	25,0	33,8	Mantener	8,30	3,9
I. Colonial	48,15	16,7	40,10	46,0	33,6	Comprar	53,60	2,5
Uralita	4,43	21,2	3,50	44,0	33,2	Comprar	5,50	4,1
SYV	23,08	20,0	18,50	37,0	31,7	Mantener	24,30	3,5
Jerónimo Martins	11,90	19,9	9,50	26,8	30,0	Infrapond.	12,40	3,4
Indra	17,24	23,6	13,20	89,0	29,1	Mantener	17,00	6,4
Acciona	95,90	14,8	81,70	40,0	28,5	Comprar	105,00	2,1
Miquel y Costas	28,98	15,4	24,50	71,0	26,5	Infrapond.	31,00	2,2
Agbar	19,00	14,0	16,30	39,8	25,5	Mantener	20,50	2,0
NH Hoteles	13,90	17,2	11,50	59,3	23,7	Comprar	14,30	2,6
Bankinter	41,45	15,4	35,10	72,2	22,6	Infrapond.	43,00	2,2
Zardoya Otis	23,35	27,3	17,00	38,0	21,7	Infrapond.	20,70	38,8
TPI	7,15	25,3	5,30	40,0	21,7	Infrapond.	6,50	10,4
Faes	15,78	23,6	12,10	95,0	17,0	Infrapond.	14,10	6,4
Gamesa	13,60	20,9	10,80	46,0	16,2	Infrapond.	12,50	3,9
Acerinox	11,71	10,2	10,50	69,0	16,1	Infrapond.	12,20	1,6
Tubacex	3,46	16,0	2,90	0,9	16,0	En revisión	En rev.	2,3
REE	22,86	19,4	18,40	59,5	13,9	Infrapond.	21,00	3,2
Metrovacesa	61,00	19,6	49,10	59,0	12,1	Infrapond.	55,00	3,3
Banco Pastor	38,70	17,4	32,00	54,2	9,4	Comprar	35,00	2,6
Pescanova	24,50	3,0	23,80	30,0	9,3	Comprar	26,00	1,1
Portucel	1,56	2,5	1,50	11,0	8,5	Infrapond.	1,70	1,1
Jazztel	0,92	24,1	0,70	75,1	7,4	Infrapond.	0,80	7,1
TelePizza	1,80	18,4	1,50	85,0	5,5	Infrapond.	1,60	2,9
Ence	25,21	-5,6	26,60	38,3	5,1	Comprar	28,00	0,8
Barón de Ley	39,70	11,9	35,00	72,0	2,0	Infrapond.	35,70	1,7
Zeltia	6,17	20,1	4,90	52,0	1,4	Infrapond.	5,00	3,5
C. F. Alba	35,71	17,1	29,60	40,0	1,0	Infrapond.	29,90	2,6
B. Guipuzcoano	17,25	19,1	14,00	56,0	0,3	Infrapond.	14,00	3,1
Vidrala	20,29	17,0	16,80	50,0	-2,0	Infrapond.	16,50	2,6
Corp. Mapfre	13,95	12,6	12,20	45,0	-5,7	Infrapond.	11,50	1,8
Iberia	2,15	1,2	2,10	55,0	-5,9	Infrapond.	2,00	1,0
Urbis	17,00	18,0	13,90	28,0	-10,3	Infrapond.	12,50	2,8
SOS	10,70	18,1	8,80	42,0	-20,1	Infrapond.	7,00	2,8
B. Valencia	24,94	21,0	19,70	57,0	-23,9	Infrapond.	15,00	4,0
Puleva Biotech	2,57	21,3	2,00	21,0	-35,8	Infrapond.	1,30	4,2

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

ADQUISICIÓN DE PARTICIPACIONES MINORITARIAS

En 2006P podríamos presenciar cómo accionistas mayoritarios deciden adquirir los intereses minoritarios en sus filiales cotizadas:

- **TPI** (Telefónica controla el 60%). Es la menos evidente, puesto que Telefónica perdería la gran visibilidad por la valoración del negocio.
- Altadis posee el 57% de **Logista**. Tras el reciente anuncio de Altadis y Autogrill de adquirir el 100% de las acciones de Aldeasa, no descartaríamos la posibilidad de que Altadis lance una oferta sobre los minoritarios de Logista si sintiera la amenaza de un competidor sobre la propia Altadis.

- FCC tiene una participación del 58,8% en **Cementos Portland** tras adquirir Valderrivas. El fuerte flujo de caja generado por el negocio del cemento ha convertido a Cementos Portland en un candidato muy interesante para una adquisición apalancada en cuanto FCC adquiera los intereses minoritarios.
- **PT Multimédia**. Controlada por Portugal Telecom (57%) y BES (10%).

REDUCCIÓN DEL TIPO IMPOSITIVO: POSITIVO PARA URALITA, PROSEGUR, TPI, ZARDOYA

Reducción del impuesto de sociedades del 35% al 30%. El Ministerio de Economía está terminando la reforma del impuesto de sociedades, cuya presentación está prevista para 2006 y que será efectiva a partir de 2007. Los cambios más importantes afectan a la reducción del impuesto de sociedades del 35% al 30% y a la reducción del número de deducciones a las que las compañías tienen derecho en estos momentos.

Aunque el tipo impositivo es del 35%, la tasa real para las compañías españolas es de sólo el 27% (previsto que suba al 29% para las compañías cotizadas en 2007P). En su programa electoral para las Generales de 2004, el PSOE incluía una propuesta para reducir el impuesto de sociedades en 2006 y llevar a cabo una reforma del IRPF en 2007. Este calendario se ha retrasado un año, aunque las principales propuestas se mantienen. A pesar de que los cambios sólo tendrán un efecto relativo del 1-2% en el BpA de 2007P para el mercado español, algunas compañías con impuestos altos se beneficiarían de la reducción (Uralita, Prosegur, TPI, B. Sabadell y Zardoya Otis). Cualquier cambio en la deducción del fondo de comercio podría acelerar la consolidación.

Impacto del nuevo régimen fiscal en el BpA

Compañía	Tipo impositivo 2007P	Impacto positivo en el BpA 2007P (%)
Uralita	35,0	10,7
Acerinox	35,0	8,2
OHL	34,6	8,1
Zardoya Otis	35,0	7,8
Prosegur	35,0	7,8
Europistas	35,0	7,8
Sacyr-Vallehermoso	34,8	7,8
REE	35,0	7,7
Azkoyen	35,0	7,7
TelePizza	35,0	7,7
TPI	35,0	7,7
Enagás	34,8	7,4
Sogecable	35,0	7,4
Funespaña	32,3	7,0
Banco Pastor	34,0	6,6
Adolfo Domínguez	34,2	6,5
Bankinter	34,0	6,1
Amper	32,0	5,4
Urbis	33,0	4,5
Banco de Valencia	32,0	2,9
Barón de Ley	32,0	2,9

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.



PUNTOS DE INTERÉS

- **Inditex** (Comprar; precio objetivo: 31,00 €) publicaba unos resultados del 2T05 excelentes, que sorprendían al mercado y podrían desencadenar una revisión al alza de las estimaciones de beneficios. Además, el nuevo consejero delegado, Pablo Isla, hacía su primera presentación de resultados y confirmaba una posible racionalización en los planes de gastos de explotación y de expansión. Su fuerte descuento actual frente a H&M (15-10% por encima de 5% de media histórica), la adecuada expansión del modelo de negocio y un entorno positivo para los próximos trimestres deberían ser razones suficientes para la revalorización de la cotización en los próximos meses.
- **Prosegur** (Comprar; precio objetivo: 23,50 €) firmaba un acuerdo con BISSA, un operador mexicano de servicios de seguridad, para suscribir una ampliación de capital por valor de 11 mn € que dará a Prosegur el control del 55% de las acciones de la compañía (con un EV/EBITDA 2005E de 4,0x). Bissa es una compañía pequeña (estimamos una cuota de mercado inferior al 5%), especializada en México DF en transporte de fondos y servicios de seguridad, que abre la puerta a un mercado en el que la compañía no estaba presente pese a la fuerza en el mercado mexicano de algunos de sus clientes (BBVA, Santander, Citigroup y HSBC).
- Insistimos en la compra de **Prisa** (Comprar; precio objetivo: 17,50 €) y **Sogecable** (Comprar; precio objetivo: 42,00 €), dos valores rezagados entre los SMCs ibéricos y en el sector de los medios de comunicación. El próximo lanzamiento de Canal 4 a principios de noviembre por parte de Sogecable habría de tener un efecto positivo en las acciones en los próximos meses. En nuestra opinión, es un lanzamiento muy acertado dada la fuerza de mercado del grupo Prisa (con el periódico de mayor venta y la primera red de radio en España), la curiosidad de los telespectadores por el nuevo canal (que ha contratado a presentadores de renombre) y la relativa escasa presencia de publicidad que ofrecerá un respiro a los espectadores de Telecinco y Antena 3. Todo apunta a que las cuotas de audiencia en los primeros días de retransmisión podrían superar las expectativas.
- Seguimos sin apostar por **Gamesa** (Infraponderar; precio objetivo: 12,50 €) tras conocer que la compañía esta en proceso de vender su unidad de mantenimiento, aunque el objetivo es retener la parte del negocio de mayor valor añadido. El impacto positivo de la reducción de plantilla (1500 trabajadores) y la esperada materialización de 150-200 mn € ha sido contrarrestado por las dudas sobre los planes estratégicos de la compañía a largo plazo y el destino de los fondos generados por la operación.
- Hemos introducido algunos cambios en nuestra lista de recomendación de SMCs: excluimos **Indra** (Mantener; precio objetivo: 17,00 €) y **Ebro Puleva** (Comprar; precio objetivo: 16,90 €) tras sus excelentes comportamientos en lo que va de año (36% y 37%, respectivamente) y sus valoraciones ajustadas; incluimos **OHL** (Comprar; precio objetivo: 14,20 €) y **Viscofán** (Comprar; precio objetivo: 12,00 €). Arriesgaríamos y apostaríamos por **Uralita** (Comprar; precio objetivo: 5,50 €), **Acciona** (Comprar; precio objetivo: 105,00 €) y **Sonae SGPS** (Comprar; precio objetivo: 1,58 €).

Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recom.		Pr. objetivo		% Var.	BpA 2006P		% Var.	Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior		Nuevo	Anterior		
23-Sept	Acciona	Comprar	Comprar	105,00	82,00	28,0	5,37	4,95	8,5	Mejores perspectivas para el sector de las energías renovables y el mercado de infraestructuras en España.
23-Sept	Mapfre	Infrapond.	Infrapond.	14,00	11,50	21,7	1,18	1,01	16,8	Excelentes resultados y el uso de excedente de capital.
23-Sept	Enagás	Comprar	Comprar	16,90	14,50	16,6	0,84	0,83	1,2	Más optimistas sobre próximos BpA ante unos planes de inversión más ambiciosos.
23-Sept	Faes	Infrapond.	Infrapond.	14,10	11,90	18,5	0,37	0,40	-7,5	Mayor visibilidad de Bilastina nos lleva a aumentar las probabilidades de aprobación al 75%; revisión al alza de nuestro precio objetivo.
23-Sept	Iberia	Infrapond.	Mantener	2,00	2,85	-29,8	0,07	0,09	-22,2	La subida del precio del petróleo afecta a la cuenta de resultados y a la valoración
23-Sept	Indra	Mantener	Comprar	17,00	15,80	7,6	0,77	0,77	0,0	Buen comportamiento hasta la fecha (+36%).
23-Sept	I. Colonial	Comprar	Comprar	54,20	41,00	32,2	2,78	2,71	2,6	VNA superior.
23-Sept	Metrovacesa	Infrapond.	Infrapond.	55,00	39,50	39,2	3,99	4,00	-0,2	VNA superior.
23-Sept	Miquel y Costas	Infrapond.	Infrapond.	31,00	37,00	-16,2	1,96	2,50	-21,6	Profit warning de MCM de los datos del 2T05.
23-Sept	NHH	Comprar	Comprar	14,25	12,10	17,8	0,64	0,69	-7,2	Progresiva recuperación en España y los Mundiales de Fútbol en Alemania.
23-Sept	OHL	Comprar	Comprar	14,20	9,50	49,5	0,7	0,94	-25,5	Mayor visibilidad de sus concesiones y activos inmobiliarios.
23-Sept	Prosegur	Comprar	Comprar	23,50	20,00	17,5	1,26	1,19	5,9	Buen comportamiento bursátil de sus homólogos internacionales y actualización a 2006.
23-Sept	PT Multimedia	Mantener	Mantener	8,34	11,00	-62,1	0,3	0,79	-62,0	Resultados del 2T05.
23-Sept	Sacyr Vallehermoso	Mantener	Mantener	24,50	14,90	64,4	0,92	1,34	-31,3	Mayor visibilidad de sus concesiones y activos inmobiliarios.
23-Sept	Sol Meliá	Comprar	Comprar	13,25	10,35	28,0	0,78	0,80	-2,5	Potencial de revalorización gracias a los datos del 1S05. VNA: +26% suministrado por Richard Ellis.
23-Sept	SOS	Infrapond.	Infrapond.	7,00	6,00	16,7	0,37	1,64	-77,4	Precio objetivo ajustado a últimas adquisiciones y ampliación de capital.
23-Sept	TelePizza	Infrapond.	Infrapond.	1,55	1,35	14,8	0,1	0,1	0,0	Menor endeudamiento gracias al cambio a IFRS.
23-Sept	Uralita	Comprar	Comprar	5,50	4,65	18,3	0,23	0,24	-4,2	Tras la oferta de BPB, revisamos al alza nuestro precio objetivo para ajustarlo a los ratios de la oferta.
23-Sept	Urbis	Infrapond.	Infrapond.	16,70	12,50	33,6	1,46	1,1	32,7	VNA superior.
23-Sept	Vidrala	Infrapond.	Infrapond.	16,50	14,75	11,9	1,22	1,02	19,6	Mejor entorno de precios e integración en la fábrica italiana más rápida de lo previsto.
23-Sept	Viscofán	Comprar	Comprar	12,00	10,00	20,0	0,25	0,19	31,6	Un entorno de precios mucho mejor de lo previsto nos lleva a aumentar nuestras estimaciones de márgenes y, por tanto, el precio objetivo.
22-Sept	Inditex	Comprar	Comprar	31,00	27,85	11,3	1,37	1,32	3,8	Introducimos nuestro precio objetivo para 2006P

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.



CARTERA MODELO IBÉRICA

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

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comportamiento bursátil (%)							En el año
		Actual	31-Dic-04	Absoluto	Rel. a large caps ibéricas	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M		
Sogecable	30-Sep-04	30,26	32,66	-7,3	-19,9	-24,4	8,2	4,6	2,0	-5,0	
BBVA	23-May-05	13,96	13,05	7,0	-5,6	-10,1	4,7	12,7	13,1	8,6	
Ferrovial	16-May-03	68,85	39,32	75,1	62,5	58,0	10,8	34,2	57,8	75,6	
Endesa	22-Abr-05	21,66	17,29	25,3	12,7	8,2	21,7	17,2	25,3	26,4	
Repsol	17-Jul-03	27,96	19,16	45,9	33,3	28,9	17,8	27,7	33,8	42,4	
Inditex	04-Mar-05	24,53	21,70	13,0	0,5	-4,0	15,0	14,3	7,4	14,1	
Lista recom. large caps	–	130,06	100,00	30,1	17,5	13,0	ND	ND	ND	30,1	
Large caps ibéricas	–	112,58	100,00	12,6	0,0	-4,5	ND	ND	ND	12,6	
IBEX35	–	10.631,20	9.080,80	17,1	4,5	0,0	8,1	11,2	15,0	17,9	
PSI20	–	7.967,60	7.571,85	5,2	-7,4	-11,8	4,2	7,9	2,5	5,4	
DJ Stoxx 50	–	3.197,84	2.774,77	15,2	2,7	-1,8	5	7,4	13,1	16,8	

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

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

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comp. bursátil (%)							En el año
		Actual	31-Dic-04	Absoluto	Rel. a small-mid caps ibér.	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M		
Ebro Puleva	30-Dic-04	14,25	10,50	35,7	9,5	18,6	2,8	-4,3	9,4	36,9	
Sol Meliá	16-Feb-05	11,15	7,30	52,7	26,5	35,7	2,7	22,6	24,3	53,3	
Prisa	30-Dec-04	15,64	15,62	0,1	-26,1	-16,9	5,4	-1,2	0,7	0,6	
Enagás	23-May-05	14,84	12,20	21,6	-4,6	4,6	5,8	3,1	28,2	20,8	
Indra	30-Dic-04	17,95	12,57	42,8	16,6	25,7	13,1	13,7	32,4	45,1	
Prosegur	08-Mar-05	20,40	14,48	40,9	14,7	23,8	9,8	16,9	24,5	41,9	
Lista recom. SMC	–	137,99	100,00	38,0	11,8	20,9	ND	ND	ND	38,0	
Small-mid caps ibéricas	–	126,20	100,00	26,2	0,0	9,1	ND	ND	ND	26,2	
IBEX35	–	10.631,20	9.080,80	17,1	-9,1	0,0	8,1	11,2	15,0	17,9	
PSI20	–	7.967,60	7.571,85	5,2	-21,0	-11,8	4,2	7,9	2,5	5,4	
DJ Small 200 Europe	–	156,30	129,16	21,0	-5,2	3,9	4,4	9,2	14,6	21,7	

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

Delegaciones internacionales

Madrid

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

Lisboa

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

Londres

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

Nueva York

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

Bogotá

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

Buenos Aires

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

Caracas

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

Lima

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

México

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

Santiago

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

São Paulo

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

Tokio

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

Clave de recomendaciones

Comprar

Potencial alcista superior al 15%.

Mantener

Potencial alcista del 10%-15%.

Infraponderar

Potencial alcista inferior al 10%.

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

INFORMACIÓN IMPORTANTE:

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

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

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

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

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

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

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

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

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



THE IBERIAN QUANT OBSERVER

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

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

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

CONTENIDO:

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

I. ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

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

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

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

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

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

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



II. MONITOR POR PAÍS Y SECTOR

Múltiplos de valoración

	Cap. bur. (mn €)	PER (x)			TACC (%)		EV/EBITDA (x)			TACC (%)		P/FC (x)			RpD (%)		P/VC (x)	
		05E	06P	07P	BpA	05E	06P	07P	EBITDA	05E	06P	07P	FCpA	06P	07P	06P	07P	
Francia (CAC 40)	828.070	14,7	13,1	12,1	8,4	6,4	5,8	5,3	10,6	7,7	7,0	6,5	7,5	3,1	3,4	2,3	2,0	
Alemania (DAX 30)	509.138	12,9	12,0	10,7	13,8	3,8	3,5	3,2	9,3	5,2	4,8	3,9	0,9	3,4	3,8	1,6	1,4	
Italia (MIB 30)	486.057	16,9	14,9	13,2	8,6	3,9	3,9	3,9	6,2	5,9	5,9	4,4	-1,6	3,9	4,3	2,4	2,1	
Portugal (PSI 20)	50.003	14,2	12,9	12,1	9,3	8,7	8,2	7,7	6,5	6,3	5,8	5,4	6,2	4,1	4,4	2,0	1,8	
España (IBEX35)	470.326	26,3	15,3	13,1	10,7	8,7	7,9	4,7	5,1	7,7	6,9	5,2	-8,8	3,5	4,0	3,2	2,7	
DJ Stoxx 600	7.225.314	16,4	14,0	12,8	10,5	6,9	6,3	5,6	11,2	8,6	8,0	6,9	8,7	3,3	3,6	2,8	2,4	
DJ Stoxx 50	2.942.579	14,4	13,2	12,2	9,8	5,1	4,9	4,1	10,8	7,0	6,6	5,3	3,5	3,5	3,9	2,8	2,5	
DJ Euro Stoxx 50	1.313.614	12,7	11,9	11,3	9,1	4,6	4,4	4,0	7,3	6,0	5,7	4,3	3,2	3,8	4,2	2,1	1,9	
P. Ibérica Bienes de capital	30.671	9,9	11,7	22,9	-24,0	4,6	5,2	11,9	-24,4	6,4	6,7	14,1	-23,8	3,0	1,9	1,6	4,1	
P. Ibérica Construcción	31.972	19,3	17,2	15,2	14,4	10,0	9,0	8,2	11,2	11,6	10,7	9,7	25,3	1,8	2,0	2,8	2,6	
P. Ibérica B. de consumo	35.581	21,1	18,6	25,0	-1,8	9,7	8,7	12,0	-3,4	12,7	11,5	15,2	-2,6	3,0	2,7	4,1	4,8	
P. Ibérica Serv. consumidor	61.786	16,3	19,2	19,8	0,1	10,9	11,5	12,4	3,3	10,4	10,3	11,7	2,8	1,7	1,7	2,9	3,0	
P. Ibérica Financieras	168.291	13,3	12,2	10,7	18,2	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	3,7	4,3	2,2	2,0	
P. Ibérica Petróleo y gas	60.707	14,5	13,0	19,0	4,6	7,3	7,1	9,0	-2,8	9,2	7,9	10,4	-3,6	2,2	1,8	2,5	2,9	
P. Ibérica TMTs	132.280	35,9	27,4	99,9	-21,5	12,7	11,1	54,9	-35,1	15,7	15,3	73,2	-31,9	1,5	0,6	7,7	25,5	
P. Ibérica Utilities	63.182	16,0	16,1	24,7	-10,6	7,5	8,1	11,0	-8,9	8,0	8,9	12,8	-17,5	3,5	2,2	4,3	4,0	
Total P. Ibérica	584.470	16,9	15,9	19,0	3,6	11,9	11,8	17,9	-8,8	14,9	14,6	22,8	-9,8	2,6	2,4	3,0	3,3	

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

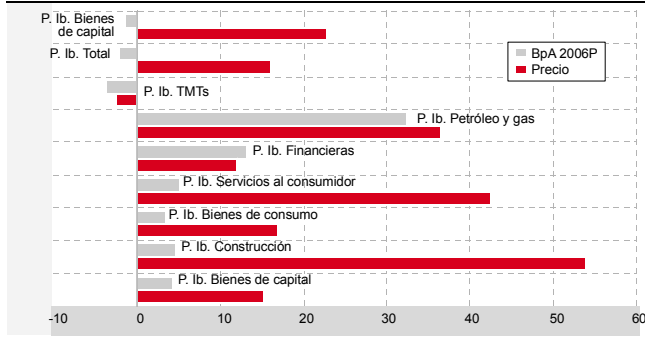
Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

Comportamiento de los mercados (%)

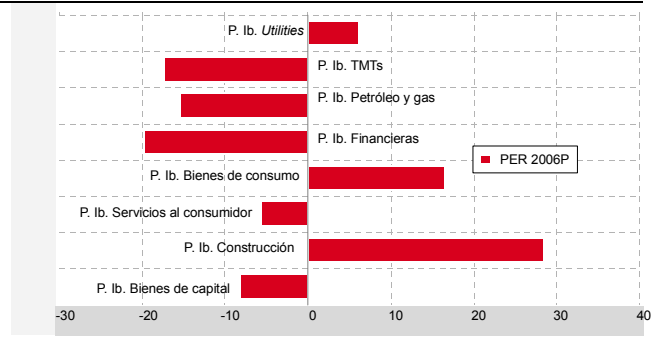
Índice	Cierre 25-Sep	Últimos 12M		En el						En el		Desde 12M	
		Máx.	Mín.	-1S	-1M	-3M	-6M	-12M	Trim.	Año	Máx.	Mín.	
Francia (CAC 40)	4.512	4.527	3.599	0,5	1,5	7,8	12,3	22,2	6,7	18,1	-0,3	25,4	
Alemania (DAX 30)	4.974	5.035	3.839	-0,6	1,8	8,6	15,4	25,5	8,4	16,9	-1,2	29,6	
Italia (MIB 30)	34.621	34.686	27.742	1,0	3,0	5,8	9,2	24,4	7,0	10,9	-0,2	24,8	
Portugal (PSI 20)	7.911	8.107	7.267	0,0	1,9	6,0	1,5	7,9	5,3	4,1	-2,4	8,9	
España (IBEX35)	10.522	10.561	7.912	0,3	3,8	9,3	14,4	30,2	7,5	15,9	-0,4	33,0	
DJ Stoxx 600	294	294	236	0,5	2,3	6,7	12,6	22,6	6,5	17,1	-0,1	24,7	
DJ Stoxx 50	3.216	3.221	2.635	0,5	1,9	6,2	12,4	19,4	5,9	15,9	-0,2	22,1	
DJ Euro Stoxx 50	3.365	3.378	2.714	0,2	1,7	6,5	11,0	21,7	5,8	14,0	-0,4	24,0	
P. Ibérica Bienes de capital	ND	ND	ND	-1,3	3,0	9,2	11,0	26,8	7,5	15,2	-5,6	32,7	
P. Ibérica Construcción	ND	ND	ND	-0,2	7,4	16,1	38,9	78,4	14,6	53,9	-3,4	82,2	
P. Ibérica B. de consumo	ND	ND	ND	2,6	6,3	6,9	10,9	32,4	8,5	16,8	-2,7	36,2	
P. Ibérica Serv. consumidor	ND	ND	ND	1,2	8,7	17,0	34,0	NA	15,6	42,4	-3,9	61,1	
P. Ibérica Financieras	ND	ND	ND	0,1	2,4	6,6	9,2	27,8	7,1	12,0	-2,2	30,1	
P. Ibérica Petróleo y gas	ND	ND	ND	5,0	12,0	22,5	33,1	51,9	21,7	36,6	-2,7	54,5	
P. Ibérica TMTs	ND	ND	ND	-1,0	0,9	0,4	-2,3	10,0	1,0	-2,5	-10,3	14,0	
P. Ibérica Utilities	ND	ND	ND	1,6	11,4	9,8	17,9	33,3	7,8	22,8	-1,7	37,4	
Total P. Ibérica	ND	ND	ND	0,7	5,1	8,5	12,9	NA	8,4	16,2	-4,6	34,1	

Fuente: Bloomberg.

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

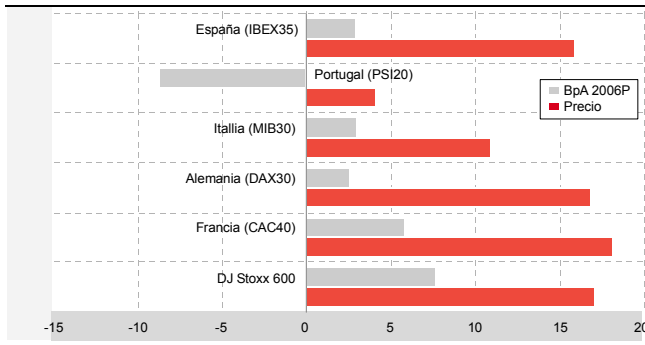


DJ Stoxx 600 – Variación relativa en el PER 2006P por sectores (%)

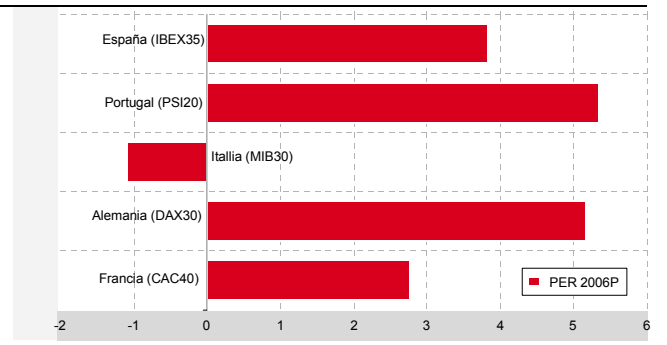


Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

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



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



Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

III. RECOMENDACIONES Y MÚLTIPLOS DE MERCADO

Compañía	País	Moneda	Precio 25/09/05	Cap. burs. (€ mn)	SI Bolsa Recomen	Precio objet.	Potencial alcista (%)	Ponderación (%) IBEX 35	PSI 20	Comport. burs. (%)			PER (x) 04E 05P 06P	TACC BpA 03-06P (%)	EV/EBITDA (x)			TACC EBITDA 03-06P (%)	P/Fc (x)			TACC FcPa 03-06P (%)	RpD (%)			P/Vc (x) 05P 06P	Compañía			
										-1S	Trim.	Año			04E	05P	06P		04E	05P	06P		04E	05P	06P			04E	05P	06P
Acerinox	SP	EUR	11,4	2.958	Infracond.	12,2	7,0	0,7		-2,6	1,2	-3,5	10,7	10,9	9,0	3,2	5,9	6,0	5,1	3,8	6,8	6,9	5,9	-0,4	3,0	3,0	1,4	1,3	Acerinox	
Arcelor	SP	EUR	18,6	11.868	Infracond.	15,2	-18,3	1,7		-2,6	14,9	5,1	5,9	8,4	ND	ND	ND	ND	ND	ND	4,0	4,6	ND	ND	3,2	ND	1,0	ND	Arcelor	
Cementos Portland	SP	EUR	69,0	1.921	Compr.	80,0	15,9			-0,1	6,1	43,8	13,0	10,7	10,8	15,2	6,1	5,1	4,9	10,1	8,2	7,2	7,1	10,9	3,4	3,3	1,8	1,6	Cementos Portland	
Cimpor	POR	EUR	4,6	3.084	Infracond.	U/R	-12,9		3,4	0,0	-1,1	10,6	19,3	16,6	12,9	8,9	9,4	8,7	7,5	4,7	8,7	8,0	7,0	1,4	3,6	4,7	2,8	2,6	Cimpor	
Ence	SP	EUR	24,9	635	Compr.	28,0	12,4			-1,2	11,5	10,6	9,2	8,0	12,0	7,0	4,6	3,9	6,1	12,6	5,3	5,3	6,8	2,7	2,9	3,0	1,0	0,9	Ence	
Garnesa	SP	EUR	13,6	3.314	Infracond.	12,5	-8,2	0,7		0,1	21,5	32,2	15,5	14,5	12,5	6,1	10,5	9,7	8,6	12,6	8,4	7,8	7,0	8,8	2,2	2,6	3,3	2,8	Garnesa	
Tubacex	SP	EUR	3,8	496	Compr.	4,7	0,0			8,4	23,0	98,4	19,2	15,4	22,7	17,6	9,6	8,5	11,1	7,1	11,5	10,4	13,8	7,0	1,9	1,2	2,4	2,1	Tubacex	
Uralita	SP	EUR	4,3	849	Compr.	5,5	En rev.			-2,9	-0,2	15,3	21,2	18,9	15,1	7,6	6,1	5,7	5,0	4,4	7,8	7,2	6,4	-6,4	2,1	2,7	3,5	3,1	Uralita	
Zardoya Otis	SP	EUR	23,3	5.543	Infracond.	20,7	-11,2			-0,3	-4,2	35,7	35,3	35,0	32,0	3,4	23,2	20,8	19,1	9,5	32,4	32,2	30,0	5,3	3,0	3,3	35,3	32,1	Zardoya Otis	
Bienes de capital				30.671				3,1	3,4	-1,3	7,5	15,2	9,9	11,7	22,9	-24,0	4,6	5,2	11,9	-24,4	6,4	6,7	14,1	-23,8	3,0	1,9	1,6	4,1	Bienes de capital	
Acciona	SP	EUR	94,5	6.005	Compr.	105,0	11,1	1,2		-1,5	15,2	45,2	20,8	17,6	15,3	19,0	9,8	8,9	8,5	15,6	11,1	9,6	8,5	22,0	2,8	3,3	2,0	1,9	Acciona	
ACS	SP	EUR	25,2	8.899	Compr.	28,1	11,4	2,2		-3,4	9,0	50,1	15,8	13,8	12,2	17,1	7,7	6,7	5,7	8,2	12,1	11,4	10,6	18,4	1,8	2,0	2,9	2,5	ACS	
FCC	SP	EUR	48,5	6.330	Mantener	En rev.	ND	0,9		-0,5	4,1	36,8	15,3	14,6	13,3	7,1	7,7	7,0	6,1	7,1	9,3	8,8	8,2	5,0	3,6	3,9	2,6	2,4	FCC	
Ferrovial	SP	EUR	68,6	9.622	Compr.	71,2	3,8	1,9		4,1	28,7	74,5	29,1	25,8	22,4	14,1	14,8	13,1	12,0	13,6	15,4	14,1	12,6	-32,1	1,5	1,8	4,1	3,7	Ferrovial	
OHL	SP	EUR	12,5	1.115	Compr.	14,2	14,1			-0,5	15,3	97,6	19,5	17,8	14,9	22,4	6,9	6,8	6,5	15,6	6,5	6,1	5,6	4,1	1,4	1,7	2,6	2,7	OHL	
Construcción				31.972				6,2	0,0	-0,2	14,6	53,9	19,3	17,2	15,2	14,4	10,0	9,0	8,2	11,2	11,6	10,7	9,7	25,3	1,8	2,0	2,8	2,6	Construcción	
Aldeasa	SP	EUR	36,6	768	Infracond.	34,5	-5,7			0,0	0,2	17,6	20,6	19,6	22,8	0,4	9,8	8,7	9,2	3,4	12,7	11,7	12,2	5,6	3,1	3,1	3,4	3,3	Aldeasa	
Altadis	SP	EUR	37,1	9.983	Infracond.	30,7	-17,2	2,4		0,7	7,0	10,0	18,4	16,3	ND	ND	ND	ND	ND	ND	11,9	10,8	ND	ND	3,1	ND	6,7	ND	Altadis	
Barón de Ley	SP	EUR	40,0	309	Infracond.	35,7	-10,8			0,8	5,3	5,3	16,8	17,1	ND	ND	-5,1	8,6	8,1	7,5	4,2	11,0	10,8	10,5	-4,1	0,0	0,0	1,6	1,5	Barón de Ley
Cortefiel	SP	EUR	18,5	1.445	En rev.	ND	ND			0,2	-2,4	58,7	17,4	15,4	ND	ND	ND	ND	ND	NA	10,2	9,1	ND	ND	2,5	ND	3,0	ND	Cortefiel	
Ebro Puleva	SP	EUR	14,3	2.194	Compr.	16,9	18,5			-1,9	-3,0	35,8	15,4	12,6	15,8	4,7	9,2	7,7	8,4	4,7	7,2	7,1	7,9	4,4	2,7	2,9	1,8	1,0	Ebro Puleva	
Faes	SP	EUR	16,0	892	Infracond.	14,1	-12,0			1,6	0,3	32,6	45,1	42,9	41,8	-5,5	27,0	25,5	24,8	0,4	25,0	24,8	24,2	-8,6	1,5	1,5	6,1	5,7	Faes	
Inditex	SP	EUR	24,5	15.278	Compr.	31,0	27,0			5,9	15,2	12,9	21,5	18,5	16,2	13,5	10,6	8,9	7,7	15,6	14,2	12,1	10,6	13,3	3,9	5,2	4,6	4,2	Inditex	
Jeronimo Martins	POR	EUR	11,9	1.500	Infracond.	12,4	4,0	2,2	1,6	0,2	0,6	22,9	14,3	13,9	13,4	4,1	6,8	6,7	6,3	4,4	7,3	6,9	6,5	6,5	3,5	3,7	3,1	2,8	Jeronimo Martins	
SOS	SP	EUR	10,7	1.464	Infracond.	7,0	-34,3			-0,5	1,0	40,0	31,0	28,7	22,3	22,1	14,9	12,8	11,0	20,5	16,9	16,6	14,1	14,2	0,9	0,9	2,6	2,4	SOS	
Viscofán	SP	EUR	9,2	446	Compr.	12,0	30,2			-1,4	16,7	23,8	48,2	37,2	29,8	12,2	8,7	7,3	6,3	15,3	16,4	15,6	13,8	11,0	1,5	1,7	1,6	1,5	Viscofán	
Zelitia	SP	EUR	6,2	1.303	Infracond.	5,0	-18,8			-0,2	10,0	19,6	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	0,0	0,0	4,3	3,6	Zelitia	
Bienes consumo				35.581				4,7	1,6	2,6	8,5	16,8	21,1	18,6	25,0	-1,8	9,7	8,7	12,0	-3,4	12,7	11,5	15,2	-2,6	3,0	2,7	4,1	4,8	Bienes consumo	
NH Hoteles	SP	EUR	13,4	1.598	Compr.	14,3	6,6			-3,8	17,8	37,0	37,2	21,0	17,1	30,2	13,5	10,8	9,8	8,9	13,2	10,8	10,0	15,6	2,4	2,9	2,3	2,1	NH Hoteles	
Sol Meliá	SP	EUR	11,1	2.053	Compr.	13,3	19,3			-1,2	16,0	52,2	20,7	14,3	11,0	64,8	10,0	8,3	7,0	14,8	9,8	8,1	6,9	31,4	1,1	1,3	2,4	2,0	Sol Meliá	
TelePizza	SP	EUR	1,8	409	Infracond.	1,6	-15,3			1,7	10,2	22,0	19,9	19,1	19,8	0,9	7,1	6,4	5,8	2,5	10,8	10,5	11,0	-3,0	2,6	2,9	2,7	3,1	TelePizza	
Amadeus	SP	EUR	7,4	4.360	Infracond.	7,4	-0,1			-0,1	1,8	-2,8	21,6	18,3	ND	ND	ND	ND	ND	ND	10,1	9,4	ND	ND	1,6	ND	3,5	ND	Amadeus	
Iberia	SP	EUR	2,1	1.980	Infracond.	2,0	-4,8	0,5		-2,3	0,2	-6,9	3,0	29,2	13,7	-10,4	4,2	15,6	11,1	-1,0	3,0	7,7	5,9	-5,4	2,4	2,4	1,0	1,0	Iberia	
Logista	SP	EUR	40,6	1.855	Compr.	47,0	15,8			-2,2	-3,6	-1,8	19,2	18,4	15,2	10,9	8,6	7,6	6,8	17,0	11,1	10,0	9,3	8,8	3,0	3,3	3,4	3,0	Logista	
Abertis	SP	EUR	24,2	13.898	Infracond.	17,5	-27,7	3,2		3,9	20,6	56,9	ND	ND	ND	ND	13,2	12,6	12,0	6,2	ND	ND	ND	ND	2,6	2,7	ND	ND	Abertis	
Brisa	POR	EUR	7,1	4.269	En rev.	En rev.	ND	0,8	8,4	-0,1	9,9	5,6	U/R	U/R	U/R	U/R	U/R	U/R	U/R	U/R	U/R	U/R	U/R	U/R	U/R	U/R	U/R	U/R	Brisa	
Cintra	SP	EUR	11,4	5.574	Compr.	14,3	13,3			-0,1	16,9	40,5	33,8	ND	ND	ND	ND	ND	ND	U/R	U/R	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	Cintra	
Inm. Colonial	SP	EUR	50,9	2.848	Compr.	54,2	6,6			5,6	15,6	71,8	11,1	18,3	16,8	12,6	10,4	13,0	12,2	14,9	7,7	11,2	10,5	-7,6	2,3	2,5	2,1	1,8	Inm. Colonial	
Inm. Urbis	SP	EUR	18,0	2.290	Infracond.	16,7	-7,0			5,6	15,6	68,1	14,2	12,3	11,0	25,0	12,3	11,3	10,5	24,3	20,3	11,5	10,3	-7,8	2,3	2,7	2,6	2,3	Inm. Urbis	
Metrovacesa	SP	EUR	62,0	6.311	Infracond.	55,0	-11,3	1,5		-1,6	27,3	108,2	18,0	15,5	16,1	9,3	20,9	15,6	15,8	37,3	12,9	11,5	11,8	12,5	1,3	1,7	2,9	2,6	Metrovacesa	
Sacyr Vallehermoso	SP	EUR	22,8	6.269	Mantener	24,5	7,3	1,2		-1,0	17,2	93,9	20,4	24,9	20,8	-1,8	16,0	14,4	13,2	14,5	10,1	11,0	9,9	60,4	1,0	1,2	3,2	2,8	Sacyr Vallehermoso	
Abengoa	SP	EUR	14,4	1.303	Compr.	16,0	11,1			-0,3	50,0	98,1	21,5	14,5	14,2	7,2	8,9	6,8	6,4	1,5	9,5	7,6	7,3	4,1	1,0	1,0	2,6	2,3	Abengoa	
Aguas Barcelona	SP	EUR	19,3	2.825	Mantener	20,5	6,4			1,4	8,1	25,3	15,6	14,2	13,1															

IV. MONITOR DE LA TENDENCIA

Comportamiento bursátil 1M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Abengoa	22,3	Logista	-2,0
Endesa	19,5	Telecinco	-2,7
Repsol YPF	17,2	Jazztel	-3,0
Tubacex	17,2	Sos Cuétara	-3,1
Metrovacesa	16,5	Portugal Telecom	-3,4
Abertis	15,2	PT Multimédia	-3,5
Viscofán	13,8	Uralita	-3,6
Gamesa	12,7	Antena 3	-5,2
Inditex	11,4	Iberia	-5,8
Inm. Colonial	11,0	Acerinox	-6,0

Comportamiento bursátil 3M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Abengoa	53,7	Prisa	-3,5
Ferrovial	53,7	Faes	-3,7
Repsol YPF	30,7	Telecinco	-3,7
Abertis	29,6	Iberia	-3,9
Tubacex	27,4	Portugal Telecom	-4,5
B. Pastor	26,3	Logista	-5,6
NH Hoteles	23,2	Ebro Puleva	-5,9
Sol Meliá	21,5	PT Multimédia	-7,8
Gamesa	21,3	Antena 3	-8,5
Inm. Urbis	20,4	Jazztel	-18,3

Comportamiento desde máximo 12M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Altadis	-0,2	Telefónica Móviles	-9,7
Endesa	-0,3	Faes	-10,4
Iberdrola	-0,4	Sogecable	-10,4
Grupo Santander	-0,4	Antena 3	-13,3
Indra	-0,4	Zeltia	-14,2
Inditex	-0,6	Iberia	-14,6
Sonae SGPS	-0,7	Acerinox	-17,7
BPI	-0,8	PT Multimédia	-21,3
Tubacex	-1,3	Portugal Telecom	-22,3
Inm. Urbis	-1,3	Jazztel	-41,3

Comportamiento desde mínimo 12M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Jazztel	250,0	Telefónica	14,2
Tubacex	125,9	Telefónica Móviles	14,1
Metrovacesa	119,0	Cimpor	27,4
OHL	111,7	EDP	12,7
Sacyr Vallehermoso	110,1	Prisa	10,0
Abengoa	108,4	Sogecable	9,9
Cortefiel	104,5	PT Multimédia	7,0
Ferrovial	98,3	Acerinox	6,7
Inm. Urbis	95,5	BES	4,9
Inm. Colonial	95,5	Portugal Telecom	1,5

Recomendaciones consenso 3M*			
10 más altos		10 más bajos	
B. Valencia	2,8	Telefónica	1,5
OHL	2,8	BPI	1,5
Faes	2,8	PT Multimédia	1,5
B. Guipuzcoano	2,8	Ferrovial	1,4
Sos Cuétara	2,8	Inditex	1,4
Jazztel	2,7	Brisa	1,4
Metrovacesa	2,7	Grupo Santander	1,3
Barón de Ley	2,6	B. Pastor	1,3
Abertis	2,6	Arcelor	1,3
Acciona	2,5	Sonae SGPS	1,3

Recomendaciones positivas-negativas 3M (x)			
10 más altos		10 más bajos	
BBVA	18,0	Barón de Ley	0,0
Telefónica	17,0	Cortefiel	0,0
Endesa	12,0	Abertis	0,0
Grupo Santander	10,5	Sos Cuétara	0,0
Brisa	9,0	OHL	0,0
Arcelor	8,0	Aldeasa	0,0
Inditex	7,5	Faes	0,0
Repsol YPF	7,0	B. Valencia	0,0
BPI	5,0	B. Guipuzcoano	0,0
Sogecable	3,0	Jazztel	0,0

Consenso/Santander Inv. Bolsa BpA 2005E (%)			
10 más altos		10 más bajos	
OHL	29,6	Telefónica Mów.	-15,8
Uralita	23,4	Abengoa	-18,7
Sonae SGPS	20,0	Portugal Telecom	-18,8
Cimpor	19,2	Inm. Urbis	-19,5
Amadeus	18,3	NH Hoteles	-21,1
Arcelor	16,7	Aguas Barcelona	-21,1
Altadis	14,2	Jazztel	-23,3
Barón de Ley	13,5	Cementos Portl.	-25,2
Ferrovial	11,2	Sol Meliá	-37,2
BPI	9,2	Gas Natural	-37,6

Acciones más recomendadas (% de compra)			
10 más altos		10 más bajos	
Arcelor	88,9	Barón de Ley	0,0
Grupo Santander	87,5	Cortefiel	0,0
B. Pastor	87,5	Abertis	0,0
Sonae SGPS	75,0	Sos Cuétara	0,0
Sogecable	75,0	OHL	0,0
Brisa	75,0	Aldeasa	0,0
Inditex	68,2	Faes	0,0
Tubacex	66,7	B. Valencia	0,0
BBVA	64,3	B. Guipuzcoano	0,0
Ferrovial	63,2	Jazztel	0,0

(*) 1=Comprar, 2=Mantener, 3=Infraponderar,
Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa,



V. MONITOR DEL VALOR

PER 2006P (x)			
10 más altos		10 más bajos	
Iberia	29,2	B. Popular	11,8
Sos Cuétara	28,7	Corp. Mapfre	11,7
PT Multimédia	26,3	Acerinox	10,9
Ferrovial	25,8	BBVA	10,8
Sacyr Valleherm.	24,9	Cementos Portland	10,7
B. Valencia	24,6	Repsol YPF	10,4
Indra	23,2	Portugal Telecom	9,9
NH Hoteles	21,0	Gas Natural	8,7
B. Guipuzcoano	20,6	Arcelor	8,4
Aldeasa	19,6	Ence	8,0

RpD 2006P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
BBVA	4,9	Sol Meliá	1,1
Iberdrola	4,5	Sacyr Valleherm.	1,0
B. Popular	4,5	Abengoa	1,0
Telefónica	4,5	Sos Cuétara	0,9
Inditex	3,9	B. Valencia	0,9
Endesa	3,9	Prisa	0,7
B. Sabadell	3,7	Jazztel	0,0
Cimpor	3,6	Zeltia	0,0
Gas Natural	3,6	Barón de Ley	0,0
Unión Fenosa	3,6	Sogecable	0,0

P/FC 2006P (x)			
10 más altos		10 más bajos	
Sos Cuétara	16,6	Jerónimo Martins	6,9
Viscofán	15,6	Acerinox	6,9
TPI	14,8	Repsol YPF	6,1
Telecinco	14,4	Gas Natural	6,1
Ferrovial	14,1	OHL	6,1
Antena 3	13,4	Telefónica	5,6
Prisa	12,8	Ence	5,3
Sogecable	12,7	Sonae SGPS	4,9
PT Multimédia	12,3	Arcelor	4,6
Inditex	12,1	Portugal Telecom	4,1

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

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

Revisiones del BpA 2006P en el año (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Zeltia	853,2	TelePizza	-17,2
Tubacex	32,3	PT Multimédia	-17,9
Repsol YPF	31,7	NH Hoteles	-18,1
Inm. Colonial	28,5	Iberia	-25,3
Telecinco	26,7	Portugal Telecom	-25,9
Cortefiel	25,4	Sogecable	-27,5
Ebro Puleva	25,2	Viscofán	-28,8
Sol Meliá	22,3	Cimpor	-32,6
Jerónimo Martins	21,7	Faes	-35,1
Metrovacesa	21,4	Jazztel	-44,9

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

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

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

VI. MONITOR DEL CRECIMIENTO

TACC BpA 2004-07P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Antena 3	25,1	TelePizza	0,9
Inm. Urbis	25,0	Aldeasa	0,4
OHL	22,4	Barón de Ley	-5,1
Sos Cuétara	22,1	Faes	-5,5
B. Sabadell	20,3	Abengoa	-7,2
B. Popular	19,7	Iberia	-10,4
B. Pastor	19,5	Sonae SGPS	-12,3
Acciona	19,0	PT Multimédia	-21,8
Unión Fenosa	18,7	Jazztel	-23,7
BBVA	18,1	Sogecable	-211,0

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

TACC EBITDA 2004-07P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Sos Cuétara	20,5	Uralita	4,4
Antena 3	19,6	Barón de Ley	4,2
Logista	17,0	Acerinox	3,8
OHL	15,6	Aldeasa	3,4
Acciona	15,6	Sonae SGPS	3,0
Inditex	15,6	TelePizza	2,5
Viscofán	15,3	Repsol YPF	2,1
Prosegur	15,2	Abengoa	1,5
Enagás	15,0	Faes	0,4
Inm. Colonial	14,9	Iberia	-1,0

TACC ingresos 2004-07P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Grupo Santander	21,1	Prisa	4,0
Inditex	18,0	Faes	4,0
Logista	17,9	Enagás	3,5
Gamesa	17,7	Barón de Ley	3,4
Bankinter	14,3	Iberia	2,8
B. Pastor	12,9	TelePizza	1,0
Corp. Mapfre	11,6	Repsol YPF	0,9
Banesto	11,6	Endesa	-0,3
Indra	11,2	PT Multimédia	-0,4
B. Popular	10,9	Uralita	-4,5

Margen neto 2006P (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Telecinco	31,3	Arcelor	4,2
B. Valencia	30,5	Sos Cuétara	4,0
B. Sabadell	29,7	Abengoa	3,9
Grupo Santander	28,2	Corp. Mapfre	3,4
B. Guipuzcoano	27,8	Jerónimo Martins	2,7
Bankinter	27,7	Sonae SGPS	2,5
BPI	25,1	OHL	2,3
B. Pastor	24,6	Iberia	1,3
Antena 3	23,0	Zeltia	-11,5
Barón de Ley	21,7	Jazztel	-24,2

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

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

Potencial hasta el precio objetivo de SI Bolsa (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Uralita	37,2	CF Alba	-13,8
Viscofán	30,2	TelePizza	-15,3
BES	21,5	Corp. Mapfre	-16,4
Sol Meliá	19,3	Altadis	-17,2
Ebro Puleva	18,5	Arcelor	-18,3
Sonae SGPS	17,0	Zeltia	-18,8
Prosegur	16,6	B. Guipuzcoano	-20,6
Cementos Portl.	15,9	Unión Fenosa	-20,9
Logista	15,8	Jazztel	-23,5
BBVA	14,7	Abertis	-27,7

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

Delegaciones internacionales

Madrid

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

Lisboa

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

Londres

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

Nueva York

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

Bogotá

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

Buenos Aires

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

Caracas

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

Lima

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

México

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

Santiago

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

São Paulo

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

Tokio

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

Clave de recomendaciones

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

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

INFORMACIÓN IMPORTANTE:

Santander Investment Bolsa espera recibir ingresos de las siguientes compañías en los próximos tres meses por servicios de banca de inversión: Ence, ACS FCC, Ferrovial, Ebro Puleva, Sos Cuétara, Zeltia, NH Hoteles, Sacyr-Vallehermoso, Grupo Santander, Corporación Mapfre, Portugal Telecom, Sogecable, Antena 3, Recoletos, Telecinco e Iberdrola.

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

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

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

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

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

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

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

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

