

THE IBERIAN STRATEGY OBSERVER

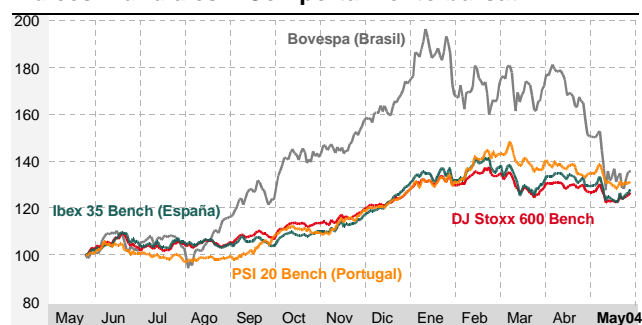
Jesús Gómez
(34) 91-701-9316
jgomez.madrid@sinvest.es

Manuel Preto
(351) 21-389-3623
manuel.preto@bsnp.pt

Antonio Espasa
(34) 91-701-9319
aespa.madrid@sinvest.es

Cristina Bergón
(34) 91-701-9309
Cbergon.madrid@sinvest.es

Índices mundiales – Comportamiento bursátil



Fuente: JCF.

Comportamiento de los activos

	Cierre 27-May	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	237,7	1,3	-2,3	0,5	3,7
S&P 500	1.121,3	2,9	-0,1	-0,4	0,8
Bono a 10 a. zona euro	4,33	-1,0	2,1	9,2	-0,2
Bono a 10 años EEUU	4,60	-3,0	2,6	20,3	8,6
Tipo inter. 3M zona euro	2,09	-0,2	1,2	6,6	-1,7
Tipo interés 3M EEUU	1,06	4,0	8,4	13,0	15,6
Euro-dólar	1,23	2,2	3,7	-0,1	-2,3
Barril de Brent (US\$)	37,1	-3,0	4,4	12,7	19,7
CRB (US\$)	344,2	1,5	6,8	2,1	-1,2

Fuentes: Bloomberg.

Universo de cobertura SCH – Valoración

	PER		EV/EBITDA		TACC 3 a		RpD P/Vc	
	04P	05P	04P	05P	BpA	EBITDA	04P	05P
CAC40	15,1	13,2	7,6	7,0	16,0	4,5	2,5	2,5
DAX30	14,6	12,3	6,3	5,6	32,2	4,8	2,6	2,1
MIB30	15,7	14,6	6,2	5,8	22,4	6,1	4,5	2,6
PSI20	15,7	13,4	7,9	7,2	20,9	7,8	3,1	2,1
IBEX35	15,3	14,6	7,8	6,9	18,7	6,8	3,2	3,1
DJ Stoxx 600	14,7	13,4	6,3	6,2	15,0	7,1	3,1	2,9
DJ Stoxx 50	14,3	13,0	8,0	7,3	15,5	4,7	3,3	2,7
DJ Euro Stoxx 50	13,8	12,3	6,5	6,0	21,3	4,4	3,3	2,4
P. Ib. B. capital	11,9	9,8	6,0	5,3	51,1	12,6	3,2	1,6
P. Ib. Construcc.	14,6	13,0	8,5	7,7	5,6	13,8	2,1	1,9
P. Ib. B. cons.	17,5	14,7	8,0	7,0	25,3	12,0	1,8	3,6
P. Ib. Serv. cons.	18,4	17,4	11,2	10,7	7,3	7,6	1,5	2,6
P. Ib. Finan.	13,9	11,9	n.d.	n.d.	17,2	n.d.	3,1	2,0
P. Ib. Petr. y gas	11,9	11,6	5,9	5,6	-3,1	5,2	3,3	1,7
P. Ib. TMTs	23,1	19,0	7,3	6,6	-184	8,5	2,6	3,8
P. Ib. Utilities	12,4	11,1	7,9	7,3	9,8	5,7	4,5	1,6

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.

Puntos destacados

- Portugal y España han conseguido converger de forma progresiva en el frente económico y político.
- Sin embargo, el inesperado cambio de Gobierno en España podría afectar esta relación.
- El cambio de *statu quo* podría repercutir en el mercado bursátil portugués.

Puntos de interés

- Recomendamos sustituir **Iberia** por **Amadeus** y **Aldasa** para apostar por la recuperación del tráfico aéreo (beneficiado por la guerra de precios) sin exposición a unos precios del petróleo disparados.
- Salir de **REE** y entrar en **Enagás**, dado el potencial de mejora de sus beneficios en 2005P.
- Revisamos al alza nuestro precio objetivo de **Repsol YPF** tras subir nuestras estimaciones del precio del petróleo para el futuro.

Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 27-May	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	3.679,4	1,9	-2,7	1,5	3,4
DAX30	3.913,3	1,9	-5,3	1,5	-1,3
MIB30	27.565	-0,2	-3,8	0,9	3,2
PSI20	7.268,7	0,0	-2,8	-3,6	7,7
IBEX35	7.965,4	1,9	-4,7	-0,7	2,9
DJ Stoxx 600	237,7	1,3	-3,7	0,5	3,7
DJ Stoxx 50	2.688,9	0,8	-3,8	1,0	1,1
DJ Euro Stoxx 50	2.752,0	1,6	-4,6	-1,3	-0,3
P. Ib. B. capital	n.d.	2,8	-1,5	0,6	8,7
P. Ib. Construcción	n.d.	2,2	-2,5	0,4	7,2
P. Ib. B. consumo	n.d.	2,2	2,8	1,4	12,4
P. Ib. Serv. consumo	n.d.	0,6	-3,0	-1,0	9,5
P. Ib. Financieras	n.d.	1,8	-2,9	-0,6	-1,6
P. Ib. Petróleo y gas	n.d.	2,0	-3,0	0,7	8,0
P. Ib. TMTs	n.d.	1,3	-6,0	-2,8	4,1
P. Ib. Utilities	n.d.	0,6	-2,0	-1,0	3,5

Fuente: Bloomberg.

RESUMEN DE ESTRATEGIA SECTORIAL

Península Ibérica – Resumen de estrategia sectorial

Sector	Pond. en el índice	Posición SCH		Comentarios	Valores preferidos
		Táctica	Estratég.		
Bancos	28,1%	↓	↔	Los riesgos en Latinoamérica se han dejado aparcados de momento. Sin embargo, las valoraciones ajustadas de los bancos españoles reducen su potencial alcista. Encontramos mayor potencial entre los bancos portugueses —debido a la esperada recuperación económica y a las revisiones al alza de los beneficios en Portugal— y los bancos españoles domésticos. En el caso de una recuperación bursátil sostenida, los valores de beta alta superarían al mercado.	BPI, B. Popular
Bienes de capital	5,2%	↑	↑	El ciclo de inversión está tocando fondo, aunque son pocas las señales de una recuperación sólida de la inversión. Unos costes unitarios mucho más bajos han contrarrestado el limitado poder de fijación de precios y la debilidad de la demanda gracias a una nueva capacidad y una reestructuración más eficientes. Preferimos los valores con exposición al resistente sector servicios.	Arcelor, Gamesa, ENCE
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	6,0%	↑	↑	El atractivo sector vinícola (bodegas) es una buena oportunidad para apostar por un entorno de inflación superior a la media y una fuerte exposición a una demanda doméstica fuerte. Sin embargo, el perfil de los valores cíclicos retrasados de algunos segmentos (distribución no alimentaria) podría defraudar en 2003E. El tabaco parece un sector refugio.	Barón de Ley
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	9,2%	↑	↑	La estabilización de los (elevados) precios del petróleo, junto con la mejora de la situación en Latinoamérica, constituye un motivo concluyente para ser optimistas respecto al sector ibérico del petróleo. En el sector del gas, los posibles movimientos corporativos podrían añadir cierta presión vendedora a los valores.	Repsol YPF
Servicios	7,5%	↓	↓	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. Algunos segmentos del sector servicios ofrecen crecimiento a largo plazo (seguridad).	Brisa
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. Aunque prevemos una recuperación tardía en el ciclo de la tecnología, el bajo desarrollo del Sur de Europa debería de dar cierto respiro.	TEM, Indra
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, el tema clave en 2004P muy probablemente será la incertidumbre que rodea a la implantación y los efectos del nuevo Programa del Comercio de Derechos de Emisiones de Gases de la UE. Es difícil que se produzca actividad corporativa en el sector y muy poco probable que ésta sea un factor determinante.	Endesa, Unión Fenosa

Fuentes: estimaciones Santander Central Hispano Bolsa.

THE IBERIAN MACRO OBSERVER

Avance de la economía española en el 1T04

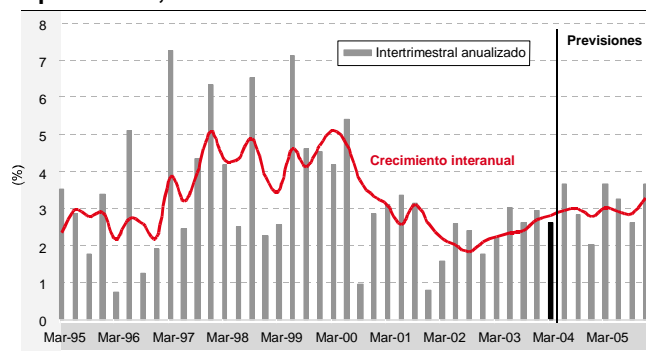
Jesús Gómez
(34) 91-701-9316
jegomez.madrid@sinvest.es

Nuria Cerdá
(34) 91-701-9283
ncerda.madrid@sinvest.es

Cristina Bergón
(34) 91-701-9309
Cbergon.Madrid@sinvest.es

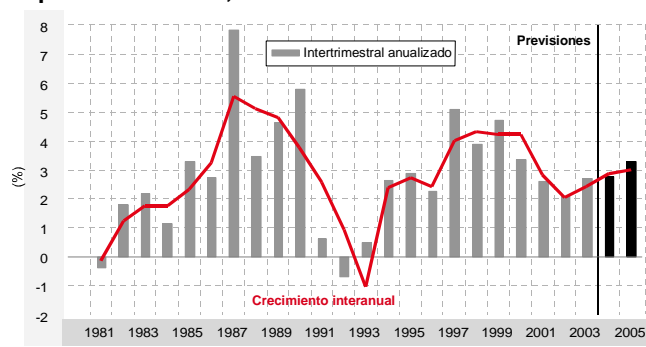
Antonio Espasa
(34) 91-701-9319
aespasa.madrid@sinvest.es

España – PIB, 1995-2005P



Fuentes: Datastream y estimaciones y previsiones SCH Bolsa.

España – PIB anual, 1981-2005P



Fuentes: Datastream y estimaciones y previsiones SCH Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) El ISM manufacturero podría caer en mayo. La productividad no agrícola del 1T04 se revisa ligeramente al alza.
- (2) Los pedidos de fábrica podrían registrar datos negativos.
- (4) El ISM no manufacturero retrocede en mayo.

En la zona euro:

- (1) El PIB de la zona euro acelera su crecimiento en el 1T04.
- (2) El BCE deja los tipos de interés sin cambios.
- (3) El comercio al por menor de la zona euro debería subir en abril. Los pedidos de fábrica alemanes habrían de registrar datos fuertes en abril.
- (5) El PMI manufacturero de la zona euro sin cambios en mayo. El PMI servicios de la zona euro debería mejorar ligeramente en mayo.
- (6) El PMI servicios de la zona euro debería mejorar ligeramente en mayo.

- En las dos últimas semanas, el Gobierno español ha perfilado algunos puntos principales de su política económica. Resulta especialmente interesante que los cambios en el IRPF y en el impuesto sobre sociedades no vayan a ser los prometidos, tal como ha anunciado el ministro de Economía y Hacienda, Pedro Solbes.
- Los datos publicados en EEUU la semana pasada siguen apuntando a un crecimiento sólido a corto plazo, y no tanto en el 2S04E. La confianza del consumidor mejoró ligeramente, los pedidos de bienes duraderos retrocedieron significativamente en abril, el mercado inmobiliario inicia su desaceleración, el crecimiento del PIB se revisaba al alza en el 1T04 y las solicitudes de subsidio de desempleo semanales se mantienen por debajo de los 350.000.
- En la zona euro, lo más destacado de la semana fue el retroceso de los indicadores de confianza empresarial en las principales economías. El desglose del PIB alemán confirmaba que el crecimiento del 1T04 procedía en su totalidad del sector exterior, con un comportamiento plano de la demanda interna.

- Los datos del PIB español del 1T04 se mantienen fuertes e insisten en la idea de que el crecimiento en España se acelera. No vemos grandes riesgos para la economía española a corto plazo. En nuestra opinión, el mayor peligro sería una subida importante de los tipos de interés en la zona euro, dada la exposición de las familias españolas a hipotecas a tipo variable.

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión	Real
MARTES	8:00	Alemania	PIB desest./no desest. (t/a)	1T 2	0,3/0,2	0,4/1,5	0,4/1,5
25-May	8:45	Francia	IPC (m/a)	Abr F	0,4/1,7	0,3/2,1	0,3/2,1
	8:50	Francia	Gasto del consumidor (m/a)	Abr	-1,4/1,8	0,5/2,4	1,5/3,8
	9:00	España	IPRI (m/a)	Abr	0,7/0,8	-/2,4	0,8/2,6
	9:30	Italia	Balanza comercial (no UE)	Abr	1.365 mn R	350 mn	372 mn
	10:00	Alemania	IFO Condiciones actuales	May	94,9	94,9	94,4
	10:00	Alemania	IFO Informe industrial	May	96,3	96,1	96,1
	10:00	Alemania	IFO Expectativas	May	97,8	97,2	97,8
	12:00	Alemania	IPC (m/a)	May P	0,3/1,6	0,2/2,0	0,3/2,1
	16:00	EEUU	Confianza del consumidor	May	93,0 R	94,0	93,2
	16:00	EEUU	Ventas de casas de segunda mano	Abr	6,48 mn	6,46 mn	6,64 mn
MIÉRCOLES	9:00	España	PIB (desest. constante) (t/a)	1T	0,7/2,7	0,6/2,8	0,6/2,8
26-May	9:30	Italia	Confianza empresarial	May	96,2 R	95,8	94,2
	10:30	Zona euro	Saldo balanza por cta. corriente desest./no desest.	Mar	5.400/5.800 mn	-/8.300 mn	5.100/12.400 mn
	11:00	Zona euro	Nuevos pedidos industriales (m/a)	Mar	0,6 R/2,6 R	0,5/5,5	1,5/12,1
	13:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	May 23	-11	-	-16
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	May 21	-11,9	-	-3,3
	14:30	EEUU	Pedidos de bienes duraderos	Abr	5,7 R	-0,5	-2,9
	14:30	EEUU	Excluyendo transporte	Abr	6,3 R	-1,5	-2,1
	16:00	EEUU	Ventas de casas nuevas	Abr	1,22 mn	1,23 mn	1,09 mn
JUEVES	8:45	Francia	Confianza empresarial	May	105,0 R	104,5	104,0
27-May	8:45	Francia	Perspectivas de producción	May	-9,0	-6,0	-5,0
	14:30	EEUU	PIB	1T P	4,2	4,6	4,4
	14:30	EEUU	PIB Deflactor de los precios	1T P	2,5	2,5	2,6
	14:30	EEUU	Consumo personal	1T P	3,8	3,9	3,9
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	May 22	347.000 R	335.000	344.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	May 15	2,92 mn R	2,92 mn	2,94 mn
	16:00	EEUU	Índice de oferta de empleo	Abr	39	41	38
VIERNES	8:00	Alemania	Índice de precios de importación (m/a)	Abr	1,2/-1,6	0,6/0,5	-
28-May	10:00	Zona euro	M3 media 3 meses desest.	Mar	6,4	6,0	-
	10:00	Zona euro	M3 desest. (a)	Abr	6,3	5,6	-
	11:00	Zona euro	Confianza industrial	May	-5,0	-5,0	-
	11:00	Zona euro	Confianza empresarial	May	-14,0	-14,0	-
	11:00	Zona euro	Clima empresarial	May	0,38	0,42	-
	11:00	Zona euro	Confianza económica	May	96,6	96,7	-
	11:00	Zona euro	Estimación del IPC (a)	May	2,3	-	-
	14:30	EEUU	Ingresos personales	Abr	0,4	0,5	-
	14:30	EEUU	Gastos personales	Abr	0,4	0,2	-
	15:50	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	May F	94,2	95,0	-
	16:00	EEUU	PMI de Chicago	May	63,9	62,3	-

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión
LUNES	9:00	España	Ventas al por menor (m/a)	Abr	9,7/7,1	-
31-May	9:30	Italia	IPRI (m/a)	Abr	0,8/0,6	0,4/1,6
MARTES	10:00	Zona euro	PMI Manufacturas	May	54,0	54,0
1-Jun	11:00	Zona euro	PIB (t/a)	1T	0,4/0,6	0,6/1,3
	16:00	EEUU	Gasto en construcción (m)	Abr	1,5	0,5
	16:00	EEUU	ISM Manufacturas	May	62,4	61,3
	16:00	EEUU	ISM Precios pagados	May	88,0	86,9
MIÉRCOLES	08:00	Alemania	Ventas al por menor (m/a)	Abr	-0,5/1,2	0,5/-2,0
2-Jun	11:00	Zona euro	IPRI (m/a)	Abr	0,6/0,4	0,4/1,3
	11:00	Zona euro	Tasa de desempleo	Abr	8,8	8,8
	0:30	EEUU	ABC Confianza del consumidor	May 30	-16	-
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	May 28	-3,3	-
		EEUU	Ventas totales de vehículos	May	16,4 mn	16,7 mn
		EEUU	Ventas de vehículos nacionales	May	13,1 mn	13,3 mn
JUEVES	10:00	Zona euro	PMI Servicios	May	54,5	54,6
3-Jun	13:45	Zona euro	EI BCE anuncia tipos de interés	Jun	2,00	2,00
	14:30	EEUU	Productividad no agrícola	1T F	3,5	3,6
	14:30	EEUU	Costes laborales unitarios	1T F	0,5	0,4
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	May 29	344.000	336.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	May 22	2,94 mn	-
	16:00	EEUU	Pedidos de fábrica	Abr	4,3	-1,0
	16:00	EEUU	ISM No manufacturas	May	68,4	66,0
VIERNES	9:00	España	Producción industrial no desest./ajust. (a)	Abr	8,0/4,0	-
4-Jun	11:00	Zona euro	Comercio al por menor (m/a)	Abr	-0,2/0,9	0,5/-0,1
	11:00	Alemania	Pedidos de fábrica (BBK) (m/a)	Abr P	-0,3/5,7	0,9/5,5
	14:30	EEUU	Tasa de desempleo	May	5,6	5,6
	14:30	EEUU	Salario medio por hora (m/a)	May	0,3/2,2	0,2/5,5
	14:30	EEUU	Var. en empleos no agrícolas	May	288.000	225.000
	14:30	EEUU	Var. en empleos de manufacturas	May	21.000	25.000
	14:30	EEUU	Jornada media semanal (horas)	May	33,7	33,8

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

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



RINCÓN DEL ESTRATEGA (POR MANUEL PRETO, DIRECTOR DE ANÁLISIS DE PORTUGAL)

¿AFECTARÁ A PORTUGAL EL CAMBIO DE GOBIERNO DE ESPAÑA?

Implicaciones para Portugal del cambio de Gobierno en España

Hace casi tres meses que, contra todo pronóstico, el PSOE daba un vuelco en las urnas y conseguía que José Luis Rodríguez Zapatero se convirtiera en Presidente del Gobierno español. Dada la estrecha relación entre los Gobiernos de España y Portugal en los últimos dos años, queremos incluir en este informe una revisión de la situación postelectoral para tratar de valorar si hay razones para esperar un impacto material en el mercado de renta variable portugués motivado por el cambio de Ejecutivo en España.

¿Por qué es importante la relación entre ambos países?

La relación se estrecha tras la entrada de ambos en la CEE

En las últimas dos décadas, la cercanía geográfica entre Portugal y España ha derivado en una mayor proximidad económica. La entrada de ambos países en la CEE en 1986 fue un momento decisivo en sus relaciones económicas. En los últimos años, el flujo de capital entre los dos países se ha incrementado notablemente, con el avance de la actividad entre ambos. En estos momentos, España es el principal socio comercial de Portugal en términos de negocios, y el número de acuerdos transfronterizos entre ambos países se ha multiplicado.

Nuevas oportunidades para los dos países

Por un lado, España representa una gran oportunidad para las compañías portuguesas de tamaño medio en busca de nuevos mercados, ya que España es cuatro veces Portugal. Por otro, Portugal, con sus 10 millones de consumidores y su proximidad geográfica, es muy atractivo para la expansión de las compañías españolas —que pueden ver el país vecino como otra “comunidad” más y una continuación natural de su negocio doméstico—.

Como resultado de esto y, por otra parte, como es lógico, en los últimos años hemos asistido a un incremento lento pero seguro de la actividad corporativa en un gran número de sectores económicos.

¿Qué ha ocurrido en los últimos dos años?

Los vínculos políticos también se han estrechado en los últimos dos años

Además, los últimos dos años han estado marcados por una relación política muy especial entre los dos países. Si a finales de los años ochenta y a lo largo de los noventa, ambos países tenían intereses comunes, especialmente en la lucha por conseguir mayores ayudas de Bruselas para tratar de alcanzar a los países más desarrollados de la UE —aunque con políticas exteriores muy diferentes, que les vinculaba por objetivos más que por actitudes—, las cosas han cambiado en los últimos dos años.

José María Aznar y José Manuel Durão Barroso, el actual presidente de Portugal, estaban muy próximos política y personalmente —ambos defendían un modelo de Estado más eficiente y mayor libertad de comercio y liberalización económica—. La relación entre ambos era muy cercana —cruzaban la frontera para participar en los acontecimientos políticos del otro—. Recibir a un presidente en un encuentro con claras connotaciones políticas en la carrera a las elecciones no puede decirse que sea “práctica habitual”, incluso si se cree que Europa cada vez está más unida. La estrecha relación entre los dos alcanzó su punto máximo en el incondicional apoyo de ambos países a EEUU y el Reino Unido en lo concerniente a Irak, con la participación de ambos en la famosa “foto de las Azores” el año pasado. La relación entre ambos Gobiernos y, especialmente, entre ambos presidentes ha sido muy estrecha en términos políticos; si esto tuvo su impacto económico es otra cosa.

Mayor actividad corporativa entre ambos países

Nosotros creemos que sí. Los últimos dos años han sido testigos de una actividad transfronteriza sin precedentes, sin limitaciones desde el lado político. Los días en los que el Gobierno portugués trataba a toda costa de evitar la actividad corporativa entre ambos países en el sector bancario quedan muy lejos. Por el contrario, se han alcanzado nuevos logros en sectores tan vinculados a la política como el bancario (con la adquisición de BNC por parte del B. Popular) y el eléctrico (con la adquisición de Hidrocantábrico y Natrucorp por parte de EDP). La cooperación, coordinación e integración económica pareció rozar su punto máximo con el anuncio de la creación de un único mercado ibérico para la electricidad (MIBEL), promovido por ambos Gobiernos.

Sin embargo, al mismo tiempo, los rumores sobre fusiones hostiles se apagaban —como si el mercado creyera que hay un límite para el mercado libre—. Los tiempos de especulaciones sobre OPAs hostiles en sectores como el bancario, telecomunicaciones o autopistas, especialmente en el lado portugués de la frontera, parecían quedarse atrás. En el pasado, las compañías portuguesas aparecían como posibles objetivos de adquisiciones, y eran las españolas las que se perfilaban como las compradoras más probables.

¿Cómo afectará la victoria del PSOE en España?

Las relaciones se enfrían

El cambio de Gobierno en España parece haber enfriado la relación entre los Gobiernos español y portugués, como se deduce de comentarios de autoridades por ambas partes, especialmente en el asunto de la retirada de las tropas españolas de Irak. Parece que las prioridades políticas de Zapatero son muy diferentes, como se pudo comprobar al posponer su visita a Lisboa en su tour europeo como nuevo presidente de Gobierno. Ya hay dudas sobre si asuntos como el MIBEL seguirán adelante.

Vuelven las dudas sobre el control de las compañías portuguesas

Este cambio llega en un momento en que Portugal vuelve a debatir (y a nivel muy popular) sobre la propiedad de las compañías nacionales. En los últimos meses se han reavivado los comentarios sobre qué hacer, si es que se hace algo, para garantizar que las compañías nacionales portuguesas se queden en tierras lusitanas a largo plazo y hasta qué punto el Gobierno debería intervenir en el proceso. ¿Debería el Gobierno “dejar hacer” al mercado, luchar por la creación de grupos accionistas portugueses en las principales compañías públicas o posicionarse en el medio? Al mismo tiempo, ¿qué podría hacerse para animar la productividad y la competitividad en Portugal, que parece la única manera de garantizar el atractivo del país para los inversores a corto plazo y la “independencia” de las compañías nacionales a más largo plazo?

Por lo tanto, el cambio de Gobierno en España llega en un momento muy interesante. Si se traducirá o no en otro impulso a la actividad transfronteriza (especialmente, movimientos hostiles), nadie lo sabe. Sin embargo, sí tenemos claro cuatro asuntos:

- (1) Las compañías cotizadas portuguesas tienen una prima mínima o ninguna en sus cotizaciones para posibles adquisiciones, sea cual sea su estructura accionarial.
- (2) En las últimas semanas, por coincidencia o no, ya se han producido movimientos de compañías españolas que no han sido muy bien recibidos por las portuguesas —por ejemplo, la reacción del principal accionista de PT ante el anuncio sorpresa de que Telefónica ha incrementado notablemente su participación en PT—.



- (3) El debate sobre la creación de grupos accionariales portugueses para luchar contra operaciones hostiles se ha extendido considerablemente —así, las últimas declaraciones de GES sobre PT (preguntándose sobre la nacionalidad del principal accionariado de PT si el grupo no hubiera intervenido hace unos años); la batalla por controlar GALP (al defender sus propias ofertas, muchos de los candidatos señalan que la suya es la compañía más indicada para mantener GALP en manos portuguesas); las conversaciones para crear un grupo accionarial a largo plazo en EDP (justo cuando el Gobierno está preparándose para vender dos tercios de su participación) y numerosos comentarios por parte de grupos de opinión y autoridades públicas sobre si se debe seguir permitiendo la concentración en el sector de los medios de comunicación, con el fin de mantener los activos en manos “nacionales”.
- (4) Las numerosas compañías y sectores donde la tenencia mutua y/o las adquisiciones directas entre compañías españolas y portuguesas es un hecho y parece que aún no ha terminado.

Possible impacto en los mercados a corto y medio plazo

Las operaciones hostiles, improbables

Por lo tanto, parece que la pregunta del millón es cómo afectará el enfriamiento de la relación entre los dos Gobiernos a la consolidación transfronteriza (especialmente en el sentido hostil, con acuerdos antes “impensables” y ahora considerables), o si la nueva situación podría reducir los acuerdos. No creemos que vayan a darse operaciones hostiles de momento, pero sí que es posible que haya otros efectos secundarios. En nuestra opinión, esto obliga a fijarse en el accionariado de diversos sectores y valorar si: (1) son posibles operaciones hostiles; o (2) puede darse un intento de crear o reforzar los grupos cuyo accionista principal sea portugués para evitar las fusiones transfronterizas, especialmente tras lo ocurrido en las últimas semanas. Las compañías en sectores que son potenciales objetivos de fusiones podrían tener mayor demanda de sus acciones o un aumento de las primas, que a los inversores no les importaría pagar adelantándose a la jugada.

Si nos fijamos en las principales compañías/sectores portugueses que cotizan en bolsa y consideramos los factores anteriores, destacaríamos cinco posibles situaciones:

- (1) **Electricidad.** Creemos que el sector eléctrico será uno de los primeros en reflejar el impacto. Hay dos situaciones que beneficiarían a **EDP**. Por un lado, hay dudas sobre si saldrá adelante la idea de un único mercado ibérico de la electricidad, a pesar de la intención del nuevo Gobierno español de respetar los acuerdos del anterior gobierno. Si finalmente se retrasara o cancelara el MIBEL, creemos que se acabaría con la incertidumbre sobre si EDP está preparada para competir con las *utilities* eléctricas españolas. Por otro, la decisión del Gobierno portugués de reducir notablemente su participación en EDP en los próximos diez meses obligará a tomar una decisión sobre la creación de un nuevo grupo accionarial de inversores nacionales en la compañía (sin olvidar la importante participación de **BCP**). Si nos dejamos guiar por la historia (atendiendo a lo que pasó con **PT** y **Brisa**, en la misma situación hace unos años), la demanda de acciones en el mercado sería importante, lo que tendría lógicamente un impacto positivo en el comportamiento de la acción.
- (2) **Telecomunicaciones:** probablemente, una de las apuestas menos favorables en estos momentos, dada la incertidumbre. Por un lado, ya se están dando los primeros movimientos en **Portugal Telecom**, con el anuncio reciente de **Telefónica** de un fuerte incremento de su participación. Sin embargo, hay tres preguntas cuyas respuestas plantearían tres posibilidades muy diferentes al que parece el escenario más probable:

-
- ¿Creen los inversores realmente que Portugal (o Europa) está preparado para aceptar que una de sus compañías más grandes sea adquirida por un operador extranjero, asumiendo que Telefónica esté interesada?
 - ¿Tiene sentido esperar una OPA hostil entre dos países en un sector regulado?
 - ¿Existe algún peligro real de que, para evitar posibles intereses de adquisición, PT se expanda hacia nuevas regiones que los inversores podrían no apreciar, con el fin de atraer algún nuevo socio para diluir el peso que Telefónica parece ansiar en la compañía lusa?
- (3) **Financieras.** Todavía quedan cosas por venir en el sector financiero, ya que la fuerte posición de algunos bancos españoles en Portugal es un hecho que otras instituciones financieras españolas tratan de copiar. Sin embargo, no vemos demasiados objetivos potenciales. Además, el accionariado principal es importante y las normativas limitan el derecho de voto considerablemente, lo que reduce las posibilidades de operaciones. Sin embargo, parece evidente que, si hay interés, la especulación se reavivará en el sector financiero.
- (4) **Autopistas.** Parece que se prepara una batalla interesante en el sector de las autopistas. Aunque seguimos defendiendo la improbabilidad de movimientos sobre **Brisa**, al menos hasta que las actuales licitaciones para ampliar las autopistas se cierren, sí es verdad que **Abertis** ya tiene una importante participación en la compañía. Otro campo de batalla podría haberlo planteado Brisa con su entrada en el accionariado de AE Atlántico, ahora liderado por la española Sacyr-Vallehermoso.
- (5) **Medios de comunicación.** La concentración en el sector de los medios de comunicación vuelve a ser un tema candente —en esta ocasión, valorado por muchos como algo muy positivo si con ello se asegura que los principales grupos de comunicación del país se quedan en manos portuguesas—. Con sólo cinco grupos en Portugal y pocos de ellos con balances de situación relativamente saneados para gestionar adquisiciones directas, entrar en este escenario a través de cualquiera de los dos operadores que cotizan podría ser una posibilidad muy remota, aunque conviene no perderlo de vista.



NOTICIAS DE LATINOAMÉRICA

Mercado

Country	Risks	Int Rates	Trading Vol.			Mkt Cap ¹
			FX	Local	ADR	
Argentina	4848	1.1	2.97	8.1	10.5	12,070
Brazil	715	16.0	3.12	381.0	307.3	111,413
Chile	93	1.3	631	24.3	19.3	51,816
Colombia	534	7.8	2729	2.4	0.2	2,714
Mexico	212	6.4	11.41	184.0	151.6	112,301
Peru	492	8.8	3.49	4.9	13.6	6,453
Venezuela	663	11.2	1918	0.5	4.0	2,077
Latam	--	--	--	605.2	506.4	298,845

Indices	27-May	D/D %		MTM %		YTD %	
	Close	Local	US\$	Local	US\$	Local	US\$
Argentina	957	1.6	1.6	-15.9	-19.7	-10.7	-12.0
Brazil	19,734	3.5	5.3	-7.4	-13.5	-11.3	-17.8
Chile	1,439	1.5	2.9	-1.5	-3.8	-3.1	-9.1
Colombia	2,922	0.5	1.6	-15.6	-18.9	25.2	27.5
Mexico	10,154	0.9	1.4	-4.3	-5.1	15.4	13.5
Peru	2,907	1.0	1.1	-2.0	-2.2	19.4	18.5
Venezuela	25,038	0.4	0.4	-4.4	-4.4	12.8	-5.7
Latam (IFC)	1,023	--	2.7	--	-0.3	--	-4.2

Valoración del universo SCHI

	P/E		EV/EBITDA		3-yr CAGR		
	P/BV	04E	05E	04E	05E	Earn	EBITDA
Argentina	1.4	11.8	9.7	5.7	4.9	NM	30%
Brazil	1.1	7.9	7.2	4.4	3.8	37%	18%
Chile	1.7	17.7	16.9	10.0	9.5	40%	10%
Colombia	1.3	9.1	6.8	6.3	5.4	28%	19%
Mexico	1.9	12.6	11.3	6.2	5.5	23%	10%
Peru	1.7	7.8	9.2	6.0	6.5	25%	32%
Venezuela	1.1	17.1	7.6	2.8	2.0	84%	5%
Latin America	1.5	10.6	9.6	5.8	5.2	39%	14%
Cement/Constr	1.7	10.9	9.8	6.5	5.7	37%	10%
Conglomerates	0.9	10.8	9.3	5.6	5.1	30%	1%
Electric Utilities	0.5	10.0	6.6	5.6	4.5	NM	21%
Financial Svcs	1.5	7.9	6.7	NA	NA	19%	NA
Food/Beverage	1.4	12.0	10.6	5.8	5.2	21%	20%
Miscellaneous	2.2	9.8	8.6	2.8	2.0	21%	11%
Oil, Gas/Chem.	1.3	6.6	8.0	5.0	5.0	28%	18%
Pulp & Paper	1.6	21.1	23.1	12.2	12.5	4%	7%
Retail	2.0	17.2	14.3	9.3	7.9	19%	17%
Steel/Mining	2.3	9.7	10.8	7.3	7.5	37%	16%
Telecom/Media	2.0	12.5	10.3	4.6	3.8	85%	13%

Fuente: Santander Central Hispano Investment.

Resumen macro

Crecim. PIB (%)	Crecim. PIB		IPC		Med. tip. interés	
	03E	04P	03E	04P	03E	04P
Argentina	6,8	3,0	6,0	9,0	3,5	9,6
Brasil	3,3	3,0	6,5	6,0	14,7	12,0
Chile	5,1	4,5	1,4	2,8	2,0	3,4
Colombia	3,9	3,6	6,3	6,1	8,1	10,1
México	3,2	4,0	4,0	3,5	6,1	6,3
Perú	3,8	3,8	2,5	2,5	9,9	11,0
Venezuela	9,7	2,9	32,9	29,4	19,0	33,0
Latinoamérica	1,3	4,1	6,9	6,3	--	--

(1) Capitalización bursátil en mn US\$, basado únicamente en nuestro universo de recomendaciones de 113 compañías latinoamericanas. La TACC a 3 años se refiere a 2002-05P. Fuentes: Bloomberg, datos de las compañías y estimaciones SCH Investment.

Estrategia

Nuestro equipo de análisis de Latinoamérica acaba de publicar una nueva edición de *Strictly Macro*. Hay algunos cambios respecto a la edición anterior, motivados principalmente por nuestra revisión de las estimaciones para Brasil de hace dos semanas. Frente a las variables económicas de la región para el 2T04 publicadas en *Inside Latin America*, la previsión del PIB para la zona es del 4,3% en 2004E y 3,5% en 2005P, desde el 4,5% y 3,8%, respectivamente. La inflación de la región se prevé que sea del 6,6% en 2004E (estimación anterior 6,5%) y del 6,4% en 2005P (6,0%). Otros cambios poco significativos se aplicaron a la balanza por cuenta corriente y a la balanza presupuestaria para la zona.

Argentina

Según la prensa local, el Gobierno argentino estudia la propuesta de los bancos asesores para revisar la propuesta inicial de deuda hecha a los tenedores de bonos. En un artículo se dice que la reducción del VAN podría rondar el 75% y la del valor nominal el 65%. La propuesta original presentada en Dubai (2003) no reconocía el PDI y pedía un recorte del 75% del valor nominal de la deuda, lo que resultaba en una rebaja del 92% del VAN.

Por otro lado, el 26 de mayo el Gobierno anunciaba un nuevo impuesto (20%) sobre las exportaciones de gas natural para aumentar los ingresos fiscales.

Brasil

Nuestro equipo de Latinoamérica modificaba sus estimaciones macro ante la amenaza de subida de los tipos de interés. Los cambios más importantes: el IGP-M pasa de 8,5% a 10,0% para 2004E y de 5,0% a 7,0% para 2005P; el IPCA, de 6,3% a 6,5% para 2004E y de 5,0% a 6,0% para 2005P; la tasa Selic para todo el año en el 14,5% (frente al 12,5%); y el PIB de 3,8% a 3,3% para 2004E y de 4,0% a 3,0% para 2005P. La semana pasada el COPOM decidía mantener la tasa Selic en el 16% (como se esperaba en el escenario actual).

México

Buenos datos macro en las últimas dos semanas: fuerte crecimiento del PIB en el 1T04 (3,7% interanual, por encima del consenso de mercado), la tasa de desempleo por debajo de las expectativas (3,58%) y buenos datos de inflación para mayo.

PUNTOS DE INTERÉS

- En el último mes, hemos revisado al alza nuestros precios objetivos y recomendaciones de algunas *utilities* y compañías energéticas. Mantenemos nuestro optimismo hacia el sector europeo del petróleo, y hemos incrementado las estimaciones del precio del petróleo desde 26,50 US\$/barril a 31,00 US\$/barril para 2004E, desde 22,00 US\$/barril a 25,00 US\$/barril para 2005P y desde 20,00 US\$/barril a 22,00 US\$/barril para 2006P. En consecuencia, hemos revisado al alza el precio objetivo de **Repsol YPF** (comprar), desde 29,50 € a 21,00 €, y aprovecharíamos la debilidad de los precios actuales (derivada del entorno regulatorio deteriorado) para aumentar la posición en el valor.
- Igualmente, hemos revisado al alza nuestra recomendación de **Enagás** (comprar; precio objetivo: 11,00 €). Creemos que el mercado no tardará en descontar el fuerte crecimiento de beneficios esperado por la compañía a partir de 2005P. El 2004E será un año de transición en términos de beneficios, pero no de inversión o estrategia. El Gobierno confía en publicar una revisión del plan energético en la segunda mitad del año, lo que favorecería la posición de Enagás en el desarrollo de la infraestructura del gas en España.
- Revisamos fuertemente nuestra estimación de beneficios de **Iberia** (mantener; precio objetivo: 2,75 €) tras sus resultados del 1T04 y la confirmación con los datos de abril de un entorno de rentabilidad más complicado para la compañía. Nuestra revisión también refleja la subida del precio del petróleo. Por primera vez desde la guerra de Irak, Iberia registraba un descenso del factor de utilización de la flota en abril. Aunque la compañía insiste en que las reservas apuntan a una recuperación de dicho factor en los próximos meses, los datos de tráfico de Aena para los aeropuertos españoles reflejan un descenso importante del mercado doméstico y hacia Europa en abril. La mejor forma de aprovechar esta recuperación del tráfico, evitando el riesgo del precio del petróleo, sería a través de **Amadeus** (comprar; precio objetivo: 6,40 €) y **Aldeasa** (comprar; precio objetivo: 27,50 €).
- Tras visitar la compañía, insistimos en nuestra apuesta por **Telefónica Móviles** (comprar; precio objetivo: 10,55 €). Determinados factores estacionales y extraordinarios podrían provocar cierta desaceleración del comportamiento operativo en el 2T04 frente a trimestres anteriores. Sin embargo, los fundamentales a largo plazo siguen intactos y, si a esto añadimos la debilidad provocada por la reacción negativa de la cotización de Vodafone, ofrecen una buena oportunidad de compra.
- Dos cambios en nuestra cartera modelo española: sustituir **Iberia** por **Amadeus**, y **REE** por **Enagás**.



Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recom.		Pr. objetivo		% Var.	BpA 2004P		% Var.	Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior		Nuevo	Anterior		
19-Abr-04	Ence	Comprar	Comprar	28,00	24,50	14	3,05	2,60	17	Revisión al alza de las estimaciones y <i>re-rating</i> de comparables
19-Abr-04	Aldeasa	Comprar	Infrapond.	27,50	22,80	21	1,73	1,59	9	Actualización de las estimaciones
23-Abr-04	Indra	Comprar	Comprar	14,00	13,20	6	0,56	0,56	0	Actualización de la valoración
29-Abr-04	Endesa	Comprar	Comprar	18,50	17,50	6	1,43	1,43	0	Actualización de la valoración de Auna
10-May-04	Unión Fenosa	Comprar	Comprar	21,00	19,50	8	1,29	1,29	0	Actualización de la valoración de Auna
11-May-04	Amadeus	Comprar	Infrapond.	6,40	5,85	9	0,34	0,31	11	Buenos resultados 1T04, potencial de revalorización de los beneficios y flujo de noticias positivo
05-May-04	Jeronimo Martins	Mantener	Infrapond.	10,20	8,00	28	0,75	0,75	0	Mejora de las perspectivas
12-May-04	Gas Natural	Infrapond.	Infrapond.	20,50	19,50	5	1,44	1,36	6	Resultados del 1T04
17-May-04	Iberia	Mantener	Mantener	2,75	3,00	-8	0,20	0,25	-18	Resultados del 1T04
19-May-04	Enagas	Comprar	Mantener	11,00	10,00	10	0,66	0,66	0	Buen <i>momentum</i>
19-May-04	EDP	Comprar	Comprar	2,65	2,40	10	0,17	0,15	13	Buenos resultados del 1T04
25-May-04	Repsol YPF	Comprar	Comprar	21,00	19,50	8	1,99	1,70	17	Entorno de las materias primas. Precios del Brent

Nota: s.n.= sin recomendación.

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

CARTERA MODELO IBÉRICA

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

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comportamiento bursátil (%)						
		Actual	12-31-03	Absoluto	Rel. a large caps ibéricas	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M	En el año
Altadis	09-Ene-04	25,16	22,50	11,8	8,4	8,9	4,6	-3,5	12,3	11,1
Arcelor	12-Feb-04	17,13	14,89	15,0	11,6	12,1	-0,2	4,9	26,8	16,4
Ferrovial	16-May-03	32,74	27,78	17,9	14,4	14,9	-3,8	10,6	28,9	16,9
Portugal Telecom	14-Abr-04	14,85	15,25	-2,6	-6,0	-5,6	-1,7	-4,1	10,2	-1,0
Repsol YPF	17-Jul-03	17,35	15,46	12,2	8,8	9,3	-5,0	4,3	18,1	11,3
Telefónica	14-Abr-04	8,42	8,28	1,7	-1,7	-1,3	-4,9	-8,0	8,5	2,2
Large caps ibéricas	-	123,14	119,09	3,4	0,0	0,5	n.d.	n.d.	n.d.	8,7
IBEX35	-	7.965,40	7.737,20	2,9	-0,5	0,0	-3,0	-3,2	10,1	3,2
PSI20	-	7.268,73	6.739,63	7,9	4,4	4,9	-3,4	-5,1	10,0	7,3
DJ Stoxx 50	-	2.688,92	2.656,07	1,2	-2,2	-1,7	-2,2	-2,1	4,9	1,2

Nota: los cambios a nuestra lista de recomendaciones se introdujeron en nuestra nota de Estrategia Española: *Running Ahead of the Bulls*, publicada el 14 de enero de 2004.

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

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

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comp. bursátil (%)						
		Actual	12-31-03	Absoluto	Rel. a small-mid caps ibér.	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M	En el año
Ence	09-Ene-04	21,81	17,15	27,2	17,2	24,2	-6,5	0,5	29,1	27,2
Gamesa	09-Ene-04	36,15	26,09	38,6	28,6	35,6	-1,0	5,6	50,2	38,9
Indra	09-Ene-04	10,74	10,17	5,6	-4,4	2,7	-0,6	-2,3	6,9	5,6
Tubacex	14-Abr-04	1,60	1,42	12,7	2,7	9,7	-6,4	-6,4	11,9	12,7
Abengoa	12-Feb-03	6,71	5,77	16,3	6,3	13,3	-13,8	-0,6	13,9	16,5
Brisa	30-Sep-03	5,67	5,32	6,6	-3,4	3,6	2,0	-3,8	6,0	6,0
Small-mid caps ibéricas	-	131,83	119,86	10,0	0,0	7,0	n.d.	n.d.	n.d.	12,5
IBEX35	-	7.965,40	7.737,20	2,9	-7,0	0,0	-3,0	-3,2	10,1	3,2
PSI20	-	7.268,73	6.739,63	7,9	-2,1	4,9	-3,4	-5,1	10,0	7,3
DJ Small 200 Europe	-	117,69	107,91	9,1	-0,9	6,1	-3,5	-2,3	9,0	9,1

Nota: los cambios a nuestra lista de recomendaciones se introdujeron en nuestra nota de Estrategia Española: *Running Ahead of the Bulls*, publicada el 14 de enero de 2004.

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

En esta nota también introducimos cambios a nuestra Cartera Modelo Española, como refleja el cuadro a continuación:

España – Cambios en la Cartera Modelo del Santander Central Hispano Bolsa a cierre del día 27/05/04

Compañía	Ponderación anterior (%)	Nueva ponderación (%)
Acerinox	1,74	1,74
Ence	-	-
NH Hoteles	-	-
Transportes Azkar	0,87	0,87
Total	2,61	2,61

Fuente: Santander Central Hispano Bolsa.



España – Cartera modelo Santander Central Hispano Bolsa a cierre de 27-05-2004 (antes de cambiar la cartera modelo)

	Precio (€)		Var. (%)	Ponderación (%)		
	27-May-04	30-Dic-03		Cartera modelo		Diferencia
				SCHB	IGBM	
Viscofán	7,63	7,05	8,2	0,98	0,11	0,87
Altadis	25,16	22,50	11,8	4,12	2,24	1,88
Aldeasa	22,80	20,00	14,0	0,91	0,10	0,81
Inditex	18,86	16,10	17,1	3,95	3,60	0,35
Total bienes de consumo	1.075,74	949,53	13,3	9,96	8,01	1,95
Gamesa	36,15	26,09	38,6	1,38	0,90	0,49
Tubacex	1,60	1,42	12,7	0,99	0,07	0,92
Arcelor	13,65	13,67	-0,1	2,99	0,40	2,59
Uralita	8,60	7,38	16,5	1,74	0,17	1,56
Grupo Empresarial Ence	21,81	17,15	27,2	1,13	0,16	0,97
Total bienes de capital	1.342,29	1.186,58	13,1	8,23	4,62	3,61
Endesa	14,85	15,25	-2,6	5,24	4,81	0,42
Iberdrola	16,47	15,67	5,1	4,79	4,10	0,69
REE	13,76	13,00	5,8	0,55	0,57	-0,02
Repsol YPF	17,35	15,46	12,2	6,82	6,15	0,67
Enagás	9,19	8,60	6,9	1,00	0,41	0,60
Total energía	1.050,84	996,58	5,4	18,40	20,84	-2,44
ACS	39,87	38,70	3,0	2,72	1,45	1,28
Acciona	51,35	48,25	6,4	1,90	1,00	0,90
Ferrovial	32,74	27,78	17,9	2,26	1,41	0,85
Total construcción	1.387,99	1.307,60	6,1	6,88	6,02	0,86
BBVA	10,93	10,95	-0,2	10,02	11,35	-1,33
Grupo Santander	8,78	9,39	-6,5	12,82	12,82	0,00
Banco Pastor	24,72	24,34	1,6	0,83	0,41	0,41
Banco Popular	45,97	47,30	-2,8	3,47	3,20	0,27
Banesto	9,85	9,50	3,7	0,24	0,24	0,00
Total servicios financieros	941,97	968,64	-2,8	27,38	32,63	-5,25
Telefónica	11,90	11,64	2,2	16,63	17,06	-0,43
Telefónica Moviles	8,42	8,28	1,7	2,56	0,78	1,78
Indra	10,74	10,17	5,6	0,96	0,49	0,48
Recoletos	5,99	5,89	1,7	1,11	0,24	0,87
Total comunic. y serv. inform.	880,08	844,12	4,3	21,26	21,47	-0,21
Aguas de Barcelona	13,68	11,83	15,6	1,49	0,53	0,96
Iberia	2,39	2,28	4,8	2,15	0,63	1,52
Prosegur	12,83	12,90	-0,5	1,63	0,24	1,38
Total servicios	1.243,74	1.125,05	10,5	5,27	6,41	-1,15
Total IGBM	837,75	807,98	3,7	97,38	-	-
Cartera modelo SCHB	115,10	110,13	4,5	-	100,00	-

Nota: esta Cartera Modelo Española se introdujo en nuestro informe de Estrategia 2004: España y Portugal, utilizando precios del 27 de mayo de 2004.

(1) Hemos sustituido Iberia por Amadeus y hemos reducido el peso de REE y aumentado el de Enagás.

(2) Sin recomendación por razones de cumplimiento.

Fuente: Santander Central Hispano Bolsa.

Delegaciones Internacionales

Madrid

Tel: 34-91-701-9009
Fax: 34-91-701-9114

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 (Final del Año)

Comprar

Potencial alcista superior al 20%.

Mantener

Potencial alcista del 15%-20%.

Infraponderar

Potencial alcista inferior al 15%.

(1) 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 son para el 31 de diciembre del año siguiente.

El presente informe ha sido preparado por Santander Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. (SCH 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. El presente informe no se publica para su distribución en los Estados Unidos. El presente informe no puede entregarse a clientes privados.

Entidades pertenecientes al Grupo Santander Central Hispano han participado como coordinador, colocador o asegurador en una oferta pública de venta de Abengoa S.A., Aceralia, S.A., ACS Actividades de Construcción y Servicios, S.A., Adolfo Domínguez, S.A., Aldeasa, S.A., Amadeus Global Travel Distribution, S.A. Aragonesas, S.A., Argenteria Corporación Bancaria de España, S.A., Azkar, S.A., Barón de Ley, S.A., Befesa Medio Ambiente, S.A., Dinamia, S.A., Endesa, S.A., FAES Fabrica Española de Productos Químicos y Farmacéuticos, S.A., Federico Paternina, S.A., Funespaña, S.A., Gas Natural, S.A., Ginés Navarro, S.A., Grupo Ferrovial, S.A., Indra, S.A., Inmobiliaria Colonial, S.A., Mapfre Vida, S.A., Mecalux, S.A., Meliá Inversiones Americanas, N.V., Obrascón Huarte Lain, S.A., Parques Reunidos, S.A. Red Eléctrica de España, S.A., Repsol, S.A., Sogecable, S.A., Sol Meliá, S.A., Superdiplo S.A., Tabacalera, S.A., Telefónica de España, S.A., Telefónica de Publicidad e Información, S.A. TelePizza, S.A., Terra Networks, S.A., Vidriera Leonesa, S.A., y Zeltia S.A. en los últimos tres años.

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 Central Hispano, sus sociedades filiales y cualquiera de sus oficinas o consejeros podrán en cada momento tener una posición o estar de otro modo interesados en las operaciones de títulos valores que, directa o indirectamente, sean objeto del presente informe.

Grupo Santander Central Hispano o sus sociedades filiales podrán en cada momento prestar servicios o solicitar los negocios de cualquier compañía incluida en el presente informe. Grupo Santander Central Hispano, sus sociedades filiales o cualquier otra persona no aceptarán ningún tipo de responsabilidad por pérdidas directas o emergentes 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 con ningún objeto.

© Santander Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. 2004. Reservados todos los derechos.



THE IBERIAN MACRO OBSERVER

Avance de la economía española en el 1T04

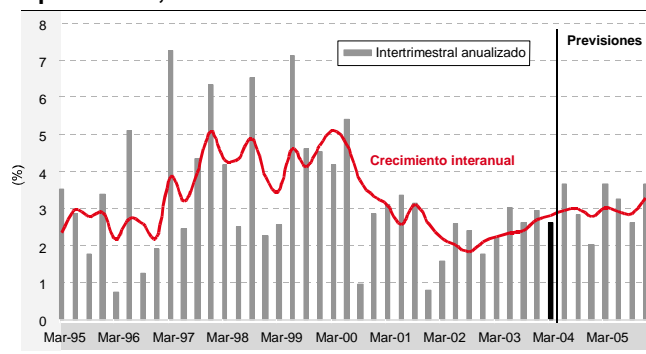
Jesús Gómez
(34) 91-701-9316
jegomez.madrid@sinvest.es

Nuria Cerdá
(34) 91-701-9283
ncerda.madrid@sinvest.es

Cristina Bergón
(34) 91-701-9309
Cbergon.Madrid@sinvest.es

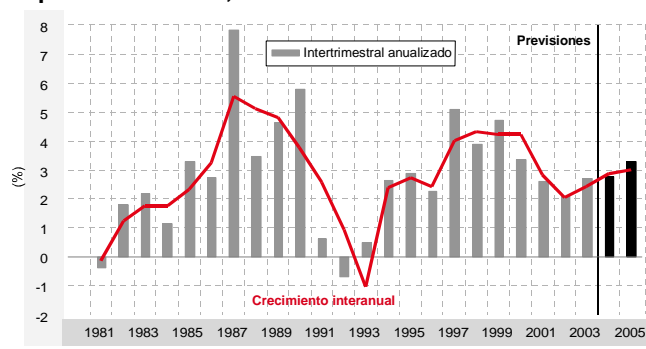
Antonio Espasa
(34) 91-701-9319
aespasa.madrid@sinvest.es

España – PIB, 1995-2005P



Fuentes: Datastream y estimaciones y previsiones SCH Bolsa.

España – PIB anual, 1981-2005P



Fuentes: Datastream y estimaciones y previsiones SCH Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) El ISM manufacturero podría caer en mayo. La productividad no agrícola del 1T04 se revisa ligeramente al alza.
- (2) Los pedidos de fábrica podrían registrar datos negativos.
- (4) El ISM no manufacturero retrocede en mayo.

En la zona euro:

- (1) El PIB de la zona euro acelera su crecimiento en el 1T04.
- (2) El BCE deja los tipos de interés sin cambios.
- (3) El comercio al por menor de la zona euro debería subir en abril. Los pedidos de fábrica alemanes habrían de registrar datos fuertes en abril.
- (5) El PMI manufacturero de la zona euro sin cambios en mayo. El PMI servicios de la zona euro debería mejorar ligeramente en mayo.
- (6) El PMI servicios de la zona euro debería mejorar ligeramente en mayo.

- En las dos últimas semanas, el Gobierno español ha perfilado algunos puntos principales de su política económica. Resulta especialmente interesante que los cambios en el IRPF y en el impuesto sobre sociedades no vayan a ser los prometidos, tal como ha anunciado el ministro de Economía y Hacienda, Pedro Solbes.
- Los datos publicados en EEUU la semana pasada siguen apuntando a un crecimiento sólido a corto plazo, y no tanto en el 2S04E. La confianza del consumidor mejoró ligeramente, los pedidos de bienes duraderos retrocedieron significativamente en abril, el mercado inmobiliario inicia su desaceleración, el crecimiento del PIB se revisaba al alza en el 1T04 y las solicitudes de subsidio de desempleo semanales se mantienen por debajo de los 350.000.
- En la zona euro, lo más destacado de la semana fue el retroceso de los indicadores de confianza empresarial en las principales economías. El desglose del PIB alemán confirmaba que el crecimiento del 1T04 procedía en su totalidad del sector exterior, con un comportamiento plano de la demanda interna.

- Los datos del PIB español del 1T04 se mantienen fuertes e insisten en la idea de que el crecimiento en España se acelera. No vemos grandes riesgos para la economía española a corto plazo. En nuestra opinión, el mayor peligro sería una subida importante de los tipos de interés en la zona euro, dada la exposición de las familias españolas a hipotecas a tipo variable.

LA SEMANA PASADA

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
MARTES 25-May	8:00	Alemania	PIB desest./no desest. (t/a)	1T 2	0,3/0,2	0,4/1,5	0,4/1,5
	8:45	Francia	IPC (m/a)	Abr F	0,4/1,7	0,3/2,1	0,3/2,1
	8:50	Francia	Gasto del consumidor (m/a)	Abr	-1,4/1,8	0,5/2,4	1,5/3,8
	9:00	España	IPRI (m/a)	Abr	0,7/0,8	-/2,4	0,8/2,6
	9:30	Italia	Balanza comercial (no UE)	Abr	1.365 mn R	350 mn	372 mn
	10:00	Alemania	IFO Condiciones actuales	May	94,9	94,9	94,4
	10:00	Alemania	IFO Informe industrial	May	96,3	96,1	96,1
	10:00	Alemania	IFO Expectativas	May	97,8	97,2	97,8
	12:00	Alemania	IPC (m/a)	May P	0,3/1,6	0,2/2,0	0,3/2,1
	16:00	EEUU	Confianza del consumidor	May	93,0 R	94,0	93,2
	16:00	EEUU	Ventas de casas de segunda mano	Abr	6,48 mn	6,46 mn	6,64 mn
	MIÉRCOLES 26-May	9:00	España	PIB (desest. constante) (t/a)	1T	0,7/2,7	0,6/2,8
9:30		Italia	Confianza empresarial	May	96,2 R	95,8	94,2
10:00		Zona euro	Saldo de balanza por cuenta corriente desest./no desest.	Mar	5.400/5.800 mn	-/8.300 mn	5.100/12.40
11:00		Zona euro	Nuevos pedidos industriales (m/a)	Mar	0,6 R/2,6 R	0,5/5,5	1,5/12,1
13:00		EEUU	ABC Confianza del consumidor	May 23	-11	-	-16
13:00		EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	May 21	-11,9	-	-3,3
14:30		EEUU	Pedidos de bienes duraderos	Abr	5,7 R	-0,5	-2,9
14:30		EEUU	Excluyendo transporte	Abr	6,3 R	-1,5	-2,1
16:00		EEUU	Ventas de casas nuevas	Abr	1,22 mn	1,23 mn	1,09 mn
JUEVES 27-May		8:45	Francia	Confianza empresarial	May	105,0 R	104,5
	8:45	Francia	Perspectivas de producción	May	-9,0	-6,0	-5,0
	14:30	EEUU	PIB	1T P	4,2	4,6	4,4
	14:30	EEUU	PIB Deflactor de los precios	1T P	2,5	2,5	2,6
	14:30	EEUU	Consumo personal	1T P	3,8	3,9	3,9
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	May 22	347.000 R	335.000	344.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	May 15	2,92 mn R	2,92 mn	2,94 mn
	16:00	EEUU	Índice de oferta de empleo	Abr	39	41	38
VIERNES 28-May	8:00	Alemania	Índice de precios de importación (m/a)	Abr	1,2/-1,6	0,6/0,5	-
	10:00	Zona euro	M3 media 3 meses desest.	Mar	6,4	6,0	-
	10:00	Zona euro	M3 desest. (a)	Abr	6,3	5,6	-
	11:00	Zona euro	Confianza industrial	May	-5,0	-5,0	-
	11:00	Zona euro	Confianza empresarial	May	-14,0	-14,0	-
	11:00	Zona euro	Clima empresarial	May	0,38	0,42	-
	11:00	Zona euro	Confianza económica	May	96,6	96,7	-
	11:00	Zona euro	Estimación del IPC (a)	May	2,3	-	-
	14:30	EEUU	Ingresos personales	Abr	0,4	0,5	-
	14:30	EEUU	Gastos personales	Abr	0,4	0,2	-
	15:50	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	May F	94,2	95,0	-
	16:00	EEUU	PMI de Chicago	May	63,9	62,3	-

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

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

EL NUEVO GOBIERNO PERfila SU POLÍTICA ECONÓMICA

Primeras propuestas económicas del nuevo Gobierno

En las últimas dos semanas, el Gobierno español ha perfilado algunos puntos principales de su política económica. Resulta especialmente interesante que los cambios en el IRPF y en el impuesto sobre sociedades no vayan a ser los prometidos, tal como ha anunciado el ministro de Economía y Hacienda, Pedro Solbes.

Por lo que respecta a la economía española, los datos siguen apuntando a nuevos avances en los próximos trimestres.



Datos interesantes en la economía española en las últimas dos semanas

En las últimas dos semanas hemos conocido algunas noticias interesantes sobre la futura política fiscal y económica en España:

- **El mercado de la vivienda:** la mensualidad de una hipoteca podría subir en mayo por primera vez en tres años (según la evolución de los tipos de interés del Euribor). Esto es especialmente relevante en el caso de España, donde casi el 80% del total de la deuda de los consumidores es hipotecaria, y más del 95% de las hipotecas son de tipo variable. Por lo tanto, los consumidores españoles —y, en consecuencia, el consumo— están muy expuestos a la subida de los tipos de interés.

El Gobierno se desdecía de su promesa electoral de ofrecer 180.000 viviendas al año, y matizaba que ese número de 180.000 incluye viviendas en propiedad y alquileres.

En cuanto al IRPF, el Gobierno comunicaba su intención de recortar los actuales incentivos fiscales por compra de vivienda y recuperar los de alquiler de vivienda. En estos momentos, es posible deducirse el 15% del IRPF al comprar una casa. Las deducciones por compra de vivienda suponen actualmente cerca del 60% del total de deducciones en el IRPF, y más de 5 millones de contribuyentes se estarían beneficiando de estos incentivos.

- **Impuestos:** Pedro Solbes anunciaba que las reformas previstas en el sistema fiscal no modificarán sustancialmente la estructura de los principales impuestos. En este sentido, afirmó que las reformas simplificarían la estructura reduciendo el número de tramos. Esto difiere por completo de lo propuesto en el programa electoral del PSOE (un único tipo impositivo del 30%, desde los actuales mínimo del 15% y máximo del 45%, y cinco tramos). En estos momentos, los últimos informes del Ministerio de Hacienda admiten que sólo sería posible conseguir una escasa rebaja del tipo máximo del 45% hasta el 40-42%, dadas las restricciones en las finanzas públicas. Por otro lado, es posible que veamos algunos ajustes del IRPF indiciado a la evolución del IPC. También se introducirán progresivos cambios en el impuesto sobre ventas del capital, con el fin de evitar la fuga de capitales. En cuanto al impuesto de sociedades, tampoco parece posible que se pueda llevar a cabo la reducción propuesta por el programa socialista de reducir el tipo impositivo desde el 35% actual al 30% (en la UE, esta tasa impositiva es del 31,32%). Al final, parece que no van a ser tantos los cambios en el modelo fiscal actual.
- **El mercado laboral:** el salario mínimo por ley se incrementará un 6,6% en julio de este año (se pasará de 460,50 € a 490,30 € mensuales). Esta medida afectará a cerca de 600.000 trabajadores, y respeta la promesa electoral del nuevo Gobierno de aumentar el salario mínimo hasta 600 € para finales de legislatura. Por otro lado, no parece fácil modificar el actual modelo laboral, en el que los trabajadores temporales suman cerca del 30% del total de trabajadores asalariados.
- **Cuentas públicas:** según el Gobierno, el déficit presupuestario podría rondar el 0,9% del PIB en 2004 (0,5 puntos porcentuales por encima del 0,4% del PIB previsto), tras incluir la deuda del Gobierno Central con Andalucía (un extraordinario) y la deuda de la televisión pública (TVE). El Gobierno tratará, por otro lado, que las administraciones autonómicas mejoren sus balances de situación, en estos momentos en déficit.
- **Otros:** el Gobierno podría poner fin a la liberalización del horario del pequeño comercio, tal como prometía en su programa electoral. Así mismo, también terminaría con la liberalización total del mercado prevista para 2005.

Los datos económicos en EEUU apuntan a un crecimiento más lento en el 2S04

La semana en EEUU: Los datos económicos de EEUU esta semana confirman nuestra visión de que, mientras que el crecimiento se mantendrá fuerte a corto plazo, hay que esperar ganancias menores en el 2S04E. La confianza del consumidor mejoró ligeramente, los pedidos de bienes duraderos retrocedieron significativamente en abril, el mercado inmobiliario inicia su desaceleración, el crecimiento del PIB se revisaba al alza en el 1T04 y las solicitudes de subsidio de desempleo semanales se mantienen por debajo de los 350.000.

Efectos estadísticos hacen caer los pedidos de bienes duraderos

En abril, el retroceso de los pedidos de bienes duraderos ha sido significativo, con un retroceso en prácticamente todos los componentes. Si tenemos en cuenta el comportamiento positivo de estos pedidos en los últimos dos meses, estos datos son menos negativos de lo que puedan parecer inicialmente, y podrían justificarse simplemente por efectos estadísticos. No prevemos un cambio en la tendencia alcista de los datos, por lo que seguimos confiando en una evolución positiva de la actividad y en unos datos de inversión empresarial positivos en el 2S04E.

Desaceleración del sector inmobiliario

En abril, la venta de nuevas viviendas caía un 11,8% intermensual. Parece que los datos del mercado inmobiliario ya reflejan la fuerte subida de los tipos de interés a largo plazo de las últimas semanas, y es previsible que esta tendencia negativa se prolongue en los próximos trimestres. Las nuevas hipotecas caían la semana pasada mientras que la venta de viviendas de segunda mano subía un 2,5% en el mes.

La confianza del consumidor sigue su recuperación

Los datos de confianza del consumidor del mes de mayo reflejan una ligera mejora, con un pequeño retroceso del índice de condiciones presentes y un avance del componente de expectativas. La mínima recuperación del índice general estuvo condicionada por las mejores perspectivas del mercado laboral, pese a la subida del índice de escasez de empleo en el mes. Por el contrario, el componente de abundancia de empleo subía. La subida del precio del petróleo (especialmente de la gasolina) y la situación geopolítica podrían ser los causantes de la ausencia de mejores datos.

Revisión al alza del PIB del 1T04

El PIB del 1T04 se revisaba al alza, desde el anterior 4,2% hasta el 4,4%. La revisión vino condicionada, principalmente, por la contribución positiva de los inventarios y del gasto público, mientras que la contribución del sector exterior fue negativa. Para el 2T04E, confiamos en otro comportamiento fuerte del PIB (crecimiento del PIB superior al 4,0%), mientras que en el 2S04E creemos que el crecimiento se reducirá hasta el 3,0%.

Los beneficios empresariales “económicos” añadían un 1,2% intertrimestral en el 1T04, tras la subida de 7,2% en el trimestre anterior. Creemos que el nivel más alto de tasa de crecimiento anual de los beneficios empresariales se alcanzaba en el 1T04, y que en los próximos trimestres podríamos asistir a una desaceleración.

El PIB alemán del 1T04 impulsado por el sector exterior

La semana en la zona euro: lo más significativo de la semana, el retroceso de la confianza empresarial en los principales países de la zona euro. El desglose del PIB alemán confirma que el crecimiento del 1T04 estuvo condicionado por el sector exterior, con un comportamiento plano de la demanda interna.

Las principales economías de la zona euro con caídas de la confianza empresarial en mayo

La confianza empresarial italiana caía desde los 96,2 del mes anterior hasta 94,2 en mayo. El **IFO alemán** lo hacía desde 96,3 en abril hasta 96,1 en mayo, con una ligera caída de las condiciones presentes en mayo (desde 94,9 hasta 94,4) y una ligera variación en las expectativas (desde 97,2 a 97,8). Seguimos defendiendo la recuperación de la economía alemana en los próximos meses. La fuerte subida del precio del petróleo y la caída de los mercados podrían estar detrás del retroceso del IFO. La **confianza empresarial francesa** también caía en mayo, tras las fuertes subidas de principios de año. Creemos que los retrocesos de mayo no modifican la tendencia de mejora de estos índices, y seguimos apostando por datos positivos en los próximos meses. Los pedidos de fábrica de la zona euro subían un 1,5% intermensual y 12,1% interanual en marzo, con la mejora de todos los componentes, excepto los sectores químico y eléctrico (ambos se dejaban un 0,8% intermensual).



Los datos del PIB alemán del 1T04 muestran un incremento del PIB del 0,4% intertrimestral y 1,5% interanual. El principal componente que impulsó el PIB fue el sector exterior, que añadió 0,8 puntos porcentuales al crecimiento trimestral. Aunque la demanda interna se mantuvo débil (variación del 0,0%), los inventarios contribuyeron con 0,2 puntos porcentuales, y la mayor caída la registró la inversión en construcción (-3,1%).

Interesante gasto personal en Francia en abril, pero probablemente insostenible

El gasto del consumidor en Francia se incrementaba un 1,5% intermensual y un 3,8% interanual en abril. Las subidas principales las registraron los componentes de artículos textiles y piel (10,7%) y minorista (2,9%). El gasto en bienes duraderos caía un 2,5%. Creemos que el gasto del consumidor en Francia es muy elevado y no puede mantenerse, dado el débil comportamiento de los ingresos y el empleo en el país en los últimos meses. La confianza del consumidor retrocedía en mayo desde -20 del mes anterior a -23, con lo que volvía a los niveles de febrero.

ESTA SEMANA

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión
LUNES 31-May	9:00	España	Ventas al por menor (m/a)	Abr	9,7/7,1	-
	9:30	Italia	IPRI (m/a)	Abr	0,8/0,6	0,4/1,6
MARTES 1-Jun	10:00	Zona euro	PMI Manufacturas	May	54,0	54,0
	11:00	Zona euro	PIB (t/a)	1T	0,4/0,6	0,6/1,3
	16:00	EEUU	Gasto en construcción (m)	Abr	1,5	0,5
	16:00	EEUU	ISM Manufacturas	May	62,4	61,3
	16:00	EEUU	ISM Precios pagados	May	88,0	86,9
MIÉRCOLES 2-Jun	08:00	Alemania	Ventas al por menor (m/a)	Abr	-0,5/1,2	0,5/-2,0
	11:00	Zona euro	IPRI (m/a)	Abr	0,6/0,4	0,4/1,3
	11:00	Zona euro	Tasa de desempleo	Abr	8,8	8,8
	0:30	EEUU	ABC Confianza del consumidor	May 30	-16	-
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	May 28	-3,3	-
		EEUU	Ventas totales de vehículos	May	16,4 mn	16,7 mn
		EEUU	Ventas de vehículos nacionales	May	13,1 mn	13,3 mn
JUEVES 3-Jun	10:00	Zona euro	PMI Servicios	May	54,5	54,6
	13:45	Zona euro	El BCE anuncia tipos de interés	Jun	2,00	2,00
	14:30	EEUU	Productividad no agrícola	1T F	3,5	3,6
	14:30	EEUU	Costes laborales unitarios	1T F	0,5	0,4
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	May 29	344.000	336.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	May 22	2,94 mn	-
	16:00	EEUU	Pedidos de fábrica	Abr	4,3	-1,0
	16:00	EEUU	ISM No manufacturas	May	68,4	66,0
VIERNES 4-Jun	9:00	España	Producción industrial no desest./ajust. (a)	Abr	8,0/4,0	-
	11:00	Zona euro	Comercio al por menor (m/a)	Abr	-0,2/0,9	0,5/-0,1
	11:00	Alemania	Pedidos de fábrica (BBK) (m/a)	Abr P	-0,3/5,7	0,9/5,5
	14:30	EEUU	Tasa de desempleo	May	5,6	5,6
	14:30	EEUU	Salario medio por hora (m/a)	May	0,3/2,2	0,2/5,5
	14:30	EEUU	Var. en empleos no agrícolas	May	288.000	225.000
	14:30	EEUU	Var. en empleos de manufacturas	May	21.000	25.000
	14:30	EEUU	Jornada media semanal (horas)	May	33,7	33,8

(m) % intermensual; (a) % interanual; (t) % intertrimestral; (mn) millones; (R) revisado; (F) final; (P) preliminar; desest. (desestacionalizada).
Fuentes: Banco de España, Ministerio de Economía, Datastream, Bloomberg, Reuters y estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

ASUNTOS A TENER EN CUENTA

En EEUU: (1) previsión de caída del ISM manufacturero en mayo, anticipando un crecimiento menor del PIB en el 2S04E; (2) la productividad no agrícola del 1T04 podría revisarse al alza ligeramente, en línea con la revisión al alza del PIB; (3) los pedidos de fábrica podrían registrar un retroceso en abril, tras los datos negativos de bienes duraderos anunciados esta semana; (4) el ISM no manufacturero podría retroceder en mayo; (5) la creación de empleo podría volver a superar los 200.000 puestos en abril, confirmando nuestra apuesta por una recuperación del mercado laboral.

En la zona euro: (1) el PIB de la zona euro acelera su crecimiento en el 1T04; (2) previsión de que el BCE deje los tipos de interés en los niveles actuales; (3) el negocio al por menor de la zona euro habría de mejorar en abril; (4) los pedidos de fábrica alemanes podrían registrar buenos datos en abril; (5) el PMI manufacturero de la zona euro se mantendría sin cambios en mayo; (6) el PMI servicios de la zona euro debería subir ligeramente.



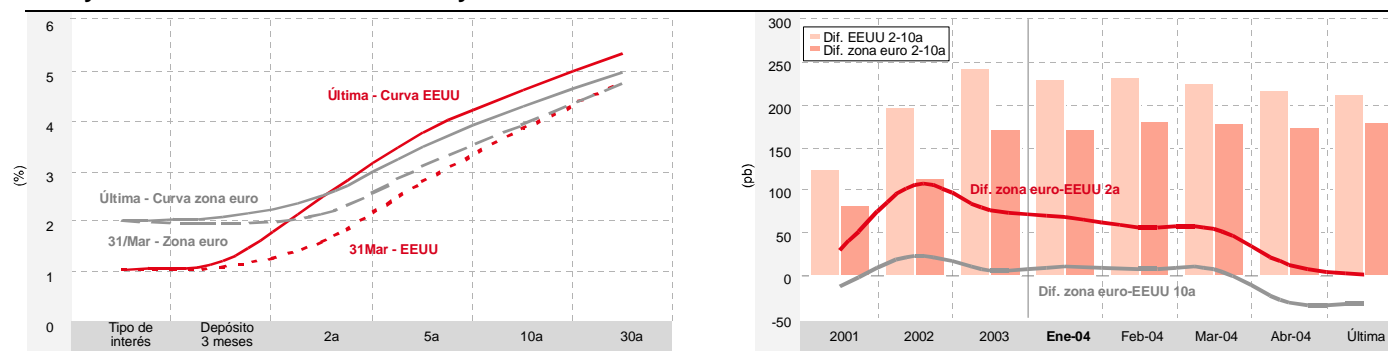
TIPOS Y DIVISAS

EEUU y zona euro – Tipos de interés y divisas

		Anual ¹			Trimestral ¹				Mensual				Semanal			
		2001	2002	2003	Jun-03	Sep-03	Dic-03	Mar-04	Ene-04	Feb-04	Mar-04	Abr-04	14-May	21-May	28-May	Última ²
Tipos interés corto plazo																
	Tipo intervención BCE	4,2	3,2	2,2	2,3	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	3,7	1,7	1,1	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,00	1,00	1,00	1,00
	Euribor 3 meses	4,1	3,3	2,2	2,3	2,1	2,1	2,0	2,1	2,0	1,9	2,0	2,06	2,08	2,08	2,08
	Dep. 3 meses EEUU	3,5	1,7	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,21	1,17	1,19	1,19
Tipos inter. largo plazo																
Zona euro	2 años	4,0	3,6	2,4	2,2	2,5	2,7	2,3	2,5	2,2	2,1	2,4	2,57	2,54	2,49	2,49
	5 años	4,4	4,2	3,3	3,0	3,3	3,6	3,2	3,4	3,2	3,1	3,4	3,58	3,58	3,49	3,49
	10 años	4,8	4,8	4,2	3,9	4,1	4,4	4,1	4,2	4,0	3,9	4,2	4,31	4,32	4,30	4,30
	30 años	5,4	5,2	4,8	4,7	4,9	5,0	4,8	4,9	4,8	4,7	4,9	4,99	5,01	4,96	4,96
EEUU	2 años	3,7	2,5	1,6	1,4	1,7	1,9	1,7	1,8	1,6	1,6	2,3	2,53	2,54	2,48	2,48
	5 años	4,4	3,7	2,9	2,5	3,2	3,3	3,0	3,1	2,9	2,8	3,6	3,90	3,90	3,75	3,75
	10 años	5,0	4,5	4,1	3,6	4,3	4,3	4,0	4,1	4,0	3,8	4,5	4,77	4,76	4,62	4,62
	30 años	5,5	5,3	4,9	4,6	5,2	5,1	4,9	5,0	4,8	4,8	5,3	5,49	5,46	5,34	5,33
Diferencial																
Dif. zona euro	3 m-30 a	128	195	262	243	279	289	283	287	283	280	287	293	294	288	288
	2 a-10 a	84	115	173	165	166	166	178	173	183	179	174	174	178	181	181
Dif. EEUU	3 m-30 a	191	354	377	342	407	401	380	389	379	371	417	428	429	415	414
	2 a-10 a	126	198	244	221	255	240	230	231	233	226	219	224	222	214	214
Dif. zona euro-EEUU	Int.	50	154	110	117	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
	2 a	29	107	78	85	74	82	61	70	58	56	13	4	0	1	1
	10 a	-13	24	7	29	-14	8	9	11	7	8	-31	-46	-44	-32	-32
Divisas																
	€/US\$	0,95	1,14	1,18	1,15	1,13	1,20	1,24	1,246	1,248	1,229	1,198	1,187	1,201	1,228	1,227
	€/¥	118	132	133	137	131	131	132	132	136	128	132	136	135	136	136
	US\$/¥	125	116	113	119	116	109	106	106	109	104	111	114	112	111	111

(1) Las cifras representan la media del periodo. (2) Última: 28 de mayo de 2004.
Fuente: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

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



Fuente: Bloomberg.

RINCÓN MACRO

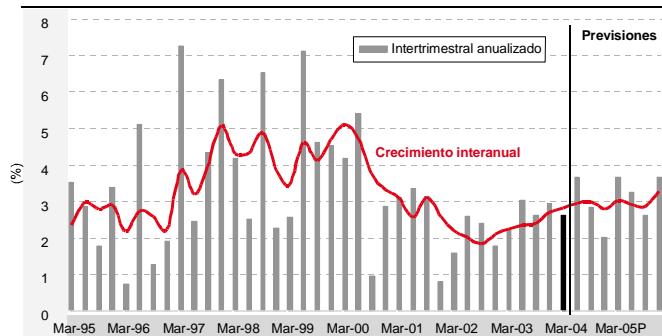
ESPAÑA SIGUE SUPERANDO A LA ZONA EURO

Los datos tan positivos del PIB del 1T04 en España refuerzan nuestra visión de que el crecimiento de la economía española se está acelerando. En estos momentos no encontramos grandes riesgos para la economía española a corto plazo. Sin embargo, en nuestra opinión, el mayor peligro sería una subida importante de los tipos de interés en la zona euro, dada la exposición de las familias españolas a hipotecas a tipo variable.

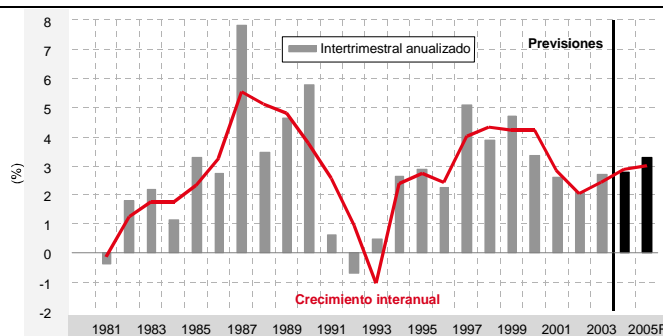
Algunos apuntes sobre datos del PIB:

- **PIB 1T04:** 0,6% intertrimestral y 2,8% interanual. Creemos que el PIB español crecerá un 2,9% en 2004E y un 3,1% en 2005P. Estas previsiones apuntan a una aceleración del crecimiento del PIB en España, con lo que la economía española mantendría un diferencial positivo del PIB respecto a las mayores economías de la zona euro.

España – PIB, 1995-2005P



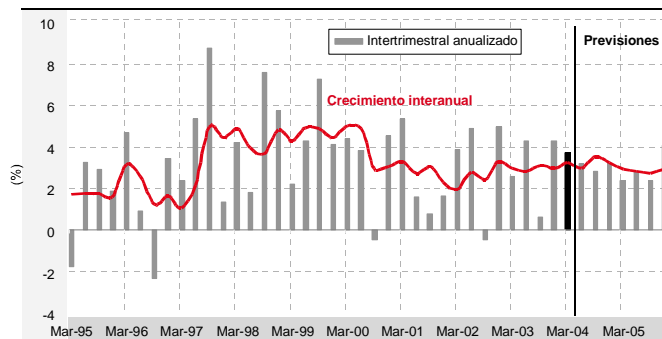
España – PIB anual, 1981-2005P



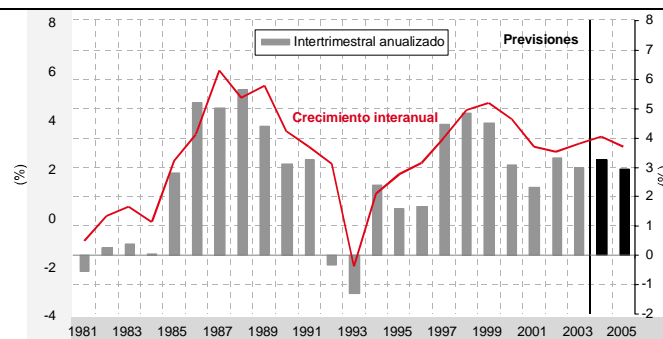
Fuentes: Datastream y estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

- **Consumo privado:** 0,9% intertrimestral, 3,2% interanual en 1T04 frente a 3,0% en 2003. El consumo privado se mantiene saludable en España. Es una de las principales diferencias con otros países de la zona euro (en Alemania se mantuvo plano en el 1T04, y en Francia fue elevado, pero parece insostenible). Los principales benefactores del consumo privado español fueron unos tipos de interés bajos, la creación de empleo, los mayores ingresos, los asuntos demográficos, etc. —y no hay previsión de que estos factores vayan a cambiar a corto plazo—. Por lo tanto, seguimos teniendo plena confianza en el buen comportamiento del consumo privado en los próximos trimestres.

PIB español – Consumo privado, 1995-2005P



PIB anual español – Consumo privado, 1981-2005P

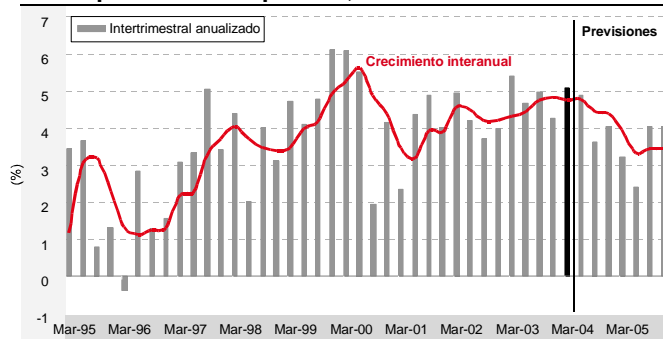


Fuentes: Datastream y estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

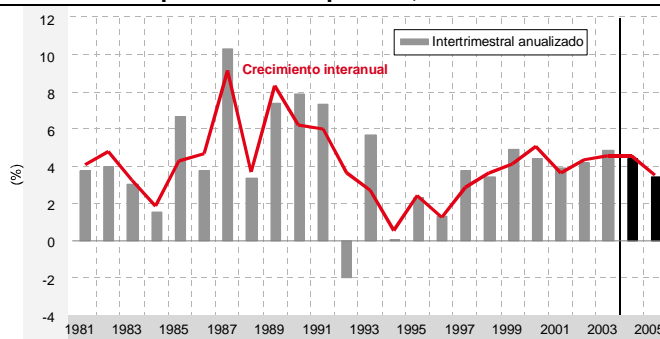


- **Gasto público:** 1,2% intertrimestral, 4,7% interanual en el 1T04 y 4,6% en 2003. El gasto público sigue fuerte. La ausencia de problemas en las cuentas públicas permite al Gobierno mantener niveles relativamente altos de consumo (según informa el Gobierno, el déficit presupuestario central podría ser del 0,9% del PIB en 2004). No esperamos una desaceleración del gasto público hasta 2005P. Es más, el riesgo sería un incremento del gasto público mayor.

PIB español – Gasto público, 1995-2005P



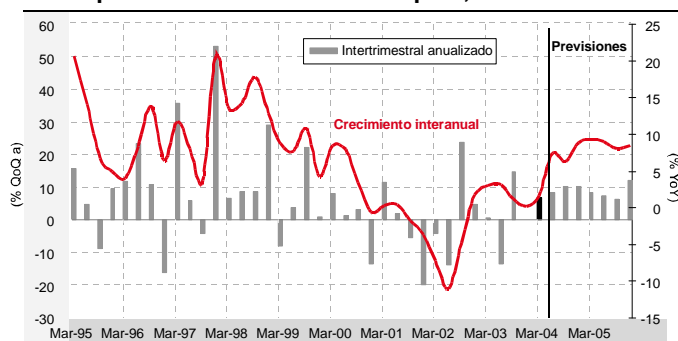
PIB anual español – Gasto público, 1981-2005P



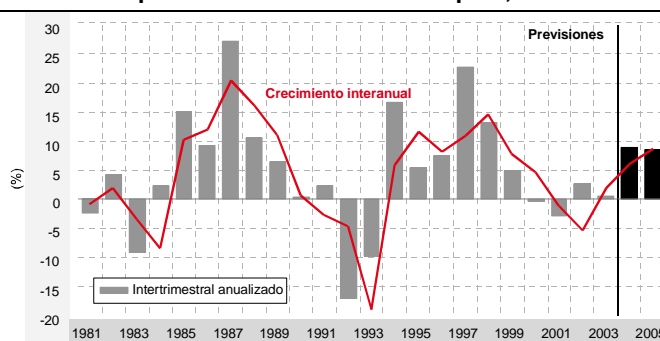
Fuentes: Datastream y estimaciones y previsiones SCH Bolsa.

- **Inversión:** la inversión en bienes de capital aumentó un 1,6% intertrimestral y un 1,6% interanual en el 1T04. Fue del 1,9% en 2003, y confiamos en que sea del 5,0% en 2004E. Es el tercer trimestre consecutivo con un incremento de la inversión en bienes de capital.

PIB español – Inv. en bienes de capital, 1995-2005P



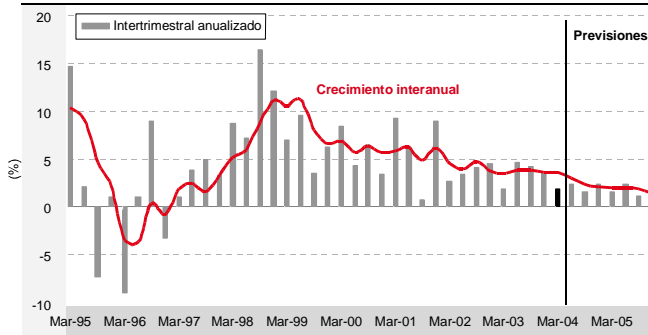
PIB anual español – Inv. en bienes de capital, 1981-2005P



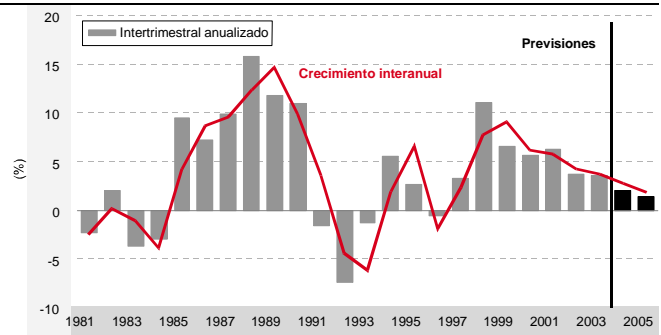
Fuentes: Datastream y estimaciones y previsiones SCH Bolsa.

La inversión en construcción aumentó un escaso 0,5% intertrimestral y un 3,6% interanual en el 1T04. Es el tercer trimestre consecutivo de desaceleración en las tasas de crecimiento. En resumen, vemos una clara recuperación de la inversión en bienes de capital y una desaceleración de la inversión en construcción. El comportamiento de ambos indicadores de inversión apunta a un crecimiento más equilibrado del PIB en el futuro.

PIB español – Inversión en construcción, 1995-2005P



PIB anual español – PIB Invers. en construcción, 1981-2005P



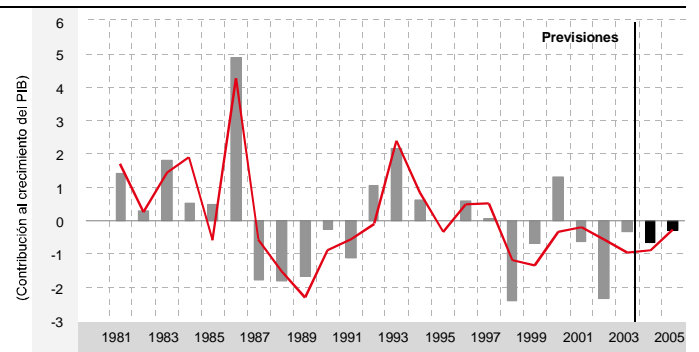
Fuentes: Datastream y estimaciones y previsiones SCH Bolsa.

- **Inventarios:** añadieron -0,2 puntos porcentuales al crecimiento intertrimestral en el 1T04. Esperamos una contribución negativa de -0,9 puntos porcentuales en 2004E.
- **Sector exterior:** contribuyó con -0,2 puntos porcentuales al crecimiento intertrimestral del 1T04 y -0,9 puntos porcentuales en 2003. La solidez de la demanda interna incrementó las importaciones (1,0% intertrimestral), mientras que las exportaciones sólo crecieron un 0,5% intertrimestral. Creemos que el sector exterior contribuirá negativamente al crecimiento del PIB en 2004E.

España – PIB anual: import. frente a export., 1981-2005P



España – PIB anual: sector exterior neto, 1981-2005P



Fuentes: Datastream y estimaciones y previsiones SCH Bolsa.

■ **En resumen:**

El crecimiento del PIB español se mantiene fuerte y podría acelerarse en los próximos trimestres.

En nuestra opinión, la economía española seguirá superando al de las economías más importantes de los países europeos. No hay previsión de sorpresas negativas hasta que el BCE se decida a subir los tipos de interés.

La aceleración de la inversión en bienes de capital y la desaceleración de la inversión en construcción son buenas noticias, pues suponen un mayor equilibrio en el crecimiento del PIB.



PIB español – Historia y previsiones, 2001-2005P

		3T02	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04E	3T04E	4T04E	2001	2002	2003	2004E	2005P
PIB Real	Intertrimestral	0,6	0,4	0,5	0,7	0,6	0,7	0,6	0,9	0,7	0,5					
	Intertr. anualiz.	2,4	1,8	2,2	3,0	2,6	3,0	2,6	3,6	2,8	2,0					
	Interanual	1,8	2,1	2,2	2,3	2,4	2,7	2,8	3,0	3,0	2,8	2,8	2,0	2,4	2,9	3,0
Consumo privado (59,2% del GDP)	Intertrimestral	-0,1	1,2	0,6	1,1	0,2	1,1	0,9	0,8	0,7	0,8					
	Intertr. anualiz.	-0,5	5,0	2,6	4,3	0,6	4,3	3,8	3,2	2,8	3,2					
	Interanual	2,5	3,3	3,0	2,8	3,1	3,0	3,2	3,0	3,5	3,3	2,9	2,6	3,0	3,3	2,9
Gasto público (18,6% del PIB)	Intertrimestral	0,9	1,0	1,3	1,2	1,2	1,0	1,2	1,2	0,9	1,0					
	Intertr. anualiz.	3,7	4,0	5,4	4,7	5,0	4,3	5,1	4,9	3,6	4,1					
	Interanual	4,2	4,2	4,3	4,5	4,8	4,8	4,7	4,8	4,5	4,4	3,6	4,4	4,6	4,6	3,5
Inversión (24,7% del PIB)	Intertrimestral	2,1	1,0	0,4	-0,2	1,7	0,6	0,9	1,3	2,1	0,8					
	Intertr. anualiz.	8,7	4,2	1,8	-0,8	6,9	2,4	3,8	5,1	8,7	3,4					
	Interanual	1,5	2,9	3,2	3,4	3,0	2,5	3,0	4,6	5,0	5,2	3,3	1,0	3,0	4,5	4,5
Inventarios	mn €	342	1.398	505	-270	647	1.067	802	50	350	250					
	Cont. PIB	0,3	0,8	-0,6	-0,5	0,6	0,3	-0,2	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Exportaciones (30,6% del PIB)	Intertrimestral	4,4	1,0	-1,7	4,0	-1,0	0,6	0,5	2,5	1,5	3,0					
	Intertr. anualiz.	18,7	4,1	-6,7	17,2	-4,0	2,5	2,1	10,4	6,1	12,6					
	Interanual	1,2	4,4	4,4	7,8	2,2	1,8	4,1	2,6	5,2	7,7	3,7	0,0	4,1	4,9	9,4
Importaciones (34,2% del PIB)	Intertrimestral	5,2	5,4	-2,8	2,1	1,2	2,2	1,0	1,0	3,0	3,5					
	Intertr. anualiz.	22,6	23,2	-10,7	8,8	5,0	8,9	4,0	4,1	12,6	14,8					
	Interanual	3,4	11,8	8,5	10,1	5,9	2,7	6,7	5,5	7,3	8,7	4,0	1,9	6,8	7,1	9,1
Saldo exter. neto	mn €	-494	-2.033	624	701	-1.050	-784	-266	600	-848	-457					
	Cont. PIB	-0,4	-1,5	0,4	0,5	-0,7	-0,5	-0,2	0,4	-0,6	-0,3	-0,2	-0,6	-0,9	-0,9	-0,3
IPC												3,6	3,5	3,0	2,8	2,5
Tasa de desempleo												13,0	11,5	11,2	11,0	10,5
Saldo presupuestario (a)												-0,3	0,1	0,3	0,0	0,0
Balanza por cuenta corriente (a)												-4,5	-0,9	-3,0	-2,7	-2,5

Fuentes: INE, Banco de España, estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa. Datos anuales: media anual. (a) como % del PIB. Cont GDP: contribución al crecimiento intertrimestral del PIB.

ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

Europa, EEUU y Japón – Estimaciones y previsiones, 2001-04P

PIB	2001	2002	2003	Consenso	2004E	Consenso	2005P	Consenso
Alemania	1,0	0,2	0,0	0,0	1,7	1,6	2,1	1,7
Francia	2,1	1,3	0,2	0,2	1,8	1,7	2,2	2,1
Italia	1,7	0,4	0,5	0,4	1,8	1,1	2,4	1,9
España	2,8	2,0	2,3	2,3	2,9	2,9	3,2	3,1
Portugal	1,7	0,4	-0,8	-0,4	1,0	1,2	2,2	2,3
Euro-12	1,6	0,9	0,4	0,5	1,9	1,6	2,3	2,0
Reino Unido	2,1	1,7	-	2,0	-	3,1	-	2,6
Argentina	-4,4	-10,9	8,7	7,3	6,8	6,7	3,0	4,1
Brasil	1,3	1,9	-0,2	0,1	3,8	3,4	4,0	3,6
México	-0,3	0,9	1,3	1,2	3,2	3,2	4,0	3,6
Japón	0,4	0,2	-	2,7	-	3,0	-	1,7
EEUU	0,3	2,5	2,8	3,1	3,5	4,6	2,5	3,7

IPC	2001	2002	2003	Consenso	2004E	Consenso	2005P	Consenso
Alemania	2,0	1,3	1,0	1,1	0,8	1,2	1,2	1,2
Francia	1,6	2,0	2,0	2,1	1,3	1,8	1,5	1,6
Italia	2,7	2,5	2,7	2,7	1,9	2,1	2,0	2,1
España	3,6	3,5	3,0	3,0	2,8	2,5	2,5	2,5
Portugal	4,4	3,6	3,3	3,2	2,6	2,2	2,5	2,2
Euro-12	2,4	2,2	1,9	2,1	1,3	1,7	1,5	1,6
Reino Unido	2,1	2,2	-	2,6	-	1,5	-	1,8
Argentina	-1,5	41,0	3,7	3,9	6,0	6,9	9,0	6,7
Brasil	7,7	12,5	9,3	9,3	5,8	6,1	5,0	5,2
México	4,4	5,7	4,0	3,9	3,9	4,2	3,5	3,8
Japón	-0,7	-0,9	-	-0,2	-	-0,2	-	-0,2
EEUU	2,8	1,6	2,4	2,3	1,6	1,9	1,5	1,9

Indicad. financieros*	2001	2002	2003	2004E	Consenso	2005P	Consenso
Tipos intervención							
Zona euro	3,25 (4,23)	2,75 (3,21)	2,00 (2,25)	2,00 (2,00)	2,445	3,00 (2,81)	3,04
EEUU	1,75 (3,73)	1,25 (1,67)	1,00 (1,10)	1,00 (1,00)	1,75	2,75 (2,06)	3,25
Bonos a 10 años							
Zona euro	5,00 (4,83)	4,20 (4,77)	4,29(4,09)	4,50 (4,46)	4,69	4,50 (4,57)	4,89
EEUU	5,05 (4,96)	3,81 (4,53)	4,24(3,99)	4,25 (4,53)	4,90	4,50 (4,13)	5,10
Tipo de cambio							
Euro-dólar	0,89 (0,89)	1,05 (0,95)	1,26 (1,14)	1,13 (1,15)	1,24	1,10 (1,11)	1,24

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

Fuentes: previsiones del consenso (abril de 2004), Barómetro de la zona euro (abril de 2004) y previsiones y estimaciones de Santander Investment y previsiones y estimaciones de Santander Central Hispano Bolsa.



APÉNDICE 1

Resumen de indicadores de la zona euro

PIB y sus componentes	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas					
	2001	2002	2003	2T03	3T03	4T03	1T04	4T 02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04
Consumo privado	1,7	0,1	1,0	1,1	0,9	0,6	-	1,2	1,9	0,1	0,5	0,1	-
Gasto público	2,5	2,9	2,0	1,8	1,9	2,2	-	0,4	2,0	2,4	2,8	1,8	-
F. B. capital fijo	-0,3	-2,8	-1,0	-0,6	-1,0	-0,7	-	1,2	-3,2	-1,2	-0,7	2,2	-
Var. existencias (contrib.)	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,0	0,4	-	0,7	0,7	-0,2	-1,0	2,3	-
Demanda interna	1,0	0,3	1,1	1,0	0,8	1,2	-	1,8	1,5	0,0	-0,2	3,5	-
Exportaciones	3,4	1,5	0,1	-1,3	-0,3	0,3	-	-1,2	-5,3	-3,1	9,1	1,0	-
Importaciones	1,7	-0,1	1,8	1,0	1,0	1,8	-	3,4	-1,5	-2,0	4,4	6,5	-
Aportac. sector Exterior	0,6	0,6	-0,7	-0,9	-0,5	-0,6	-	-1,7	-1,6	-0,5	1,9	-2,0	-
PIB	1,6	0,9	0,4	0,1	0,3	0,6	1,3	0,0	-0,1	-0,5	1,6	1,5	2,4
PIB nom. (€ mds)	6842,6	7073,3	7251,9										
Indicadores de actividad	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	2T03	3T03	4T03	1T04	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04
Producción industrial (IPI)	0,4	-0,5	0,2	-0,6	-0,2	1,0	0,7	0,3	2,3	0,6	1,1	0,3	-
-sin construcción	0,4	-0,5	0,4	-0,8	-0,1	1,4	0,9	0,8	2,3	0,6	1,0	1,0	-
Producción manufacturera	0,3	-0,8	0,1	-1,1	-0,4	1,4	0,9	0,7	2,3	0,6	1,3	0,8	-
Ventas al por menor	1,7	0,0	0,2	0,8	-0,4	-0,5	0,6	-2,0	-0,3	0,9	-0,1	0,9	-
Nuevas matriculaciones	0,1	-2,4	-										
Utilización capacidad prod.		83,4	81,4	81,0	80,8	80,7	81,2	80,6					
Indicadores de confianza	Meia anual			Media trimestral				Índice					
	2001	2002	2003	2T03	3T03	4T03	1T04	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04
Clima económico	97,0	95,6	95,1	94,7	95,0	95,7	96,0	96,0	95,6	96,0	95,9	96,1	96,6
Clima empresarial	-0,18	-0,51	-0,40	-0,60	-0,56	-0,05	0,01	0,05	-0,01	0,10	0,01	-0,07	0,04
Confianza industria	-9	-11	-10	-12	-11	-7	-7	-6	-8	-6	-7	-7	-5
Confianza construcción	-11	-19	-21	-21	-22	-20	-20	-20	-19	-19	-21	-19	-17
Confianza comercio minorista	-7	-16	-14	-15	-13	-10	-10	-10	-12	-10	-11	-10	-8
Confianza servicios	15	1	2	-2	5	10	11	11	11	10	11	11	10
Confianza consumidores	-5	-11	-18	-19	-17	-16	-14	-15	-16	-15	-14	-14	-14
PMI	48	50	49	47,0	49,1	52,0	52,8	51,3	52,2	52,5	52,5	52,4	53,3
- Producción	49	52	51	48,7	50,3	54,0	54,5	53,1	54,4	54,5	54,6	54,3	54,7
- Nuevos pedidos	47	51	50	46,0	50,3	54,4	55,0	53,2	55,0	55,1	55,4	54,6	55,1
- Empleo	49	47	47	45,7	46,6	48,3	48,4	47,9	48,5	48,4	48,4	48,1	48,7
- Existencias	47	46	46	46,2	46,0	46,5	46,9	47,2	46,1	46,2	46,3	47,2	47,3
- Tiempos de entrega proveedores	53	50	50	51,2	50,0	47,8	45,0	48,2	48,0	47,2	47,0	45,3	42,7
- Precios	48	52	52	49,6	46,0	52,9	59,8	52,3	52,9	53,6	54,6	59,4	65,3
Precios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	2T03	3T03	4T03	1T04	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04
IPC	2,4	2,3	2,1	2,0	2,0	2,1	1,7	0,0	0,4	-0,3	0,3	0,6	0,5
Infl. subyacente	1,8	2,4	1,8	1,8	1,7	1,7	1,8	0,1	0,4	-0,7	0,4	0,5	0,5
PPI (excl. construcción)	2,1	-0,1	1,6	1,5	1,2	1,1	0,2	0,1	-0,1	0,3	0,2	0,6	-
Deflactor PIB	2,4	2,5	2,1	2,2	2,2	2,1	-						
Defactor de la demanda interna	2,3	2,1	1,9	1,8	1,9	1,8	-						
Costes y salarios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	2T03	3T03	4T03	1T04	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04
Coste laboral unitario	2,6	2,2	2,2	2,7	2,4	1,7	-						
Remuneración asalariado	2,8	2,5	2,4	2,6	2,5	2,1	-						
Productividad	0,2	0,4	0,2	-0,1	0,1	0,3	-						
Mercado de trabajo	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	2T03	3T03	4T03	1T04	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04
Tasa de desempleo	8,0	8,4	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	-
Índice de empleo excl. construcción	0,1	-2,6	-	-2,0	-2,3	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0
Sec. monetario y financiero	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	2T03	3T03	4T03	1T04	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04
M3	10,9	6,6	6,4	8,0	7,0	6,4	5,8	0,2	0,2	0,4	0,5	0,3	0,6
M3 Media móvil 3m	7,9	7,1	7,0	8,6	8,0	7,0	6,1	7,5	7,0	6,6	6,4	6,1	-
Préstamos al sector privado	7,0	4,0	4,6	3,8	4,0	4,6	4,6	0,7	0,3	0,2	0,4	0,4	0,8
Datos financ. (tasas inter.)	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	2T03	3T03	4T03	1T04	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04
Tipo efectivo €	1,5	3,0	11,4	14,0	10,1	10,3	7,6	9,4	11,2	9,7	7,8	5,3	2,6
Tipo efectivo real € (CPI)	2,5	4,4	12,2	14,8	10,9	11,3	8,4	10,5	12,1	10,5	8,6	6,1	3,4
Tipo efectivo real € (PPI)	3,1	3,9	10,9	13,7	9,2	9,6	7,1	9,0	10,2	8,7	7,1	5,5	3,1
Tipo efectivo real € (ULC)	1,3	4,1	12,5	15,6	11,0	12,3	-						
Sector exterior	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	2T03	3T03	4T03	1T04	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04
Saldo cta. corriente (% PIB)	-0,2	0,8	0,4	-0,4	0,6	1,0	-						
- € Mds (1)	-17	55	26	42	28	25	29	25	26	26	29	37	-
Cuentas públicas (% PIB)	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Total recursos	46,5	47,5	48,1	47,6	47,2	48,0	48,2	47,6	48,1	47,8	47,1	46,5	46,6
Total empleos	51	52,4	53,9	52,7	52,3	52,3	50,9	49,9	49,4	48,7	48,8	48,8	49,4
Déficit/Superávit	-4,8	-4,9	-5,7	-5,1	-5,1	-4,3	-2,6	-2,3	-1,3	-0,9	-1,7	-2,3	-2,7

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

APÉNDICE 2

Estados Unidos: Indicadores, 2001-03

PIB y sus componentes	2001	2002	Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas			
			2T03	3T03	4T03	1T04	2T03	3T03	4T03	1T04
Consumo privado	2,5	3,4	2,5	3,7	4,0	4,3	3,3	6,9	3,2	3,9
Gasto e inv. públicos	2,8	3,8	4,1	3,9	2,1	3,0	7,4	1,8	-0,1	2,9
Inversión privada	-8,4	-1,2	2,8	3,6	7,4	11,1	4,7	14,8	14,9	10,1
- Equipo	-5,2	-2,8	3,4	6,8	10,1	12,5	8,0	17,6	14,9	9,8
- Construcción	-0,8	-4,6	1,4	5,4	6,0	5,7	4,3	13,7	4,9	0,3
Demanda interna	0,7	2,8	2,9	3,8	4,2	5,1	4,3	7,0	4,3	4,6
Exportaciones	-5,2	-2,4	-0,7	0,6	6,5	8,3	-1,1	9,9	20,5	4,9
Importaciones	-2,6	3,3	3,5	2,7	4,5	7,9	9,1	0,8	16,4	5,9
PIB	0,5	2,2	2,4	3,6	4,3	5,0	3,1	8,2	4,1	4,4
PIB nominal (M.M. \$)	10101	10481								
Actividad general	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T03	3T03	4T03	1T04	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04
Indicador adelantado	0,2	2,2	3,1	4,1	2,9	3,1	3,5	3,9	4,9	4,9
Indicador coincidente	-0,1	0,4	1,1	1,7	1,1	1,4	1,3	1,8	1,9	2,4
Ratio existencias/Ventas	1,37	1,33	1,29	1,26	1,28	1,26	1,26	1,27	1,23	-
Producción industrial	-1,0	-0,4	1,5	2,8	1,5	2,3	2,4	2,7	3,4	4,8
Utilización capacidad (1)	74,1	74,5	75,0	76,2	75,7	75,8	76,2	76,6	76,5	76,9
Índice ISM	-11,2	5,9	19,1	25,8	23,6	19,0	20,0	24,3	34,1	35,1
Índice ISM (1)	50,0	55,0	57,1	63,6	61,3	63,4	63,6	61,4	62,5	62,4
Consumo privado	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T03	3T03	4T03	1T04	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04
Ganancia real por hora	0,8	0,5	0,4	0,3	0,7	0,1	0,2	0,2	0,4	0,2
Ventas al por menor	4,5	6,1	6,7	7,8	7,3	6,4	6,3	8,5	8,5	8,0
-sin autos	3,4	6,3	6,8	8,2	6,9	6,9	7,6	8,2	8,7	9,4
Gastos de consumo	2,5	3,7	4,0	4,3	4,1	4,0	4,1	4,5	4,3	-
Confianza consumidores (1)	83,6	81,7	81,7	97,7	92,5	94,8	97,7	88,5	88,5	93,0
Expectativas consumidor (1)	94,5	94,9	91,5	105,3	100,1	107,4	105,3	91,9	91,3	94,8
Tasa de ahorro familiar (1)	2,4	2,7	1,9	1,8	1,8	1,4	1,8	1,9	1,9	-
Crédito al consumo	4,1	4,5	5,0	5,2	4,7	5,0	5,3	4,8	5,2	-
Inversión en equipo	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T03	3T03	4T03	1T04	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04
Nuevos pedidos	1,4	3,3	7,4	8,3	6,6	8,8	6,1	7,8	10,8	-
-ex autos	1,1	5,0	6,9	8,7	6,4	7,8	7,1	8,2	10,7	-
Pedidos b. capital sin def. y aviones	-0,4	3,3	7,7	11,3	5,6	12,2	9,4	10,8	13,7	12,9
ISM: Producción	-13,1	6,4	24,4	29,5	23,8	27,7	28,1	22,2	39,4	37,3
ISM: Nuevos pedidos	-16,3	15,1	28,1	28,9	39,7	21,8	21,3	27,9	39,5	41,6
	4T01	1T02	2T02	3T02	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04
Benef. después de impuestos	-5,3	-1,4	4,9	17,8	24,1	16,9	7,4	13,9	20,7	14,3
Construcción	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T03	3T03	4T03	1T04	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04
Viviendas iniciadas	3,2	11,0	17,6	11,4	17,2	15,6	4,2	14,4	16,4	20,3
Ventas nuevas viviendas	15,4	15,2	8,7	19,9	6,1	6,9	15,4	21,1	23,2	6,4
Gastos de construcción	1,6	5,7	6,9	6,3	6,7	6,6	4,9	6,1	7,9	-
Permisos de construcción	7,2	10,8	8,2	6,7	8,4	4,4	5,3	2,5	12,6	11,6
Empleo y salarios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T03	3T03	4T03	1T04	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04
Población activa	1,3	1,0	1,2	0,6	1,4	1,2	0,7	0,4	0,6	0,3
Empleo total	0,9	0,6	1,2	0,8	1,5	1,5	0,8	0,7	0,7	0,7
Tasa de paro (% pob. activa) (1)	6,1	6,1	6,0	5,6	5,9	5,7	5,6	5,6	5,7	5,6
Duración media paro (sem.) (1)	19,2	19,2	19,4	19,8	20,0	19,6	19,8	20,3	20,1	19,7
Jornada media laboral (horas) (1)	33,7	33,6	33,7	33,8	33,8	33,6	33,8	33,8	33,7	33,7
Ganancia media por hora	2,9	2,7	2,1	1,8	2,2	1,8	2,0	1,6	1,8	2,2
	4T01	1T02	2T02	3T02	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04
Coste del empleo total	4,1	3,9	4,0	3,7	3,6	3,9	3,8	4,0	3,9	3,8
Precios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T03	3T03	4T03	1T04	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04
Inflación	2,1	2,2	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9	1,7	1,7	2,3
Inflación subyacente	1,5	1,3	1,2	1,3	1,1	1,2	1,2	1,3	1,6	1,8
Precios producción	2,6	3,4	3,6	2,3	3,4	4,0	3,3	2,1	1,4	3,7
P. producc sin energía y alim.	-0,2	0,3	0,7	0,9	0,5	1,0	0,9	1,0	0,7	1,5
Precios importación	1,7	1,7	1,9	1,4	2,3	2,4	2,2	0,9	1,1	4,6
Precios exportación	1,6	1,0	1,8	2,9	1,7	2,2	2,6	2,7	3,4	4,1
Sector exterior	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T03	3T03	4T03	1T04	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04
Saldo B. bienes y servicios (4)	-464,0	-479,0	-490,0	-497,0	-490	-490	-493	-497	-500	-
Saldo B. bienes y servicios (4) % PIB	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3	-
Saldo Balanza comercial (4)	-553,2	-567,6	-580,4	-589,9	-580	-581	-586	-590	-594	-
Saldo Balanza comercial (4) % PIB	-5,1	-5,1	-5,2	-5,1	-5,1	-5,1	-5,1	-5,1	-5,1	-
Tipo cambio efectivo nominal	-12,2	-8,3	-13,8	-12,3	-13,0	-14,4	-13,8	-12,7	-10,4	-9,5
Política económica	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	2T03	3T03	4T03	1T04	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04
Oferta monetaria (M2)	7,9	7,8	5,3	4,3	5,2	4,6	4,1	4,2	4,5	4,6
Tipo fondos federales (1)	1,27	1,01	1,02	1,00	1,00	0,99	1,00	1,01	1,00	1,01
Ingresos federales (3)	528	429	441	410	118	187	185	92	132	220
Gastos federales (3)	544	534	569	580	161	203	187	189	205	202
Déficit público federal (3)	-17	-105	-129	-171	-43	-16	-1	-97	-73	18

(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: 34-91-701-9009
Fax: 34-91-701-9114

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 (Final del Año)**Comprar**

Potencial alcista superior al 20%.

Mantener

Potencial alcista del 15%-20%.

Infraponderar

Potencial alcista inferior al 15%.

(1) 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 son para el 31 de diciembre del año siguiente.

El presente informe ha sido preparado por Santander Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. (SCH 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. El presente informe no se publica para su distribución en los Estados Unidos. El presente informe no puede entregarse a clientes privados.

Entidades pertenecientes al Grupo Santander Central Hispano han participado como coordinador, colocador o asegurador en una oferta pública de venta de Abengoa S.A., Aceralia, S.A., ACS Actividades de Construcción y Servicios, S.A., Adolfo Domínguez, S.A., Aldeasa, S.A., Amadeus Global Travel Distribution, S.A. Aragonesas, S.A., Argenteria Corporación Bancaria de España, S.A., Azkar, S.A., Barón de Ley, S.A., Befesa Medio Ambiente, S.A., Dinamia, S.A., Endesa, S.A., FAES Fabrica Española de Productos Químicos y Farmacéuticos, S.A., Federico Paternina, S.A., Funespaña, S.A., Gas Natural, S.A., Ginés Navarro, S.A., Grupo Ferrovial, S.A., Indra, S.A., Inmobiliaria Colonial, S.A., Mapfre Vida, S.A., Mecalux, S.A., Meliá Inversiones Americanas, N.V., Obrascón Huarte Lain, S.A., Parques Reunidos, S.A. Red Eléctrica de España, S.A., Repsol, S.A., Sogecable, S.A., Sol Meliá, S.A., Superdiplo S.A., Tabacalera, S.A., Telefónica de España, S.A., Telefónica de Publicidad e Información, S.A. TelePizza, S.A., Terra Networks, S.A., Vidriera Leonesa, S.A., y Zeltia S.A. en los últimos tres años.

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 Central Hispano, sus sociedades filiales y cualquiera de sus oficinas o consejeros podrán en cada momento tener una posición o estar de otro modo interesados en las operaciones de títulos valores que, directa o indirectamente, sean objeto del presente informe.

Grupo Santander Central Hispano o sus sociedades filiales podrán en cada momento prestar servicios o solicitar los negocios de cualquier compañía incluida en el presente informe. Grupo Santander Central Hispano, sus sociedades filiales o cualquier otra persona no aceptarán ningún tipo de responsabilidad por pérdidas directas o emergentes 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 con ningún objeto.

© Santander Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. 2004. Reservados todos los derechos.



THE IBERIAN QUANT OBSERVER

Jesús Gómez
(34) 91-701-9316
jegomez.madrid@sinvest.es

Antonio Espasa
(34) 91-701-9319
aespasa.madrid@sinvest.es

Cristina Bergón
(34) 91-701-9309
cbergon.madrid@sinvest.es

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
VII. FUSIONES Y ADQUISICIONES Y ACTIVIDAD CORPORATIVA	9

I. ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

Europa, EEUU y Japón – Estimaciones y previsiones, 2001-05P

GDP (*)	2001	2002	2003	2004E	Cons	2005P	Cons
Germany	1,0	0,2	-0,1	1,7	1,6	2,1	1,7
France	2,1	1,3	0,5	1,8	1,8	2,2	2,1
Italy	1,7	0,4	0,4	1,8	1,0	2,4	1,8
Spain	2,8	2,0	2,4	2,9	2,8	3,2	3,0
Portugal	1,7	0,4	-1,0	1,0	1,0	2,2	2,2
Euro-12	1,6	0,9	0,4	1,9	1,6	2,3	2,0
UK	2,1	1,7	-	-	3,1		2,7
Argentina	-4,4	-10,9	8,7	6,8	6,8	3,0	3,8
Brazil	1,3	1,9	-0,2	3,8	3,6	4,0	3,5
Mexico	-0,3	0,9	1,3	3,2	3,2	4,0	3,4
Japan	0,4	0,2	-	-	3,1		1,6
US	0,5	2,2	3,1	4,4	4,6	3,3	3,8

CPI	2001	2002	2003	2004E	Cons	2005P	Cons
Germany	2,0	1,3	1,1	0,8	1,3	1,2	1,2
France	1,6	2,0	2,1	1,3	1,9	1,5	1,6
Italy	2,7	2,5	2,8	1,9	2,2	2,0	2,1
Spain	3,6	3,5	3,1	2,8	2,5	2,5	2,5
Portugal	4,4	3,6	3,3	2,6	2,3	2,5	2,1
Euro-12	2,4	2,2	2,1	1,3	1,6	1,5	1,6
UK	2,1	2,2	-	-	1,5	-	1,8
Argentina	-1,5	41,0	3,7	6,0	6,9	9,0	7,1
Brazil	7,7	12,5	9,3	6,3	6,2	5,0	5,2
Mexico	4,4	5,7	4,0	4,0	4,0	3,5	3,7
Japan	-0,7	-0,9	-	-	-0,2	-	-0,2
US	2,8	1,6	2,3	2,2	2,2	1,9	2,1

Financial (*)	2001	2002	2003	2004E	Cons	2005P	Cons
Intervention rates							
Euro-zone	3,25 (4,23)	2,75 (3,21)	2,00 (2,25)	2,00 (2,00)	2,445	3,00 (2,81)	3,04
US	1,75 (3,73)	1,25 (1,67)	1,00 (1,10)	2,00 (1,35)	1,75	3,75 (3,06)	3,25
10-year bond yields							
Euro-zone	5,00 (4,83)	4,20 (4,77)	4,29 (4,09)	4,50 (4,46)	4,69	4,50 (4,57)	4,89
US	5,05 (4,96)	3,81 (4,53)	4,24 (3,99)	5,20 (4,79)	4,90	5,60 (5,30)	5,10
Currencies							
Euro-dollar	0,89 (0,89)	1,05 (0,95)	1,26 (1,14)	1,13 (1,18)	1,21	1,12 (1,10)	1,22

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

Fuentes: previsiones del consenso (mayo de 2004), Barómetro de la zona euro (mayo de 2004) y previsiones y estimaciones de Santander Investment y previsiones y estimaciones de Santander Central Hispano Bolsa.



II. MONITOR POR PAÍS Y SECTOR

Múltiplos de valoración

	Cap. bur. (mn €)	PER (x)			TACC (%)	EV/EBITDA (x)				TACC (%)	P/FC (x)			TACC (%)	RpD (%)		P/VC (x)	
		03E	04P	05P	BpA	03E	04P	05P	EBITDA	03E	04P	05P	FCpA	04P	05P	04P	05P	
Francia (CAC 40)	789.204	22,4	15,1	13,2	16,0	8,4	7,6	7,0	4,5	9,8	9,3	8,4	7,2	2,5	2,8	2,5	2,3	
Alemania (DAX 30)	533.592	17,1	14,6	12,3	32,2	7,4	6,3	5,6	4,8	8,4	7,7	7,0	4,4	2,6	2,9	2,1	1,9	
Italia (MIB 30)	404.561	20,6	15,7	14,6	22,4	6,6	6,2	5,8	6,1	7,3	6,9	6,4	5,0	4,5	4,1	2,6	2,4	
Portugal (PSI 20)	44.711	19,6	15,7	13,4	20,9	8,6	7,9	7,2	7,8	6,8	6,3	5,7	10,7	3,1	3,6	2,1	2,0	
España (IBEX 35)	336.509	15,8	15,3	14,6	18,7	8,1	7,8	6,9	6,8	7,8	7,6	6,8	8,3	3,2	3,5	3,1	2,7	
DJ Stoxx 600	5.709.385	18,0	14,7	13,4	15,0	9,3	6,3	6,2	7,1	9,6	7,8	7,1	7,6	3,1	3,4	2,9	2,7	
DJ Stoxx 50	2.539.048	16,9	14,3	13,0	15,5	8,9	8,0	7,3	4,7	11,1	10,1	9,4	5,7	3,3	3,5	2,7	2,5	
DJ Eurostoxx 50	1.647.332	16,1	13,8	12,3	21,3	7,2	6,5	6,0	4,4	8,1	7,9	7,3	5,7	3,3	3,6	2,4	2,2	
P. Ibérica Bienes de capital	22.050	15,0	11,9	9,8	51,1	7,2	6,0	5,3	12,6	7,1	6,0	5,4	14,3	3,2	3,4	1,6	1,4	
P. Ibérica Construcción	17.036	16,2	14,6	13,0	5,6	10,3	8,5	7,7	13,8	10,7	9,2	8,3	3,6	2,1	2,4	1,9	1,7	
P. Ibérica B. de consumo	25.692	21,1	17,5	14,7	25,3	9,4	8,0	7,0	12,0	12,2	10,5	9,1	19,7	1,8	2,1	3,6	3,2	
P. Ibérica Serv. consumidor	31.903	19,6	18,4	17,4	7,3	12,6	11,2	10,7	7,6	8,9	9,4	8,6	-0,9	1,5	1,5	2,6	2,4	
P. Ibérica Financieras	123.875	16,4	13,9	11,9	17,2	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	3,1	3,6	2,0	1,9	
P. Ibérica Petróleo y gas	39.517	11,8	11,9	11,6	-3,1	6,0	5,9	5,6	5,2	5,5	5,8	5,5	2,5	3,3	3,6	1,7	1,5	
P. Ibérica TMTs	123.091	30,3	23,1	19,0	-184,0	8,2	7,3	6,6	8,5	8,3	7,8	7,0	52,9	2,6	2,7	3,8	3,5	
P. Ibérica Utilities	44.341	13,7	12,4	11,1	9,8	8,3	7,9	7,3	5,7	4,9	5,6	5,2	4,8	4,5	4,9	1,6	1,5	
Total P. Ibérica	427.505	18,1	15,6	13,6	69,7	10,6	9,6	8,8	8,1	10,3	10,2	9,3	16,6	2,9	3,2	2,3	2,1	

Nota: la TACC se calcula sobre el período 2002-05P.

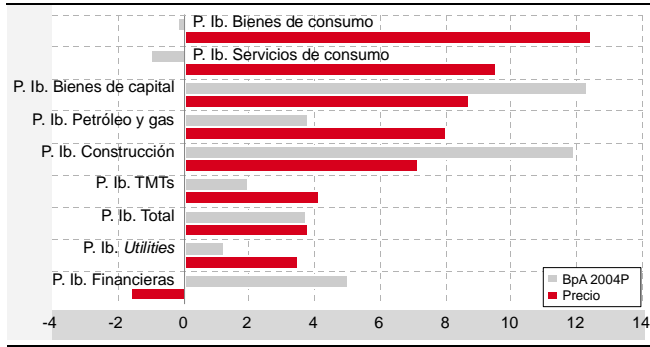
Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.

Comportamiento de los mercados (%)

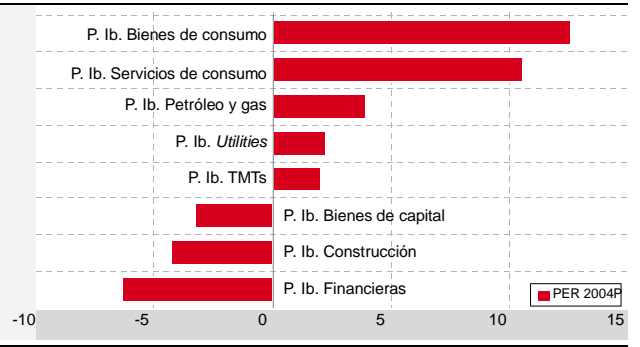
	Cierre	Últimos 12M		-1S	-1M	-3M	-6M	-12M	En el trim.	En el año	Desde 12M	
	27-may	Máx.	Mín.								Máx.	Mín.
Francia (CAC 40)	3.679	3.832	2.827	1,9	-2,7	-1,2	7,2	27,2	1,5	3,4	-4,0	30,2
Alemania (DAX 30)	3.913	4.175	2.769	1,9	-5,3	-2,6	4,5	36,2	1,5	-1,3	-6,3	41,3
Italia (MIB 30)	27.565	28.803	24.259	-0,2	-3,8	-1,5	2,4	11,1	0,9	3,2	-4,3	13,6
Portugal (PSI 20)	7.269	7.970	5.574	0,0	-2,8	-4,7	11,1	29,4	-3,6	7,7	-8,8	30,4
España (IBEX 35)	7.965	8.478	6.252	1,9	-4,7	-3,4	9,9	25,2	-0,7	2,9	-6,0	27,4
DJ Stoxx 600	238	248	188	1,3	-3,7	-2,0	6,0	24,0	0,5	3,7	-4,2	26,5
DJ Stoxx 50	2.689	2.806	2.207	0,8	-3,8	-2,2	4,3	18,8	1,0	1,1	-4,2	21,8
DJ Eurostoxx 50	2.752	2.965	2.198	1,6	-4,6	-4,9	4,4	21,8	-1,3	-0,3	-7,2	25,2
P. Ibérica Bienes de capital	ND	ND	ND	2,8	-1,5	0,8	10,8	45,0	0,6	8,7	-6,7	47,3
P. Ibérica Construcción	ND	ND	ND	2,2	-2,5	2,0	13,5	25,6	0,4	7,2	-6,0	27,9
P. Ibérica B. de consumo	ND	ND	ND	2,2	2,8	2,0	7,3	5,0	1,4	12,4	-16,1	26,2
P. Ibérica Serv. consumidor	ND	ND	ND	0,6	-3,0	-2,7	10,3	26,6	-1,0	9,5	-12,2	33,1
P. Ibérica Financieras	ND	ND	ND	1,8	-2,9	-4,0	5,6	25,1	-0,6	-1,6	-8,1	28,6
P. Ibérica Petróleo y gas	ND	ND	ND	2,0	-3,0	2,1	13,1	27,0	0,7	8,0	-5,8	30,3
P. Ibérica TMTs	ND	ND	ND	1,3	-6,0	-8,2	10,6	28,2	-2,8	4,1	-12,4	33,5
P. Ibérica Utilities	ND	ND	ND	0,6	-2,0	-2,3	12,3	15,6	-1,0	3,5	-7,3	20,4
Total P. Ibérica	ND	ND	ND	1,5	-3,3	-3,6	9,4	24,7	-1,0	3,8	-9,8	30,2

Fuente: Bloomberg.

P. Ibérica – Variaciones en el año de los precios y estimaciones del BpA 2004E por sectores (%)

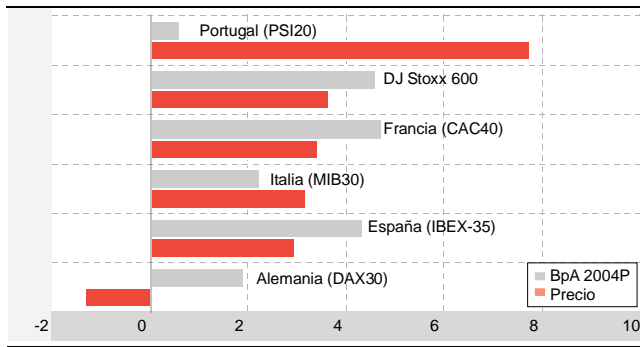


P. Ibérica – Variación relativa en el PER 2004E por sectores (%)

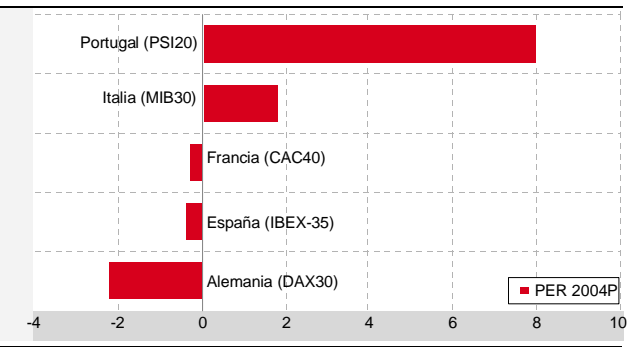


Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones Santander Central Hispano Bolsa.

Europa – Variaciones en el año de los precios y estimaciones del BpA 2004P por países (%)



Europa – Variación relativa en el PER 2004P por países (%)



Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones Santander Central Hispano Bolsa.

III. RECOMENDACIONES Y MÚLTIPLOS DE MERCADO

Compañía	País	Moneda	Precio 27/05/04	Cap. burs. (€mm)	SCH Bolsa Recomen	Precio objet.	Potencial alcista (%)	Ponderación (%) IBEX 35	PSI 20	Comport. bur. (%)			PER (x)			TACC BpA 02-05P (%)	EV/EBITDA (x)			TACC EBITDA 02-05P (%)	P/Fc (x)			TACC FcPA 02-05P (%)	RpD (%)			P/Vc (x)			Compañía
										-1S	Trim.	Año	03E	04P	05P		03E	04P	05P		03E	04P	05P		04P	05P	04P	05P			
Acerinox	ESP	EUR	45,2	2.971	Infracompr.	36,2	-19,8	1,0		5,7	13,4	20,8	23,5	24,5	11,3	14,3	10,8	10,7	6,2	11,7	10,6	10,4	6,8	15,0	2,6	2,9	1,7	1,6	Acerinox		
Arcelor	ESP	EUR	13,7	7.276	Compr.	16,8	-22,9	1,0		0,9	-7,5	-0,1	11,0	8,0	7,1	-303,8	5,1	4,1	4,0	15,8	4,7	3,7	3,6	15,6	3,7	3,7	0,9	0,8	Arcelor		
Cementos Portland Cimpor	ESP	EUR	48,6	1.351	Infracompr.	47,0	-3,2			0,9	-2,5	3,3	8,3	10,4	9,6	7,5	5,5	4,8	4,4	12,9	5,4	6,2	5,9	6,3	2,4	2,4	1,3	1,2	Cementos Portland Cimpor		
Ence	POR	EUR	4,3	2.916	Infracompr.	4,1	-5,5	5,1		1,2	3,3	5,9	16,3	16,2	14,7	4,1	7,8	7,2	6,6	3,2	7,3	7,0	6,6	-1,5	4,1	4,4	2,8	2,6	Ence		
Gamesa	ESP	EUR	21,8	556	Compr.	28,0	28,4			-0,4	-2,2	27,2	13,4	7,2	5,3	53,1	11,8	6,6	3,9	22,9	6,1	4,5	3,6	36,2	3,0	3,4	1,3	1,1	Gamesa		
Tubacex	ESP	EUR	36,2	2.932	Compr.	44,0	21,7	0,8		6,5	8,5	38,6	14,3	10,6	9,1	30,4	11,3	8,8	7,6	17,0	8,8	7,0	6,1	28,2	1,2	1,4	4,0	3,0	Tubacex		
Uralita	ESP	EUR	1,6	213	Compr.	1,9	20,0			0,0	-3,6	12,7	42,7	19,9	11,1	5,4	12,5	8,8	5,3	10,6	10,8	8,4	6,0	1,7	2,6	3,1	1,2	1,1	Uralita		
Zardoya Otis	ESP	EUR	8,6	566	Compr.	9,4	9,3			1,5	-2,3	16,5	-19,3	16,7	14,2	27,4	7,1	6,2	5,6	9,9	7,6	4,4	4,2	4,1	2,0	2,5	1,5	1,4	Zardoya Otis		
Bienes de capital	ESP	EUR	16,6	3.269	Infracompr.	16,8	1,3	2,9	5,1	1,7	3,8	0,7	28,7	29,6	25,2	9,8	17,7	17,6	15,0	6,5	25,5	26,1	22,5	36,6	3,3	3,8	24,3	22,0	Bienes de capital		
Acciona	ESP	EUR	51,4	3.263	Mantener	55,9	8,9	0,9		2,6	2,6	6,4	17,8	15,7	13,8	13,8	9,7	7,0	6,3	21,2	10,0	9,3	8,3	33,5	3,2	3,6	1,1	1,1	Acciona		
ACS	ESP	EUR	39,9	4.726	Compr.	45,0	12,9	1,6		1,2	0,2	3,0	11,3	10,1	9,0	16,0	10,8	9,7	8,6	14,4	9,1	8,3	7,6	7,9	2,4	2,8	1,9	1,6	ACS		
FCC	ESP	EUR	29,7	3.873	Compr.	33,5	12,9	0,8		2,6	0,3	1,4	12,5	11,2	10,2	11,5	6,1	5,3	4,7	6,1	8,4	6,7	6,1	8,2	2,7	3,0	1,9	1,6	FCC		
Ferrovial	ESP	EUR	32,7	4.592	Compr.	38,7	18,2	1,3		2,6	-0,9	17,9	16,2	15,0	13,1	-8,4	15,1	11,9	10,7	18,9	11,2	9,2	8,3	-11,1	1,7	2,0	2,4	2,1	Ferrovial		
OHL Construcción	ESP	EUR	6,5	582	Infracompr.	6,1	-6,2	4,7	0,0	2,8	2,7	9,8	16,2	14,6	13,0	13,3	10,3	8,5	7,3	13,8	10,7	9,2	8,3	3,6	2,1	2,4	1,9	1,7	OHL Construcción		
Aldeasa	ESP	EUR	22,8	479	Compr.	27,5	20,6			1,2	3,4	14,0	16,2	13,2	11,0	25,5	7,1	6,2	5,1	13,6	9,9	8,1	7,0	17,9	4,6	5,0	2,5	2,2	Aldeasa		
Altadis	ESP	EUR	25,2	7.308	Compr.	27,5	9,3	2,6		1,9	2,1	11,8	17,5	14,5	11,4	14,6	7,8	6,9	6,5	9,2	11,0	9,3	7,8	18,9	3,5	4,4	4,5	4,3	Altadis		
Barón de Ley	ESP	EUR	34,1	263	Compr.	42,1	23,6			-2,4	-4,4	-10,4	11,9	11,7	10,1	9,3	9,1	7,5	6,3	14,7	8,9	8,7	7,8	7,9	0,0	0,0	1,6	1,4	Barón de Ley		
Cortefiel	ESP	EUR	8,3	646	Infracompr.	9,0	9,0			-1,1	-2,9	13,2	22,2	13,3	10,7	43,3	7,7	6,0	5,1	18,5	8,4	6,4	5,6	21,6	3,2	3,7	1,9	1,7	Cortefiel		
Ebro Puleva	ESP	EUR	9,9	1.529	Infracompr.	10,0	0,4			-1,0	4,1	10,6	13,0	11,2	10,4	15,6	8,0	7,0	6,5	2,4	7,2	6,5	6,3	14,0	2,7	2,9	1,5	1,4	Ebro Puleva		
Faes	ESP	EUR	12,1	594	Infracompr.	11,9	-1,9			-1,6	-2,2	5,2	26,0	23,1	20,8	18,6	14,1	13,1	12,0	13,0	16,9	14,9	13,3	10,2	2,8	3,0	4,3	4,0	Faes		
Inditex	ESP	EUR	18,9	11.756	En revisión	-	ND	2,5		2,4	0,3	17,1	23,0	18,5	15,6	19,8	11,2	9,1	7,5	18,3	15,6	12,7	10,7	21,4	1,4	1,6	4,4	3,6	Inditex		
Jerónimo Martins	POR	EUR	9,3	891	Mantener	10,2	9,7	1,2		2,2	5,2	-11,1	52,4	25,4	18,0	-162,3	6,4	5,6	4,9	7,6	5,3	4,6	4,1	-352,5	0,0	0,0	9,1	6,0	Jerónimo Martins		
Sos Cuétara Koipe	ESP	EUR	23,1	661	Infracompr.	23,1	-100,0			2,2	0,4	15,1	28,3	20,2	15,6	34,4	11,6	8,0	6,7	19,8	11,7	8,3	7,2	-2,6	0,0	0,0	1,5	1,3	Sos Cuétara Koipe		
Viscofan	ESP	EUR	7,6	373	Compr.	8,9	16,8			1,3	-2,3	8,2	13,1	12,9	9,6	8,9	7,2	6,4	5,2	2,4	6,0	5,9	5,1	-0,5	2,4	3,3	1,4	1,3	Viscofan		
Zelitia	ESP	EUR	5,9	1.190	Infracompr.	4,7	-21,6	0,4		8,8	8,2	5,9	126,1	-168,4	-85,4	-243,6	-354,3	452,9		-17,1	62,9	242,0	600,0	-46,2	0,0	0,0	3,7	3,9	Zelitia		
B. de consumo	ESP	EUR	25,692	25.692				5,4	1,2	2,2	1,4	12,4	21,1	17,5	14,7	25,3	9,4	8,0	7,0	12,0	12,2	10,5	9,1	19,7	1,8	2,1	3,6	3,2	B. de consumo		
NH Hoteles	ESP	EUR	8,7	1.045	Infracompr.	9,9	13,3	0,4		2,5	1,9	-4,1	20,5	21,4	20,5	-16,0	21,3	19,3	18,2	-5,8	6,7	8,1	8,2	-13,6	2,3	2,3	1,6	1,6	NH Hoteles		
Sol Meliá	ESP	EUR	7,1	1.305	Infracompr.	5,3	-24,9			3,5	-1,7	23,6	35,3	22,4	16,0	173,6	14,1	12,0	10,4	5,2	7,3	6,5	5,8	21,3	0,7	0,7	1,4	1,3	Sol Meliá		
TelePizza	ESP	EUR	1,5	340	Infracompr.	1,3	-17,8			-0,7	-1,9	23,6	-12,4	19,1	17,2	53,9	8,2	7,3	6,3	0,2	-37,4	4,8	7,8	6,1	0,0	0,0	4,6	3,6	TelePizza		
Amadeus	ESP	EUR	4,9	2.925	Compr.	6,4	ND	0,8		2,5	6,7	-4,5	18,1	14,6	13,0	14,8	5,5	4,7	4,0	6,3	6,6	6,9	6,3	9,4	1,4	2,0	3,2	2,6	Amadeus		
Iberia	ESP	EUR	2,4	2.211	Mantener	-	ND			1,7	-9,8	14,8	15,2	11,7	15,2	-3,0	13,1	11,8	14,0	-7,4	6,1	8,0	8,2	-5,1	2,1	2,1	1,4	1,3	Iberia		
Logista	ESP	EUR	26,0	1.204	Infracompr.	22,3	-14,2	2,3		-3,5	-3,7	6,2	14,6	13,0	12,5	8,5	6,8	6,0	5,5	6,4	12,3	11,7	11,4	6,4	3,1	3,2	2,8	2,5	Logista		
Abertis	ESP	EUR	13,8	7.249	-	-	ND	2,3		0,2	2,7	4,9	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	Abertis		
Brisa	POR	EUR	5,7	3.399	Compr.	7,5	32,3	8,0		1,4	2,2	7,0	18,7	16,9	16,9	-1,9	12,2	12,1	11,8	7,8	11,3	10,5	10,1	-5,4	4,4	4,4	2,4	2,3	Brisa		
Inm. Colonial	ESP	EUR	19,9	1.115	Compr.	24,3	22,0			-1,3	-11,1	4,8	12,8	11,6	11,7	9,1	10,6	9,9	10,2	7,8	9,1	8,4	8,5	13,0	5,2	5,1	1,5	1,4	Inm. Colonial		
Inm. Urbis	ESP	EUR	9,1	1.158	Compr.	9,5	4,6			1,5	-3,9	15,7	15,8	12,6	11,2	18,3	12,3	11,4	10,0	16,6	7,9	6,9	9,4	-6,5	2,0	2,2	1,7	1,5	Inm. Urbis		
Metrovacesa	ESP	EUR	31,3	1.885	Infracompr.	30,5	-2,4	0,7		0,1	2,6	20,9	9,9	8,7	9,2	13,2	17,2	13,0	12,5	15,7	8,4	7,2	7,5	7,9	3,9	4,2	2,9	2,4	Metrovacesa		
Sacyr Vallehermoso	ESP	EUR	12,0	2.955	Infracompr.	12,5	4,0	0,8		0,5	-9,6	0,2	9,5	8,9	9,9	0,1	17,4	12,8	12,2	21,6	6,4	6,9	6,5	-10,6	2,6	2,0	1,7	1,7	Sacyr Vallehermoso		
Abengoa	ESP	EUR	6,7	607	Compr.	8,2	22,2			0,6	-3,3	16,3	18,1	11,3	9,4	-3,4	5,7	5,7	5,0	9,0	5,2	4,2	3,8	5,3	2,1	2,1	1,6	1,4	Abengoa		
Aguas Barcelona	ESP	EUR	13,7	1.975	Compr.	16,0	17,0			-1,9	7,0	15,6	10,2	17,1	15,2	-0,9	6,8	7,5	6,9	1,0	5,6	12,9	6,1	-17,8	2,4	2,6	1,7	1,6	Aguas Barcelona		
Prosegur	ESP	EUR	12,8	792	Compr.	16,0	24,7			1,6	-1,8	-0,5	17,4	13,2	11,0	21,1	7,3	6,3	5,2	6,9	7,9	6,8	6,0	-0,6	1,9	2,1	3,3	2,8	Prosegur		
Sonae SGPS	POR	EUR	0,9	1.740	Compr.	1,0	14,9	5,8	12,5	-2,2	-6,5	31,8	62,6	-35,3	-75,5	-25,6	8,4	7,7	7,2	10,6	3,3	3,7	3,4	12,1	0,0	0,0	3,3	3,5	Sonae SGPS		
Serv. de consumo	ESP	EUR	31,903	31.903				5,8	12,5	0,6	-1,0	9,5	19,6	18,4	17,4	7,3	12,6	11,2	10,7	7,6	8,9	9,4	8,6	-0,9	1,5	1,5	2,6	2,4	Serv. de consumo		
B. Guipuzcoano																															

IV. MONITOR DE LA TENDENCIA

Comportamiento bursátil 1M (%)			
10 mejores		10 peores	
Zeltia	5,9	Jazztel	-18,2
Altadis	5,3	Iberia	-14,6
Jerónimo Martins	5,1	Abengoa	-14,0
Acerinox	4,3	Cortefiel	-12,1
Inditex	3,6	Prisa	-10,0
Metrovacesa	3,6	PT Multimédia	-9,4
Brisa	2,9	Sogecable	-9,1
Zardoya Otis	1,2	Sacyr Vallehermo	-8,9
REE	1,2	TPI	-8,5
Cimpor	0,9	TelePizza	-7,9

Comportamiento bursátil 3M (%)			
10 mejores		10 peores	
Acerinox	22,4	Jazztel	-22,9
Ferrovial	11,5	Corp. Mapfre	-17,7
TelePizza	10,9	Cortefiel	-15,5
Zeltia	10,2	Iberia	-14,6
Inditex	7,2	Inm. Colonial	-13,3
Abertis	7,1	Sacyr Vallehermo	-12,7
B. Sabadell	6,1	Sonae SGPS	-12,1
Gamesa	5,4	TPI	-10,4
Repsol YPF	5,2	Sogecable	-10,3
Ebro Puleva	4,6	Telefónica	-9,0

Comportamiento desde máximo 12M (%)			
10 mejores		10 peores	
Acerinox	-0,4	Jazztel	-38,6
REE	-2,4	Zeltia	-36,2
Gamesa	-2,7	Amadeus	-26,5
Cimpor	-3,1	Corp. Mapfre	-21,5
Ebro Puleva	-3,3	Inditex	-21,4
Sos Cuétara Koipe	-3,3	Iberia	-19,5
Aguas Barcelona	-3,6	Sonae SGPS	-18,7
Metrovacesa	-3,8	Inm. Colonial	-16,9
Zardoya Otis	-4,5	Cortefiel	-16,6
FCC	-4,5	Prosegur	-16,4

Comportamiento desde mínimo 12M (%)			
10 mejores		10 peores	
Sogecable	177,0	Jazztel	3,8
Sonae SGPS	128,9	NH Hoteles	4,5
Prisa	107,2	Prosegur	8,3
Gamesa	102,7	Terra Lycos	8,6
Sol Meliá	89,3	Bankinter	8,6
Cortefiel	64,9	BES	11,4
Iberia	58,3	Corp. Mapfre	12,2
Uralita	55,0	B. Popular	12,5
Ence	53,1	ACS	14,6
TelePizza	52,0	B. Pastor	15,0

Recomendaciones consenso 3M*			
10 mejores		10 peores	
Jazztel	2,8	Arcelor	1,3
Zardoya Otis	2,6	Ferrovial	1,4
Zeltia	2,6	Telefónica	1,5
BES	2,5	ACS	1,5
Terra Lycos	2,5	Sonae SGPS	1,5
B. Valencia	2,5	Aldeasa	1,5
B. Guipuzcoano	2,5	Ebro Puleva	1,5
Faes	2,5	Acciona	1,6
TelePizza	2,4	Ence	1,6
BCP	2,4	B. Popular	1,6

Recomendaciones positivas-negativas 3M (x)			
10 mejores		10 peores	
Sonae SGPS	Tod. pos.	Terra Lycos	0,0
ACS	Tod. pos.	Jazztel	0,0
Arcelor	Tod. pos.	B. Guipuzcoano	0,0
Ferrovial	16,0	B. Valencia	0,0
Telefónica	14,5	Faes	0,0
B. Popular	9,0	Zardoya Otis	0,0
Iberdrola	9,0	BES	0,1
Prosegur	7,0	BCP	0,1
Iberia	6,0	Metrovacesa	0,2
Aldeasa	6,0	Zeltia	0,2

BpA Consenso/BpA SCH 2004E (%)			
10 mejores		10 peores	
Jerónimo Martins	115,3	Zeltia	NS
CF Alba	81,3	Sonae SGPS	-88,2
Sogecable	77,0	Terra Lycos	-63,3
Acerinox	64,9	TPI	-19,0
Jazztel	57,5	Viscofán	-18,8
Telefónica	44,3	Faes	-13,6
PT Multimédia	43,6	Ence	-13,5
Portugal Telecom	25,7	Metrovacesa	-13,2
OHL	25,4	Gamesa	-12,9
Prisa	25,2	Barón de Ley	-12,6

Acciones más recomendadas (% de compra)			
10 mejores		10 peores	
Arcelor	92,0	Terra Lycos	0,0
Aldeasa	80,0	Jazztel	0,0
Telefónica	74,4	B. Guipuzcoano	0,0
Ferrovial	72,7	B. Valencia	0,0
B. Popular	66,7	Faes	0,0
Ence	66,7	Zardoya Otis	0,0
Sogecable	66,7	BCP	6,7
Sonae SGPS	66,7	BES	9,1
ACS	65,0	Metrovacesa	11,1
Ebro Puleva	64,3	OHL	12,5

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

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.



V. MONITOR DEL VALOR

PER 2004E (x)			
10 mejores		10 peores	
PT Multimédia	50,7	Zeltia	-168,4
Prisa	36,6	Sogecable	-144,1
Zardoya Otis	29,6	Sonae SGPS	-35,3
Jerónimo Martins	25,4	Terra Lycos	-23,6
Acerinox	24,5	Jazztel	-3,3
Faes	23,1	Ence	7,2
Telefónica	23,0	Arcelor	8,0
Sol Meliá	22,4	Metrovacesa	8,7
CF Alba	22,0	Sacyr Valleherm	9,5
NH Hoteles	21,4	ACS	10,1

RpD 2004E (%)			
10 mejores		10 peores	
Inm. Colonial	5,2	PT Multimédia	0,0
Endesa	5,0	Terra Lycos	0,0
TPI	4,8	Sonae SGPS	0,0
Iberdrola	4,7	Sogecable	0,0
REE	4,7	Barón de Ley	0,0
Aldeasa	4,6	Jerónimo Martins	0,0
EDP	4,5	Zeltia	0,0
Brisa	4,4	Sos Cuétara Koipe	0,0
Portugal Telecom	4,3	Jazztel	0,0
Cimpor	4,1	TelePizza	0,0

P/FC 2004E (x)			
10 mejores		10 peores	
Zeltia	242,0	Sonae SGPS	3,7
CF Alba	110,1	Arcelor	3,7
Terra Lycos	33,1	Abengoa	4,2
Zardoya Otis	26,1	Uralita	4,4
Sogecable	17,6	Ence	4,5
PT Multimédia	17,2	OHL	4,6
Faes	14,9	Jerónimo Martins	4,6
Indra	14,7	Repsol YPF	4,7
Aguas Barcelona	12,9	Endesa	4,8
Prisa	12,8	EDP	5,1

P/V 2004E (x)			
10 mejores		10 peores	
Zardoya Otis	24,3	Jazztel	0,5
Sogecable	12,9	Arcelor	0,9
TPI	9,5	Terra Lycos	1,0
Jerónimo Martins	9,1	OHL	1,1
PT Multimédia	6,4	Acciona	1,1
TelePizza	4,6	EDP	1,2
Altadis	4,5	Tubacex	1,2
Inditex	4,4	Ence	1,3
Faes	4,3	Corp. Mapfre	1,3
Prisa	4,3	Cementos Portland	1,3

Revisiones del BpA 2004E en el año (%)			
10 mejores		10 peores	
PT Multimédia	28,1	Zeltia	NS
Prisa	20,3	Sonae SGPS	-110,8
Arcelor	17,4	Terra Lycos	-49,7
OHL	16,5	NH Hoteles	-17,7
Gamesa	15,5	Viscofán	-16,0
Iberia	15,2	Sogecable	-12,8
Ence	13,3	Tubacex	-12,7
Cortefiel	13,0	Faes	-12,6
Inm. Urbis	12,9	Prosegur	-11,5
Metrovacesa	10,8	Cimpor	-11,1

FCpA/DpA 2004E (%)			
10 mejores		10 peores	
Sol Meliá	21,6	Zardoya Otis	1,2
Prisa	12,4	CF Alba	1,9
Gamesa	11,8	TPI	2,0
Abengoa	11,4	Brisa	2,1
Uralita	11,0	Inm. Colonial	2,3
Amadeus	10,2	Faes	2,4
OHL	9,8	Aldeasa	2,7
Prosegur	7,8	Logista	2,8
Ence	7,5	Iberdrola	3,0
Repsol YPF	7,3	Altadis	3,1

Deuda/recursos propios 2004E (%)			
10 mejores		10 peores	
Sacyr Vallehermo	401,4	Zardoya Otis	NS
Sogecable	366,8	Iberia	-59,4
Metrovacesa	292,8	Logista	-56,6
Telefónica Móvil	262,7	Terra Lycos	-51,1
Sonae SGPS	257,3	Indra	-37,9
REE	245,5	Inditex	-24,6
Jerónimo Martins	199,8	CF Alba	-20,5
Ferrovial	197,6	Aldeasa	-15,5
Brisa	181,3	Amadeus	-9,4
Unión Fenosa	174,2	Zeltia	-8,1

ROE 2004E (%)			
10 mejores		10 peores	
Zardoya Otis	86,7	Jazztel	-13,4
TPI	58,9	Sonae SGPS	-9,0
Telefónica Móviles	44,2	Sogecable	-7,9
Gamesa	43,7	Terra Lycos	-4,0
Jerónimo Martins	43,5	Zeltia	-2,2
Metrovacesa	42,3	Tubacex	6,0
Altadis	31,5	Sol Meliá	6,3
TelePizza	27,5	Acerinox	7,2
Inditex	26,1	NH Hoteles	7,8
Prosegur	25,6	CF Alba	7,8

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.

VI. MONITOR DEL CRECIMIENTO

TACC BpA 2002-05P (%)			
10 mejores		10 peores	
Sol Meliá	173,6	Arcelor	-303,8
TelePizza	53,9	Zeltia	-243,6
Ence	53,1	Sogecable	-200,0
Cortefiel	43,3	Telefónica Móvil	-186,0
Sos Cuétara Koipe	34,4	PT Multimédia	-184,6
Gamesa	30,4	Telefónica	-180,9
Uralita	27,4	Jerónimo Martins	-162,3
Portugal Telecom	25,8	Terra Lycos	-157,7
Aldeasa	25,5	Jazztel	-55,4
TPI	23,0	Sonae SGPS	-25,6

TACC DpA 2002-05P (%)			
10 mejores		10 peores	
Sol Meliá	71,0	BCP	-6,6
TPI	40,3	Ferrovial	-1,0
Indra	34,2	CF Alba	0,0
Portugal Telecom	34,1	Sacyr Vallehermos	0,1
B. Pastor	29,7	B. Sabadell	0,5
BPI	29,3	B. Valencia	1,8
Inditex	29,0	Cementos Portland	1,8
Banesto	27,9	Prisa	2,3
Gas Natural	25,2	Endesa	4,5
Amadeus	25,2	EDP	4,5

TACC EBITDA 2002-05P (%)			
10 mejores		10 peores	
Sogecable	50,9	Jazztel	-199,7
PT Multimédia	44,2	Terra Lycos	-179,0
Ence	22,9	CF Alba	-37,5
REE	22,7	Zeltia	-17,1
Sacyr Vallehermos	21,6	Iberia	-7,4
Acciona	21,2	NH Hoteles	-5,8
OHL	20,2	TelePizza	0,2
Sos Cuétara Koipe	19,8	Aguas Barcelona	1,0
Ferrovial	18,9	Endesa	1,1
Cortefiel	18,5	Repsol YPF	2,2

TACC ingresos 2002-05P (%)			
10 mejores		10 peores	
Gamesa	24,9	CF Alba	-21,4
Sacyr Vallehermos	23,3	Enagás	-5,2
Sos Cuétara Koipe	22,3	Repsol YPF	-1,2
Sogecable	18,4	BBVA	-1,1
Inditex	18,3	Ebro Puleva	-0,5
B. Sabadell	17,3	Jerónimo Martins	1,2
Ferrovial	17,1	Cementos Portland	1,4
Faes	14,7	Viscofán	1,6
Acerinox	14,3	Unión Fenosa	1,8
B. Pastor	14,1	Aguas Barcelona	2,1

Margen neto 2004E (%)			
10 mejores		10 peores	
Brisa	37,2	Terra Lycos	-18,5
B. Popular	29,5	Jazztel	-18,3
B. Valencia	28,7	Sogecable	-2,0
Banesto	27,9	Sonae SGPS	-0,7
Metrovacesa	27,3	Jerónimo Martins	0,9
Barón de Ley	26,5	Corp. Mapfre	2,3
Bankinter	25,6	Uralita	2,5
BBVA	24,7	Sos Cuétara Koipe	2,7
Inm. Colonial	23,4	OHL	2,8
Grupo Santander	21,9	Abengoa	3,0

TACC FCpA 2002-05P (%)			
10 mejores		10 peores	
PT Multimédia	128,4	Jerónimo Martins	-352,5
Telefónica	122,6	Terra Lycos	-165,8
Zardoya Otis	36,6	Zeltia	-46,2
Ence	36,2	CF Alba	-40,8
Sogecable	36,1	Jazztel	-35,1
Acciona	33,5	Aguas Barcelona	-17,8
Portugal Telecom	32,0	NH Hoteles	-13,6
Gamesa	28,2	Ferrovial	-11,1
Cortefiel	21,6	Sacyr Vallehermos	-10,6
Inditex	21,4	Inm. Urbis	-6,5

Margen EBITDA 2004E (%)			
10 mejores		10 peores	
Brisa	84,2	Terra Lycos	-1,2
REE	51,0	Zeltia	3,7
Telefónica Móviles	46,3	Iberia	7,9
Inm. Colonial	44,3	Jerónimo Martins	8,1
Barón de Ley	44,0	ACS	9,1
Telefónica	43,2	OHL	9,5
Portugal Telecom	41,3	Sos Cuétara Koipe	9,5
Cimpor	38,7	Acerinox	9,8
TPI	37,2	Acciona	9,9
Metrovacesa	36,0	Jazztel	10,1

Potencial hasta el precio objetivo de SCH (%)			
10 mejores		10 peores	
Amadeus	30,1	Sos Cuétara Koipe	-100,0
Ence	28,4	Jazztel	-100,0
Telefónica Móvil	25,3	BES	-26,7
Prosegur	24,7	B. Valencia	-26,6
Endesa	24,6	Sol Meliá	-24,9
Barón de Ley	23,6	Zeltia	-21,6
Arcelor	22,9	B. Guipuzcoano	-20,9
Unión Fenosa	22,6	Acerinox	-19,8
Abengoa	22,2	TelePizza	-17,8
Inm. Colonial	22,0	Logista	-14,2

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.



VII. ACTIVIDAD CORPORATIVA

Actividad corporativa – Acuerdos en curso con compañías dentro de nuestro universo de cobertura

Fecha de anuncio	vencimiento	Objetivo				Comprador	Tipo de acuerdo	Precio ofrecido			Observaciones
		Nombre	Ticker	País	Negocio			Por acción (€)	Prima (desc.) (%)		
29-Dic-03	Mar-04	Parques Reunidos	PQR.MC	ESP	Ocio	Advent	Recompra de minoritarios	6,25	0,0		Recompra de minoritarios en efectivo por el 9,4% restante.
06-Feb-04	ND	B. Atlantico	ATL.MC	ESP	Bancos	Banco Sabadell	ND	ND	ND		Oferta
09-Mar-04	ND	Aguas Barcelona	AGS.MC	ESP	Utilities	Mercado	ND	ND	ND		Participación que venderá Endesa

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

Actividad corporativa – Acuerdos más recientes con compañías de nuestro universo de cobertura

Fecha anuncio	Nombre	Objetivo			Comprador	Partic. (%)	Total (mn €)	Precio ofrecido			Observaciones
		Ticker	País	Negocio				Por acc. (€)	Prima (des.) (%)		
09- Dic -03	Repsol YPF	REP.MC	ESP	Petróleo y gas	Inversores institucionales	4,8	ND	ND	ND		Emisión de un bono canjeable por Pemex para ser ejercitado en 2010, con un cupón del 4-4,5% y una prima del 30-35%.
11- Dic -03	Grupo Prisa	PRS.MC	ESP	Medios de comunicación	Inversores institucionales	5,0	ND	ND	ND		Emisión de un bono canjeable por Prisa para ser ejercitado en 2008, con un precio de cambio de 14,85 €/acción.
17- Dic -03	Sacyr-Vallehermoso	SYV.MC	ESP	Inmobiliaria	Inversores institucionales	1,1	ND	ND	ND		Comprada a Amancio Ortega.
17- Dic -03	Sacyr-Vallehermoso	SYV.MC	ESP	Inmobiliaria	Inversores institucionales	0,5	ND	ND	ND		Comprada a Alicia Koplowitz.
17- Dic -03	Terra Lycos	TRR.MC	ESP	Internet	Terra Lycos	4,4	ND	ND	ND		Comprada a Citibank. Esto le permite a Telefónica aumentar su participación en Terra Lycos del 72% al 75,3%.
19-Dic-03	Sogecable	SGC.MC	ESP	Medios de comunicación	Telefónica	2,6	ND	ND	ND		Adquirida en el mercado. Añadida a la participación del 22,2% de Telefónica.
23-Dic-03	Ence	ENC.MC	ESP	Papel y celulosa	Alberto Alcocer y Alberto Cortina	3,1	13	16,71	-3,4		Comprada a Barclays (anteriormente en manos del Banco Zaragozano).
12-Ene-04	Banco Popular	POP.MC	ESP	Bancos	Mutua Madrileña	2,5	ND	ND	ND		Adquirida en el mercado. Añadida a la participación del 3,0% de Mutua Madrileña.
20- Ene -04	Unión Fenosa	UNF.MC	ESP	Electricidad	Inversores institucionales	2,0	ND	ND	ND		Adquirida en el mercado.
21- Ene -04	Iberdrola	IBE.MC	ESP	Electricidad	Grupo de seis cajas de ahorros	5,0	ND	ND	ND		Bono convertible emitido por Prisa con vencimiento en 2008, cuyo precio de canje es de 14,85 €/acción.
30- Ene -04	Gas Natural	GAS.MC	ESP	Petróleo y gas	La Caixa	1,2	ND	ND	ND		Adquirida en el mercado. Añadida a la participación del 31,1% de La Caixa.
02-Feb-04	Telefónica	TEF.MC	ESP	Telecoms	Inversores institucionales	ND	ND	ND	1,5		ND
02-Feb -04	Repsol YPF	REP.MC	ESP	Petróleo y gas	Inversores institucionales	ND	ND	ND	2,8		ND
02- Feb -04	Iberdrola	IBE.MC	ESP	Electricidad	Inversores institucionales	ND	ND	ND	0,4		ND
02-Feb -04	Gas Natural	GAS.MC	ESP	Petróleo y gas	Inversores institucionales	ND	ND	ND	2,3		ND
02-Feb -04	Endesa	ELE.MC	ESP	Electricidad	Inversores institucionales	ND	ND	ND	0,5		ND
05-Feb -04	Campofrío	CPF.MC	ESP	Alimentación	Smithfield	ND	ND	ND	15,0		70
12-Feb -04	BCP	BCP.IN	ESP	Bancos	BPI	ND	ND	ND	5,0		ND
12-Feb-04	Amadeus	AMS.MC	ESP	Software y serv. inform.	Mercado	13,2	394	5,05	-3,2		Lufthansa coloca una participación del 13,2%
26-Feb-04	Ebro Puleva	EVA.MC	ESP	Alimentación	Mercado	14,2	196,5	9,00	-6,2		ND
05-May-04	Charter One	CF.N	EEUU	Bancos	RBoS	100,0	11	-	-		-
06-May-04	Agbar	AGS.MC	ESP	Agua	Mecado	11,6	238	14,20	3,0		Comprado a Endesa.

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

Actividad corporativa – Principales compañías objetivo de nuestro universo de cobertura

Compañía objetivo	Ticker	País	Negocio	Cap. bursátil ²		Free float		Socio potencial
				(mn €)	(mn €)	%	%	
Banco de Valencia	BVA.MC	ESP	Bancos	1.653	942	57		Bancaja (participación del 38%)
Banco Guipuzcoano	GUI.MC	ESP	Bancos	690	435	63		BBK (participación del 15%), Kutxa (participación del 10%)
BPI	BPIN.IN	POR	Bancos	2.280	1.231	54		BBVA, Banco Popular, Banco Sabadell
Barón de Ley	BDL.MC	ESP	Bebidas	263	187	71		Diageo, Allied Domecq
Cementos Portland	CPL.MC	ESP	Materiales de const.	1.351	446	33		FCC (participación del 58%)
Uralita	URA.MC	ESP	Materiales de const.	566	249	44		Lafarge, Saint-Gobain
Vidrala	VID.MC	ESP	Materiales de const.	231	106	46		Owens Illinois, BSN Group
FCC	FCC.MC	ESP	Construcción	3.873	1.472	38		Acciona (participación del 8,7%)
Unión Fenosa ¹	UNF.MC	ESP	Electricidad	5.219	3.601	69		EDP, Enel
Zardoya Otis	ZOT.MC	ESP	Ingeniería y maquinaria	3.269	1.242	38		UTH
SOS Cuétara	SOS.MC	ESP	Alimentación	661	298	45		Grandes multinacionales de la alimentación (p. ej. Nestlé)
TelePizza	TPZ.MC	ESP	Alimentación	340	275	81		Domino's Pizza, Tricon
Viscofán	VIS.MC	ESP	Alimentación	373	373	100		Fondo de capital riesgo
Ence	ENC.MC	ESP	Papel y celulosa	556	344	62		Portucel (participación del 8%)
Amper	AMP.MC	ESP	Tecnología - T	115	87	76		Tecnocom, Indra
NH Hoteles	NHH.MC	ESP	Alojamiento	1.045	627	60		Hilton, InterContinental
PT Multimedia	PTMN.IN	POR	Medios de comun.	2.738	986	36		Portugal Telecom (participación del 66,7%)
Recoletos ¹	REC.MC	ESP	Medios de comun.	783	149	19		Pearson (participación del 79%), Vocento
Brisa	BRIS.IN	POR	Autopistas	3.399	1.563	46		Abertis (participación del 10%)
Cepsa ¹	CEP.MC	ESP	Petróleo y gas	7.243	579	8		Total (participación del 45%)
Repsol YPF	REP.MC	ESP	Petróleo y gas	21.182	16.946	80		Total, cualquier <i>supermajor</i> de EEUU
Zeltia	ZEL.MC	ESP	Farmacéuticas	1.190	845	71		Johnson & Johnson
Inmob. Urbis ¹	URB.MC	ESP	Inmobiliarias	1.158	324	28		Caltagirone, Fadesa, Inmob. Colonial
Indra	IDR.MC	ESP	Software y serv. inf.	1.627	1.383	85		Large IT companies (p. ej. Tietoanator)
ServicePoint	SPS.MC	ESP	Software y serv. inf.	91	88	96		Xerox, OCE
Terra Lycos	TRR.MC	ESP	Software y serv. inf.	2.977	744	25		Telefónica (participación del 75%)
TPI	TPI.MC	ESP	Software y serv. inf.	2.073	829	40		Telefónica (participación del 60%)
Tubacex	TUB.MC	ESP	Acero y otros materiales	213	194	91		Tubos Reunidos
Prosegur	PSG.MC	ESP	Servicios auxiliares	792	301	38		Group 4 Falck, UTC
Transportes Azkar	TAZ.MC	ESP	Servicios auxiliares	280	93	33		TNT Post, Deutsche Post, La Poste
Jazztel	JAZ.MC	ESP	Servicios de telecom.	153	133	87		Auna, ONO, Uni2
Sonae.com	SNCP.IN	POR	Servicios de telecom.	686	117	17		France Telecom, Vodafone
Telef. Móviles	TEM.MC	ESP	Servicios de telecom.	36.463	2.552	7		Telefónica (participación del 93%)
Cortefiel	CTF.MC	ESP	Textil	646	284	44		El Corte Inglés
Altadis	ALT.MC	ESP	Tabaco	7.308	7.162	98		BAT, Imperial
Iberia	IBLA.MC	ESP	Transporte	2.211	1.216	55		British Airways

Nota: agrupados por sectores.

(1) Grupo Santander Central Hispano tiene una participación del 3% o mayor en esta compañía.

(2) Precios de mercado del 27 de mayo de 2004.

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

Delegaciones Internacionales

Madrid

Tel: 34-91-701-9009
Fax: 34-91-701-9114

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 (Final del Año)

Comprar	Potencial alcista superior al 20%.
Mantener	Potencial alcista del 15%-20%.
Infraponderar	Potencial alcista inferior al 15%.

(1) 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 son para el 31 de diciembre del año siguiente.

El presente informe ha sido preparado por Santander Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. (SCH 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. El presente informe no se publica para su distribución en los Estados Unidos. El presente informe no puede entregarse a clientes privados.

Entidades pertenecientes al Grupo Santander Central Hispano han participado como coordinador, colocador o asegurador en una oferta pública de venta de Abengoa S.A., Aceralia, S.A., ACS Actividades de Construcción y Servicios, S.A., Adolfo Domínguez, S.A., Aldeasa, S.A., Amadeus Global Travel Distribution, S.A. Aragonesas, S.A., Argentaria Corporación Bancaria de España, S.A., Azkar, S.A., Barón de Ley, S.A., Befesa Medio Ambiente, S.A., Dinamia, S.A., Endesa, S.A., FAES Fabrica Española de Productos Químicos y Farmacéuticos, S.A., Federico Paternina, S.A., Funespaña, S.A., Gas Natural, S.A., Ginés Navarro, S.A., Grupo Ferrovial, S.A., Indra, S.A., Inmobiliaria Colonial, S.A., Mapfre Vida, S.A., Mecalux, S.A., Meliá Inversiones Americanas, N.V., Obrascón Huarte Lain, S.A., Parques Reunidos, S.A. Red Eléctrica de España, S.A., Repsol, S.A., Sogecable, S.A., Sol Meliá, S.A., Superdiplo S.A., Tabacalera, S.A., Telefónica de España, S.A., Telefónica de Publicidad e Información, S.A. TelePizza, S.A., Terra Networks, S.A., Vidriera Leonesa, S.A., y Zeltia S.A. en los últimos tres años.

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 Central Hispano, sus sociedades filiales y cualquiera de sus oficinas o consejeros podrán en cada momento tener una posición o estar de otro modo interesados en las operaciones de títulos valores que, directa o indirectamente, sean objeto del presente informe.

Grupo Santander Central Hispano o sus sociedades filiales podrán en cada momento prestar servicios o solicitar los negocios de cualquier compañía incluida en el presente informe. Grupo Santander Central Hispano, sus sociedades filiales o cualquier otra persona no aceptarán ningún tipo de responsabilidad por pérdidas directas o emergentes 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 con ningún objeto.

© Santander Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. 2004. Reservados todos los derechos.

