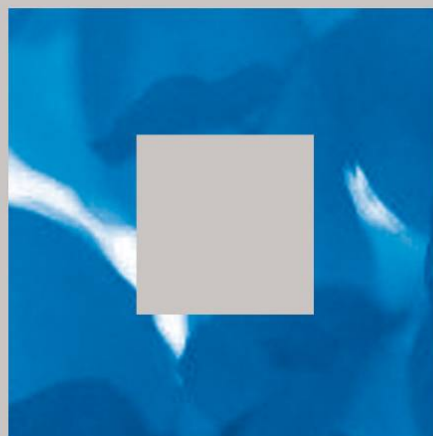
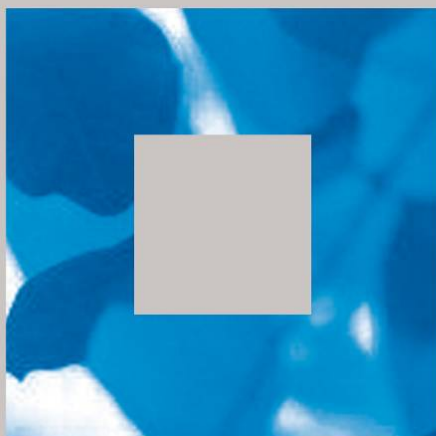


INFORME ESTRATÉGICO

8 de Octubre de 2008



CONSULNOR
SERVICIOS DE INVERSIÓN DESDE 1972

INFORME ESTRATÉGICO

8 de Octubre de 2008

Los últimos acontecimientos en el ámbito de la crisis financiera han confirmado los peores temores: algunas entidades financieras se han visto obligadas a suspender pagos y la gran mayoría ha debido ser rescatada por las autoridades gubernamentales. Con los planes de emergencia aprobados durante los últimos días, las autoridades intentan poner un suelo a la caída de los activos ligados al sector inmobiliario y restaurar la liquidez de los mercados pero el sector financiero seguirá bajo presión y asistiremos a un marcado proceso de concentración. Este proceso, unido a la forzada reducción del apalancamiento bancario, mermará la disponibilidad de crédito a las empresas y a las familias, aplazando la recuperación económica. Las acciones propuestas por los diversos gobiernos reducen la posibilidad de que entremos en una depresión pero seguramente no nos podremos librar de una recesión. El ritmo de crecimiento seguirá muy débil y habrá que esperar hasta bien entrado el 2009 para observar signos de recuperación en la economía global.

La caída del crecimiento y de los precios de las materias primas ha rebajado las presiones inflacionistas lo que, unido a la probabilidad de recesión y al desplome de los mercados, ha llevado a una acción concertada de rebaja de tipos por parte de los bancos centrales. A pesar de ello, el mercado interbancario se mantendrá tensionado porque los bancos seguirán acaparando liquidez y hay un gran volumen de deuda bancaria que vence en los próximos meses. En Estados Unidos, los tipos podrían ser rebajados hasta 1,0% en el plazo de los próximos tres meses y se prevé que el BCE recorte el tipo de refinanciación hasta 3,0%. Con la inflación y el crecimiento en descenso, los tipos de interés a lo largo de la curva estarán presionados a la baja. Hemos rebajado las previsiones de tipos de corto plazo. El dólar mantendrá su recuperación frente a las principales divisas lo que podría llevar al cruce euro-dólar a situarse entre el rango de 1,35 \$/€y 1,30 \$/€

Las primas de riesgo del crédito "investment grade" aumentaron hasta 216 puntos básicos en Europa, el nivel más alto en más de una década. Si el plan americano llega a buen puerto y Europa potencia una acción coordinada de respaldo al sistema financiero, lo peor de la crisis financiera podría haber pasado y las primas de crédito podrían volver gradualmente a niveles más normales. No obstante, el deterioro de las condiciones económicas y de la tasa de impago continuará pesando sobre los mercados de crédito.

El descenso de los beneficios y las expectativas de caídas adicionales siguen siendo uno de los principales peligros para las bolsas. Las estimaciones de consenso siguen siendo muy optimistas a pesar que se han revisado a la baja. No obstante, la fuerte caída de las bolsas en el último mes sugiere que una gran parte de las malas noticias está puesta en precio y ha situado las valoraciones en un nivel muy atractivo lo que contribuirá a poner un cierto suelo al mercado bajista. Por otro lado, los indicadores de sentimiento están dando señales positivas. Sin embargo, una atractiva valoración e inversores a punto de claudicar no son argumentos suficientes para que el mercado cambie de tendencia. Para alcanzar el punto de inflexión se deberá constatar una reducción de la prima de riesgo financiero y que el sector inmobiliario americano haya tocado fondo.

Por el momento creemos más conveniente esperar a que las aguas vuelvan a su cauce y se pueda decidir con datos más objetivos si es más apropiado recortar el nivel de riesgo hasta que se divise la recuperación de la economía y de los resultados empresariales o mantenerlo, para poder aprovechar las atractivas valoraciones sin perderse las primeras etapas de la recuperación.

En este escenario, nuestras recomendaciones continúan siendo sobreponderar el activo monetario e infraponderar la renta fija y la renta variable.

ANALISTAS

Rose Marie Boudeguer
Directora de Estudios

Paulo Gonçaves Campos
Economista

GRUPO CONSULNOR

DIRECTORIO

Barcelona
Rambla Catalunya, 60 Ático 1º
08007 Barcelona – Catalunya
Tel. 93 215 30 10
Fax. 93 215 37 09

Bilbao
Gran Vía, 38 2º
48009 Bilbao - Vizcaya
Tel. 94 435 45 60
Fax. 94 435 45 61

Logroño
Miguel Villanueva, 2-5º of.1
26001 Logroño – La Rioja
Tel. 941 270 858
Fax. 941 270 859

Madrid
Velázquez, 12 5º
28001 Madrid
Tel. 91 435 22 94
Fax. 91 781 34 95

San Sebastián
Loyola, 1 1º
20005 San Sebastián - Guipúzcoa
Tel. 943 42 99 81
Fax. 943 42 98 55

Vitoria
Ramón y Cajal, 7 y 9
01007 Vitoria - Alava
Tel. 945 15 04 97
Fax. 945 15 04 98

El presente análisis se distribuye con fines únicamente informativos. No constituye una oferta, invitación o incitación para la suscripción o compra de valores, y no constituirá la base de ningún contacto, compromiso o decisión de cualquier tipo. Esta información se amplía con mayor detalle al final del documento

PANORAMA MACROECONÓMICO

Tabla 1. Previsiones de Tasas de crecimiento del PIB e Inflación

	CRECIMIENTO PIB				INFLACIÓN			
	2006	2007	2008p	2009p	2006	2007	2008p	2009p
EE.UU	2,9	2,2	1,4	1,0	3,2	2,9	4,5	2,5
Euro-Zona	2,9	2,6	1,3	0,9	2,2	2,0	3,4	2,3
Unión Europea	3,1	2,8	1,6	1,2	2,1	2,1	3,6	2,7
España	3,9	3,8	1,4	0,5	3,5	2,8	4,4	2,7
Japón	2,2	1,7	0,9	1,2	0,2	0	1,7	1,4
América Latina	5,3	5	4,3	3,5	4,9	5,4	7,8	7,0
Mundo	5,5	4,9	3,5	3,0	3,8	3,5	5,4	3,8

Fuente: Consensus Economics septiembre 2008 y elaboración propia. p: previsiones.

Los últimos acontecimientos en el ámbito de la crisis financiera han confirmado los peores temores y algunas entidades, sobre todo estadounidenses, se han visto obligadas a suspender pagos mientras otras han sido rescatadas por las autoridades gubernamentales. Con los planes de emergencia aprobados últimamente, las autoridades intentan poner un suelo a la caída de los activos ligados al sector inmobiliario y lograr que la liquidez vuelva a los mercados. En Estados Unidos, la cantidad total destinada al plan TARP se sitúa en torno a 700 mil millones de dólares que se destinarán en su mayoría a la adquisición de productos ligados a hipotecas residenciales con la finalidad de evitar el máximo de embargos posible. En Inglaterra, se ha constituido un fondo para recapitalizar a los principales bancos y en el resto de Europa se ha producido también la nacionalización parcial de bancos y planes de garantía de depósitos y deuda. Sin embargo, de cara a los próximos trimestres, el sector financiero seguirá bajo presión y asistiremos a una marcada concentración sectorial. Este proceso unido a la reducción del apalancamiento de los bancos mermará la disponibilidad de crédito a las empresas y a las familias, afectando directamente la economía real y aplazando la recuperación. El TARP es una condición necesaria para la reducción de las primas de riesgo y la reapertura del mercado de crédito pero la solución del problema sólo tendrá lugar cuando el sector hipotecario estadounidense toque fondo. Por otro lado, nos enfrentamos a un ajuste global en el que probablemente aumentará la regulación, lo que debería fortalecer el sistema bancario a través de una mejoría de sus ratios de capital y reducción de riesgos.

Las acciones propuestas por los diversos gobiernos reducen la posibilidad de que entremos en una depresión, pero seguramente no nos podremos librar de una recesión. Habrá que esperar hasta bien entrado el 2009 para observar signos de recuperación en la economía global. Así, hemos rebajado las estimaciones de crecimiento para las principales regiones. En Estados Unidos rebajamos en dos décimas el crecimiento de este año hasta 1,4% y en seis décimas el de 2009 hasta un 1%. Además, no hay que olvidar que el paquete de medidas de rescate podría elevar el déficit público hasta 8% del PIB desde el 3% actual y que la deuda pública alcanzará cerca del 84% del PIB. También la Euro-zona se ha visto más castigada de lo previsto y hemos reducido las estimaciones de crecimiento en dos décimas hasta 1,3% y 0,9% para este año y el siguiente respectivamente. Inmersa en este contexto internacional, y producto de sus propios desequilibrios internos, la economía española atraviesa un período de marcado deterioro que se profundizará el próximo año en el que podría crecer solamente un 0,5%. Los países emergentes también se verán castigados y prevemos una mayor ralentización de sus economías. En cuanto a la inflación, el menor crecimiento global provocará un ajuste a la baja de los precios de las materias primas frenando el fuerte aumento del IPC. En consecuencia, revisamos nuestras estimaciones de inflación para 2009: en Estados Unidos, hasta 2,5% desde 2,9% anterior y en la Euro-zona hasta 2,3% desde 2,5%. En España el recorte asciende a cuatro décimas, hasta 2,7%.

Las acciones propuestas por los diversos gobiernos reducen la posibilidad de que entremos en una depresión, pero seguramente no nos podremos librar de una recesión.

1- LA ECONOMIA POR REGIONES

1.1- EE.UU.

La economía estadounidense sorprendió durante la primera mitad del año y consiguió crecer más de lo anticipado. Sin embargo, las expectativas de una recuperación en los próximos trimestres se diluyen, y no la esperamos hasta el segundo semestre del próximo año. El marcado endurecimiento de las condiciones crediticias pasará factura a la economía real en los próximos trimestres. Las compañías tienen cada vez menos acceso al crédito lo que acabará por restringir sus planes de inversión para los próximos ejercicios – la fuerte caída del índice ISM manufacturero de septiembre y la contracción de los pedidos de bienes duraderos en agosto son ejemplos claros de esta tendencia. Por otra parte, una mayor desaceleración del resto de las economías – especialmente Europa – unido a una recuperación del dólar ira reduciendo el soporte que supuso el sector exterior durante la primera mitad del año. Estimamos que en esta última parte del año y comienzos de 2009, la economía americana atravesará su peor momento. Ante estas expectativas hemos revisado a la baja nuestra previsión de crecimiento para el próximo año en seis décimas hasta situarse en 1% interanual.

Seguiremos muy atentos al sector inmobiliario que será la pieza clave en la recuperación del ritmo de crecimiento de la economía. Aunque los precios han bajado más de un 16% y acumulan cerca de 20% de caída desde su punto máximo, en agosto las ventas de viviendas han seguido retrocediendo y los inventarios situándose en torno a niveles máximos. Se espera que el sector toque fondo en el último trimestre del año y que no dañe al crecimiento del próximo año. Será condición necesaria que el mercado residencial toque fondo, ya que esto permitiría poner un suelo en la valoración de los activos. Asimismo, la recuperación de los ratios de

capital de las dos grandes hipotecarias estadounidenses – Fannie Mae y Freddie Mac – unido a la mejoría de las condiciones de renegociación de hipotecas evitando el embargo de más viviendas será esencial, ya que no parece posible que el sector financiero se recupere solamente impulsado por la implementación del fondo de adquisición de activos sino que será fundamental que el mercado hipotecario frene su deterioro.

En cuanto al mercado laboral, prevemos que la destrucción de empleo seguirá hasta al menos mediados de 2009 y la tasa de paro repuntará hasta niveles cercanos al 7%, lo que seguirá castigando el ya debilitado consumo interno. Por el lado positivo, la caída del precio de las principales materias primas permitirá reducir las presiones inflacionistas en la economía. Esperamos que el IPC haya tocado techo y que comencemos a asistir a un descenso de los precios que será más pronunciado el próximo año. Así, hemos revisado a la baja nuestras previsiones de inflación para 2009 hasta 2,5% – cuatro décimas menos que anteriormente. La caída del precio del crudo, variable muy relevante para el consumo americano, aliviará a las economías familiares permitiendo evitar un desplome del consumo privado durante la primera mitad del próximo año.

En este entorno, las perspectivas de un empeoramiento de las condiciones económicas y que la recesión sea más profunda han aumentado. Nuestras expectativas son de que la Reserva Federal rebaje nuevamente los tipos hasta 1% en el plazo de los próximos tres meses, en un intento de facilitar la reactivación de la economía ya que la grave situación del sistema financiero y el peligro de una profundización del contagio al resto de los sectores, arrastrando la economía hacia una depresión soportarían esta medida.

El mercado endurecimiento de las condiciones crediticias pasará factura a la economía real en los próximos trimestres. No vemos recuperación antes del segundo semestre de 2009.

Tabla 2. Principales indicadores de EE.UU.

	ULTIMO DATO	PERIODO	DATO ANTERIOR
PIB (% anualizado)	2,8%	2 trimestre	0,9%
IPC (%)	5,4%	Agosto	5,6%
Confianza consumidor (CB)	59,8	Septiembre	58,5
Confianza empresarial (ISM)	43,5	Septiembre	49,9
Tasa de paro	6,1%	Septiembre	6,1%
Creación de empleo (miles)	-159	Septiembre	-73

1.2- EUROZONA

El crecimiento de las economías de la Euro-zona siguió estancado durante el tercer trimestre y las probabilidades de una contracción más profunda aumentan. Se prevé que la economía no se recuperará hasta la segunda mitad del próximo año. En este entorno, hemos reducido las previsiones de crecimiento para 2008 en dos décimas hasta 1,3%, mientras que el próximo año se situaría por debajo del 1%. Los indicadores adelantados siguen dando señales de un mayor deterioro en los próximos meses: los índices PMI profundizaron en septiembre las caídas de los meses anteriores y registran ya cuatro meses consecutivos por debajo del umbral de 50. Especialmente preocupante es el sector manufacturero, que esta siendo castigado por el descenso de las exportaciones, ante el menor crecimiento global y la fortaleza del euro. El mercado laboral también ha confirmado las expectativas de empeoramiento del entorno económico y tras meses de caída de la creación de empleo la tasa de paro repuntó en agosto hasta 7,5% (además se revisó al alza la cifra de los meses anteriores). El endurecimiento del acceso al crédito empezará a pasar factura a las empresas, que empiezan a anunciar planes de recorte de plantilla para poder afrontar los mayores costes, así se prevé que el desempleo vuelva a repuntar en los próximos meses.

La nota menos negativa es la moderación de las presiones inflacionistas. La primera estimación del IPC en septiembre se redujo hasta 3,6%, dos décimas menos que el mes anterior. Aunque se mantiene en niveles elevados la tendencia de descenso se consolida (en julio alcanzó el nivel máximo situándose en 4%) y las previsiones apuntan a que termine el año en niveles cercanos al 3%. Otro indicador muy relevante para el establecimiento de la política monetaria por parte del BCE es la oferta monetaria. En agosto la M3 confirmó las expectativas de menor presión sobre los precios y moderó su avance hasta 8,8% desde ritmos superiores al 10% que se registraban en mayo. El menor crecimiento viene impulsado por las actuales restricciones al crédito, fundamentalmente el frenazo del crecimiento de los préstamos hipotecarios. Finalmente, en un entorno de deterioro del mercado laboral los posibles efectos de segunda ronda que podría provocar la indexación de los salarios parecen poco probables y por eso suponemos que la autoridad monetaria europea dará comienzo a un ciclo de recortes de tipos oficiales hasta situarlos en 3% a mediados de 2009.

El crecimiento seguirá estancado en los próximos trimestres lo que generará un mayor deterioro del mercado laboral. En este entorno, las presiones inflacionistas remitirán y el BCE podría emprender un ciclo de recortes de tipos oficiales.

Tabla 3. Principales indicadores Euro-Zona

	ULTIMO DATO	PERIODO	DATO ANTERIOR
PIB trimestral (%)	-0,2%	2 trimestre	0,7%
IPC (%)	3,6%	Septiembre	3,8%
Confianza consumidor	-19	Septiembre	-19
Confianza empresarial	-12	Septiembre	-9
Tasa de Paro (%)	7,5	Agosto	7,4
Creación de empleo (miles)	-90	Agosto	-75

1.3- ESPAÑA

El comportamiento de la economía española durante la primera mitad del año, muy castigada por el desplome del sector inmobiliario, fue decepcionante. De cara a los próximos trimestres, se espera que la economía entre en una espiral de deterioro más pronunciado, pudiendo registrarse tasas negativas. Tampoco se espera percibir una recuperación del ritmo de expansión hasta mediados de 2009. El ajuste del sector constructor se prolongará durante varios trimestres y el consumo privado seguirá débil ante el aumento del desempleo. El elevado endeudamiento de los hogares en un entorno de endurecimiento de las condiciones crediticias y pérdida de poder adquisitivo restringirá fuertemente la aportación del consumo al PIB. La caída de la demanda interna, el debilitamiento de la demanda exterior, la fortaleza del euro y la pérdida de competitividad seguirán frenando al sector industrial que no conseguirá actuar como soporte de la economía.

El mercado laboral muestra claramente el mal momento de la economía y la tasa de paro supera ya el 11%. La destrucción de puestos de trabajo continuará durante los próximos meses castigando todavía más el consumo. Además, esta pérdida de empleo pesará sobre las cuentas públicas que terminarán este ejercicio en terreno negativo y el déficit fiscal podría situarse por encima del 2% del PIB tanto éste como el próximo año.

Este contexto interno, unido a una moderación del precio de las materias primas en el mercado

internacional, frenará el aumento de los precios. La primera estimación del IPC de septiembre apunta a una moderación de tres décimas hasta 4,6% interanual (registrando una desaceleración de siete décimas en dos meses). Esperamos que esta tendencia se mantenga aunque el ritmo de descenso será más gradual y que la inflación se sitúe este año en 4,4% mientras que durante 2009 bajaría hasta niveles de 3,1%.

El sector financiero español es uno de los que mejor se ha comportado desde que estallara la crisis y no ha tenido graves problemas de liquidez, pero en el futuro se teme que aparezcan mayores riesgos debido al elevado coste de acceso a los préstamos y a un debilitamiento más pronunciado del sector inmobiliario, lo que provocará que los ratios de impagos sigan aumentando con celeridad. Ante esta situación prevemos que las cajas de ahorros se verán más castigadas dado al elevado porcentaje de sus préstamos relacionados con el sector inmobiliario y constructor. Sin embargo, el sector posee un negocio minorista muy rentable lo que proporciona flujos de ingresos estables así como un marco regulador más estricto que asegura mayores provisiones acumuladas, lo que genera un colchón adicional para absorber posibles pérdidas. La situación no es comparable a la ocurrida en Estados Unidos aunque las entidades no están inmunes y al igual que en las demás regiones, deberíamos asistir a un marcado proceso de concentración en el sector.

Inmersa en un contexto internacional adverso, y producto de sus propios desequilibrios internos, la economía española atraviesa un período de profundo deterioro. El desempleo seguirá aumentando y se deterioran las cuentas públicas.

1.4- REINO UNIDO

El sector inmobiliario continuará siendo el principal lastre para la economía: se prevé que los precios de la vivienda alcancen caídas superiores al 20% – en septiembre el retroceso se sitúa en torno al 12,4% interanual. Como consecuencia del mayor deterioro del sector inmobiliario, las entidades financieras británicas se verán obligadas a profundizar en su proceso de desapalancamiento y seguirán reduciendo la disponibilidad de crédito. La inversión también se estancará y el mercado laboral se verá castigado por la necesidad de reducir la producción. Se prevé una marcada caída de la creación de empleo y la tasa de paro podría repuntar hasta 6% desde el 5,4% actual. En este entorno, el consumo privado se verá arrastrado a la baja y la economía británica intensificará el ritmo de deterioro en esta última parte del año y difícilmente

evitará la entrada en recesión ya que se prevé una contracción en el tercer y cuarto trimestre de 2008. Por el lado de los precios, se calcula que la inflación habría alcanzado su máximo en septiembre debido a la subida de algunas tarifas energéticas domésticas, para comenzar después una marcada desaceleración. Así, mantenemos nuestra previsión de que el Banco de Inglaterra recortará nuevamente los tipos oficiales durante los últimos meses del año y en la primera mitad de 2009 situándolos en un nivel cercano al 4%. Además, situamos los riesgos claramente a la baja ante la posibilidad de un empeoramiento de la situación del sector financiero que acabe empujando la economía hacia una profunda recesión en la que los tipos oficiales serían recortados con mayor virulencia a lo largo de todo el año.

Los indicadores de actividad siguen empeorando y la economía británica difícilmente evitará una recesión.

1.5- JAPÓN

Los últimos indicadores macroeconómicos confirman que el crecimiento siguió en terreno negativo en el tercer trimestre, por lo que Japón entraría en recesión técnica. En el mercado laboral, el ratio de empleo sobre solicitudes sigue retrocediendo y la tasa de paro repuntó dos décimas hasta 4,2% en agosto, tendencia que se estima continuará en los próximos meses castigando aún más el ya anémico consumo doméstico. La desaceleración de sus principales socios comerciales reducirá la aportación al crecimiento del sector exterior – motor de la economía en los últimos años. Las exportaciones hacia Estados Unidos y la Euro-zona se han desplomado, lo que unido a los altos precios del crudo ha sumergido la balanza comercial en números rojos. Por el lado de los precios se espera que la inflación haya tocado techo en agosto y que se reduzca paulatinamente. Sin embargo, se prevé que ésta se mantenga por encima del 1,5% hasta mediados del

próximo año. En este escenario de mayores presiones inflacionistas pero con un marcado deterioro del crecimiento no se esperan movimientos de los tipos oficiales actualmente en 0,5%. No obstante y a pesar de que el crecimiento seguirá débil en los próximos meses, la economía podría comenzar una recuperación a lo largo de 2009. Para ello dos factores serán fundamentales; por una parte, aunque se espera una desaceleración de las economías emergentes asiáticas estas seguirían creciendo a ritmos elevados lo que posibilitaría una recuperación de las exportaciones – representan cerca del 50% del total. El otro factor decisivo será la posibilidad de que el nuevo gobierno logre finalmente un entorno político más estable, que le permita llevar a cabo políticas fiscales más activas. El primer ministro electo Aso, al contrario de sus antecesores, planea implementar un paquete de medidas fiscales de reanimación de la economía.

El descenso del precio de las materias primas y el mercado asiático facilitará la salida de la economía nipona del terreno negativo en 2009.

1.6- PAISES EMERGENTES

El ritmo de crecimiento de las principales economías emergentes se moderará en los próximos trimestres. Las fuertes subidas de precios impulsaron la introducción de políticas monetarias restrictivas que unido a la reducción de las exportaciones hacia las economías de la OCDE, ralentizará el crecimiento. Por otra parte, la creciente aversión al riesgo profundizó la salida de capitales de estos mercados y un debilitamiento de sus divisas. No obstante, se prevé que el menor precio de las materias primas ayudará a reducir la inflación, que sin duda representa el mayor riesgo a corto plazo, lo que permitirá una mayor relajación de las políticas monetarias a lo largo del próximo año.

La ralentización de las exportaciones retirará décimas al crecimiento de las economías de la región asiática. En China, el avance del PIB durante la segunda mitad del año se seguirá moderando pero continuará siendo elevado y se prevé que las tasas de crecimiento se sitúen por encima del 9%. La actual transición de la economía hacia un modelo más enfocado al crecimiento de la demanda interna pesará sobre el ritmo de expansión y se prevé una desaceleración hasta mediados del próximo año. Sin embargo, no se prevé un desplome del crecimiento y se espera un profundo cambio en las políticas gubernamentales. La inflación ha tocado techo y en 2009 asistiremos a una reducción pronunciada del avance de los precios que se situarán por debajo del nivel objetivo en el próximo año. En este entorno, el gobierno introducirá recortes de los tipos de interés y un paquete de medidas fiscales contracíclicas (sobre todo con la reducción de la carga fiscal en los sectores más enfocados a las exportaciones y al consumo) que impulsarán la economía en la segunda mitad de 2009. No obstante, estas medidas deberán ser tomadas con cautela ante el riesgo de sobrecalentamiento de la economía (creación de burbujas sobre precios de activos). En India, el ciclo de crecimiento se mantiene en una fase de desaceleración. La crisis de crédito pero sobre todo la subida de los precios de las materias primas castigaron a esta economía muy dependiente de las importaciones de crudo. No obstante, esperamos que estos factores negativos se diluyan a lo largo del próximo año. El ciclo de subidas de tipos parece finalizado lo que unido a la menor factura energética prevista para los próximos trimestres volvería a impulsar el crecimiento. La menor exposición de su sector financiero a préstamos hipotecarios y directamente relacionados con el sector inmobiliario es otro factor positivo de cara a los próximos trimestres. No obstante, en el corto plazo la aversión al riesgo, el deterioro de los beneficios de las compañías y el entorno externo menos propició al crecimiento de las exportaciones seguirá castigando este mercado.

El crecimiento de las economías latinoamericanas se verá castigado por la menor demanda externa, especialmente desde Estados Unidos. Además, las autoridades monetarias seguirán introduciendo políticas monetarias restrictivas hasta finales de este año debido a que la inflación sigue siendo el principal riesgo en el corto plazo. En este entorno, el ritmo de

crecimiento se verá ralentizado en los próximos trimestres. Por otra parte, la reciente caída de los precios de las materias primas reducirá las expectativas de crecimiento de estas economías pero, y quizás más importante, facilitará el control de los precios y de la estabilidad económica. En Brasil los datos de actividad siguieron soportados especialmente por el crecimiento de la demanda interna. El mercado laboral continúa creando empleo y la tasa de paro se mantiene en niveles mínimos de los últimos años. La caída de los precios de las materias primas reducirá el elevado superávit comercial, lo que unido a la menor entrada de capitales debilitará la divisa. El control de los precios es la principal prioridad para la autoridad monetaria y se prevé que hasta finales de este año continúe subiendo los tipos de interés hasta niveles cercanos a 15% (actualmente en 13,75%). De cara a 2009 prevemos que la moderación del crecimiento y de las presiones inflacionistas permita la entrada en un ciclo de recorte de los tipos oficiales durante la segunda mitad del año. En este entorno, el crecimiento se mantiene robusto y se prevé que en 2008 se sitúe por encima del 5% y que se desacelere el próximo año. En México, la mayor dependencia de la economía estadounidense y la menor fortaleza de la demanda interna muy castigada por la subida de precios de los alimentos, mantendrá la mayor desaceleración de esta economía. En Chile, la inflación seguirá siendo el principal riesgo ya que los elevados precios de las materias primas se trasladaron con celeridad a sueldos y demás productos manteniendo el IPC en niveles elevados. En este contexto, aumentan las posibilidades de nuevas subidas de tipos que podrían situarlos por cercanos al 9% a finales de año.

En Europa Central y del Este los ritmos de crecimiento se seguirán ralentizando mientras la moderación de los elevados precios energéticos, frenarían las presiones inflacionistas en la región. Sin embargo, la creciente aversión al riesgo propició una depreciación de las principales divisas lo que implicará mayores tensiones en los precios. Así, y a pesar de los probables recortes de tipos del BCE, no se espera que las autoridades monetarias de la región implementen políticas monetarias expansivas ya que podrían profundizar la pérdida de valor de sus monedas. De cara al próximo año, el empeoramiento de las condiciones económicas de las principales economías de la Euro-zona castigará el crecimiento de la región. Rusia, atraviesa momentos de elevada incertidumbre ante la caída de precios de las materias primas, pero sobre todo provenientes de su sector financiero. La crisis de crédito y el aumento de las tensiones geopolíticas redundó en una retirada masiva de capitales extranjeros del país, lo que obligó a que el gobierno tuviera que intervenir en diversos bancos e incluso inyectar capital en el mercado de renta variable. Las elevadas reservas que posee el país son el principal escudo ante la posibilidad de un empeoramiento de las condiciones económicas y financieras de la economía. En el corto plazo, los riesgos siguen siendo elevados debido a la caída de los precios del crudo, al entorpecimiento de las relaciones comerciales y a la marcada depreciación del rublo que dificultará el control de los precios.

La moderación del crecimiento de las regiones emergentes se profundizará castigada por la reducción de las exportaciones. Pero el menor precio de las materias primas aliviará las presiones inflacionistas y permitirá una relajación de las políticas monetarias a lo largo del próximo año.

2- MERCADOS FINANCIEROS

2.1- MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

El precio del crudo profundizó su caída en septiembre rompiendo el soporte de los 90 dólares para el barril de Brent. Las previsiones de crecimiento se siguen revisando a la baja lo que afecta directamente el consumo de energía. Asimismo, las restricciones de acceso al crédito y la mayor incertidumbre retiraron atractivo a la inversión en el mercado de futuros. A principios de octubre las posiciones largas no-comerciales sobre este mercado cayeron a mínimos de los últimos dos años lo que amplifica el movimiento. Seguiremos inmersos en un período de desapalancamiento por lo que no esperamos en los próximos trimestres una vuelta de los inversores no comerciales al mercado de materias primas y especialmente de crudo. Así, en el corto plazo el mercado debería consolidar posiciones en torno a los niveles actuales ya que la llegada del invierno, período de mayor consumo energético daría soporte a los precios. De cara al próximo año la elevada incertidumbre sobre el posible final de la crisis financiera y los efectos que esta tendrá sobre las economías dificulta las previsiones. En nuestro escenario central, prevemos un marcado deterioro del ritmo de crecimiento pero no una profunda recesión. Así el precio del crudo seguiría corrigiendo a la baja en 2009 aunque a un ritmo gradual, situándose en promedio entre los 80 y 90 dólares. No obstante, los riesgos son claramente bajistas y no descartamos una caída más pronunciada del crecimiento de las economías tanto de la OCDE como de las emergentes lo que llevaría el precio del crudo hasta niveles inferiores a los 70 dólares.

El precio de los metales básicos cayó con virulencia arrastrado por la contracción de la producción industrial. Este tipo de materia prima es la más relacionada con el ciclo económico. De cara a los

próximos meses dos factores serán fundamentales. Por una parte, el crecimiento global debería tocar fondo en la primera mitad del próximo año manteniendo en el corto plazo la presión sobre los precios. Sin embargo, el gobierno de China, que contribuye en gran medida al incremento de la demanda, parece dispuesto a facilitar la reactivación de la economía lo que aumentaría nuevamente la demanda de metales y soportaría los precios hasta que comencemos a asistir a una recuperación en las demás economías.

El precio de los metales preciosos seguirá volátil en el corto plazo mientras que a largo plazo profundizará su tendencia bajista. Así, en los próximos meses seguiremos asistiendo a fuertes repuntes de la aversión al riesgo, lo que favorecerá estos metales. A medida que la situación del sector financiero se clarifique y el crecimiento económico toque fondo el precio de estos metales entrará en una espiral bajista, amplificada por el fortalecimiento del dólar.

Las materias primas agrícolas también sufrieron un movimiento vendedor aunque debido a la inelasticidad de la demanda consiguieron un mejor comportamiento dentro del mercado de "commodities". Destacamos nuevamente las previsiones de futuras subidas de precios, especialmente para el maíz, azúcar y la soja. En el extremo opuesto, seguirían los descensos para el trigo debido al aumento de la superficie cultivada. Aunque las inversiones siguen aumentando en este sector, el deterioro de las condiciones de cultivo y el crecimiento de la población siguen superando los incrementos en productividad, lo que mantendrá el ajustado equilibrio entre oferta y demanda. No se espera un nuevo "rally" aunque los precios serán más elevados en los próximos trimestres.

2.2- MERCADOS DE DIVISAS

El dólar siguió ganando terreno en sus principales cruces. La corrección del precio del crudo y la confirmación de una ralentización de las demás economías fueron factores decisivos, impulsando al alza el billete verde que alcanzó en octubre niveles máximos desde 2007. No obstante, el cruce euro-dólar prosiguió con altos niveles de volatilidad y cotizó en un rango muy amplio. En los próximos meses prevemos que esta tendencia se mantenga, por lo que no debemos descartar nuevos períodos de debilidad del dólar situándose en niveles superiores a 1,45 \$/€. La economía estadounidense y especialmente su sector inmobiliario no ha tocado fondo, y el panorama macroeconómico seguirá empeorando antes de que podamos vislumbrar una recuperación. También seguirá presente la incertidumbre sobre el sector financiero y la introducción del plan de rescate por parte de las autoridades estadounidenses que podría presionar las cuentas públicas ampliando el ya elevado déficit fiscal. Además, en nuestro escenario central prevemos nuevos recortes de tipos por parte de la Reserva Federal situándolos en 1% en tres meses. Todo ello mantiene al alza los riesgos sobre el dólar y en el corto plazo los movimientos en el mercado de divisas podrían ser bruscos y en ambas direcciones. Por otra parte, el BCE dio comienzo a un ciclo de recortes de tipos oficiales que esperamos sea pronunciado, reduciendo el diferencial de tipos entre estas dos divisas, lo que debilitaría el euro. En cuanto a crecimiento, las previsiones apuntan a que la economía americana se recuperaría antes que las principales economías europeas. En este entorno, mantenemos nuestra previsión de que el billete verde profundice su

apreciación y en un plazo más largo de tiempo (12 meses) debería situarse entre el rango de 1,35 \$/€ y 1,30 \$/€

La libra esterlina seguirá débil ante el empeoramiento de las condiciones económicas y el desplome de su sector inmobiliario, que probablemente arrastrará el crecimiento hasta tasas negativas en los próximos trimestres. En el cruce con el euro mantenemos la previsión de que hasta finales de este año cotizará en el rango 0,80 €/£ – 0,82 €/£ ya que la prima de riesgo exigida a los activos británicos seguirá siendo elevada y el deterioro de la economía más pronunciado. De cara al próximo año esperamos que las elevadas primas de riesgo sobre los activos británicos se vayan minorando, por lo que la libra recuperaría parte del terreno perdido.

El mercado aumento de la aversión al riesgo en el mercado durante el mes de septiembre dio un notable impulso al yen, ya que los inversores prefirieron cerrar las posiciones especulativas usadas en estrategias de "carry trade" que debilitan la divisa nipona. En este contexto, el yen se apreció bruscamente (cotiza actualmente en torno a 146 €/¥ desde 154 €/¥ de comienzos de septiembre). En los próximos meses a medida que se reduzca la elevada incertidumbre prevemos que el yen pierda la mayor parte del terreno ganado, volviendo a niveles anteriores entre 152 €/¥ y 156 €/¥. En el largo plazo es decir a 12 meses vista, el euro se debilitará castigado por la relajación de la política monetaria y el cruce se situaría nuevamente por debajo de los 150 €/¥.

El mercado deterioro del crecimiento global mantendrá la presión sobre los precios de las materias primas. Los riesgos han cambiado y pasan a ser bajistas.

El dólar profundizará la anunciada recuperación frente a las principales divisas que podría llevar al cruce euro-dólar a situarse entre el rango de 1,35 \$/€ y 1,30 \$/€. Sin embargo, no debemos descartar nuevos períodos de debilidad del dólar ante la incertidumbre actual sobre los efectos del plan de rescate de su sistema financiero.

Tabla 4. Previsión de los tipos de cambio

	A 2 de octubre 2008	En tres meses	En doce meses
Dólar/Euro	1,38	1,42	1,32
Yen/Euro	146	154	145
Yen/Dólar	108	109	110
Libra/Euro	0,79	0,81	0,79

Fuente: Consensus Economics y elaboración propia

2.3- MERCADOS DE DEUDA

2.3.1- MERCADO MONETARIO. EURIBOR, LIBOR, REPOS Y LETRAS DEL TESORO

En el discurso de las autoridades monetarias, la inflación ha pasado a un segundo plano. La caída del crecimiento y de los precios de las materias primas ha rebajado las presiones inflacionistas al tiempo que la crisis de crédito ha aumentado el peligro de recesión. Todo lo anterior, unido al gran nerviosismo que domina en los mercados financieros ha forzado rebajas de tipos de interés por parte de los bancos centrales. Estos ya han mostrado su determinación a actuar de forma coordinada con una rebaja de 50 puntos básicos que se decidió de forma casi simultánea en las diferentes latitudes el 8 de octubre. Sin embargo, el mercado interbancario se mantendrá tensionado porque los bancos seguirán acaparando liquidez y hay un gran volumen de deuda bancaria que vence de aquí a finales de año.

A pesar de la aprobación del plan TARP en Estados Unidos, de los planes de rescate en Europa, de las inyecciones de liquidez y de la rebaja de tipos que los bancos centrales de las principales economías han decidido conjuntamente, las perspectivas de que la economía real sufra más y que la recesión sea más profunda se han incrementado. Lo anterior aumenta la probabilidad de que los tipos de la Fed sean rebajados hasta un 1% en el plazo de los próximos tres meses. Por su parte, el Banco Central Europeo ha señalado su preocupación por la intensificación de la crisis

financiera, constata el debilitamiento de la actividad y reconoce que aunque no han desaparecido, los riesgos inflacionistas han disminuido. Tras el sorpresivo recorte de tipos en 50 puntos básicos, prevemos otros recortes adicionales que los llevarían hasta el 3,0% en un plazo de 12 meses.

En el mercado interbancario, la prima de riesgo – es decir, el diferencial entre los tipos euribor o libor y los de las letras del Estado del mismo plazo – ha aumentado de forma dramática durante las últimas semanas hasta 382 y 335 puntos básicos en Estados Unidos y Euro-zona respectivamente desde niveles de 115 y 69 puntos básicos hace un mes (ver gráficos 1 y 2). Los bancos no quieren prestarse dinero entre sí, acaparan la liquidez que ha venido inyectando los bancos centrales e invierten en letras del tesoro, esto ha provocado esa enorme disfunción del sistema interbancario. Al mismo tiempo, los fondos monetarios siguen evitando invertir en papel bancario. Por lo tanto, a pesar de los planes de rescate, prevemos que los tipos del mercado monetario (euribor y/o libor) continuarán en niveles altos durante los próximos tres meses aunque irán descendiendo gradualmente a medida que los diferenciales se vayan normalizando y los tipos de referencia se sitúen en niveles más bajos. En ese caso, prevemos que el euribor 3 meses se situará en 3,5% a 12 meses vista, desde el 5,3% actual.

En el discurso de las autoridades monetarias, la inflación ha pasado a un segundo plano. La extensión de la crisis financiera y su efecto sobre el crecimiento ha forzado rebajas de tipos de interés por parte de los bancos centrales

Gráfico 1. Diferenciales Mercado Monetario US



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Gráfico 2. Diferenciales Mercado Monetario Euro-Zona



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

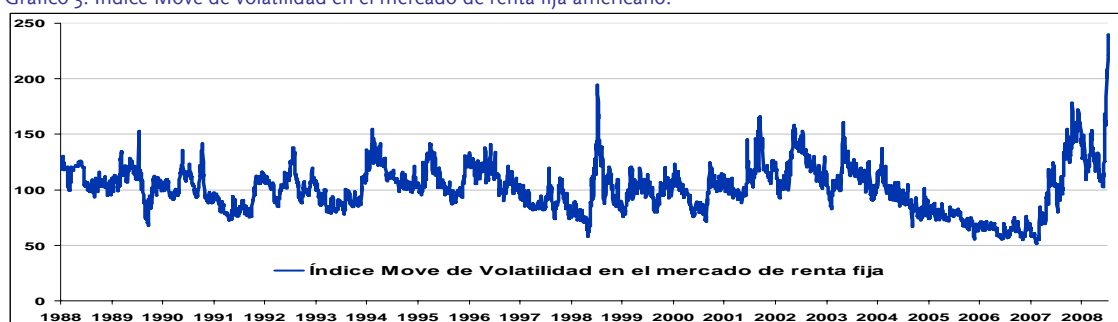
2.3.2- MERCADOS DE DEUDA SOBERANA

En septiembre, las autoridades estadounidenses tuvieron que nacionalizar las dos mayores agencias hipotecarias americanas: Freddie Mac y Fannie Mae y salvar de la quiebra a AIG. Lehman Brothers y Washington Mutual se declararon en suspensión de pagos, Bank of America adquirió Merrill Lynch, Morgan Stanley y Goldman Sachs se transformaron en bancos comerciales. Las fusiones también se sucedieron en otras latitudes: en el Reino Unido, el gran banco hipotecario HBOS ha sido absorbido por Lloyds TSB. En la Euro-zona, el belga Fortis, el francés Dexia, el alemán Hypo Real Estate y los bancos irlandeses tuvieron que recibir apoyo explícito de sus gobiernos para evitar una huida masiva de fondos. El Unicredito italiano se

desplomó en bolsa por la rumorología sobre escasez de capital que obligó al gobierno italiano a interceder en su favor. Tras las malas noticias que los inversores han tenido que encajar y su huida a activos seguros las rentabilidades de la deuda soberana se han desplomado, tal como se refleja en la tabla 5. Al mismo tiempo, las turbulencias, quiebras, rescates y planes de emergencia han provocado que el mercado de renta fija haya aumentado su volatilidad a niveles no vistos en esta década tal como se refleja en el gráfico 3. Prevemos que esta volatilidad se mantenga en el corto plazo mientras no estemos seguros de la eficacia del plan de rescate americano y de las diversas medidas que se han aprobado en Europa.

En el mediano plazo, si la inflación y el crecimiento siguen a la baja, los tipos de interés también descenderán.

Gráfico 3. Índice Move de volatilidad en el mercado de renta fija americano.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

En cuanto a los tipos de interés, el movimiento bajista de las rentabilidades de la deuda a lo largo de la curva se estabilizará en las próximas semanas, como reacción a una menor aversión al riesgo. En el mediano plazo, si la inflación y el crecimiento siguen a la baja, los tipos de interés se mantendrán bajos. En Estados Unidos hemos rebajado las previsiones de tipos de corto plazo. En la Euro-zona, hemos modificado las previsiones para los tipos a 2 años desde 4,2% a 3,5% en tres meses y de 4% a 3,8% en 12 meses. En cuanto a los tipos a 10 años, prevemos que la inflación va a moderar también los tipos desde 4,4% previsto anteriormente a 4,1% a tres

meses vista y desde 4,5% a 4,2% en un plazo de 12 meses.

Los diferenciales de la deuda de los países periféricos respecto del tesoro alemán se han ampliado como resultado de la huida hacia el activo seguro y del consiguiente aumento de la prima de aquellos países que se consideran más vulnerables a la crisis financiera. Prevemos que se mantengan altos en lo que queda del año. Por otro lado, prevemos que las curvas swap se irán normalizando una vez se vayan conociendo detalles de los planes de emergencia.

Tabla 5. Evolución Tipos de Interés y Previsiones

Tipos	2 Septiembre 2008	2 Octubre 2008	En tres meses	En doce meses
Tipo intervención Fed	2,0	2,0	1,0	1,0
3 meses interbancario USA	2,8	4,15	2,0	1,5
2 años USA	2,4	1,8	1,8	2,0
10 años USA	3,8	3,7	4,0	4,3
Tipo refinanciación BCE	4,25	4,25	3,25	3,0
3 meses Euribor UEM	4,9	5,3	4,25	3,5
2 años Schatz	4,0	3,4	3,5	3,8
10 años Bund	4,1	4,0	4,1	4,2

Fuente: Elaboración propia a partir de diversas fuentes consultadas.

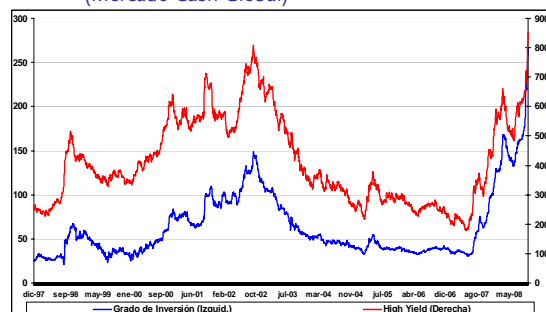
2.3-3- MERCADOS DE CRÉDITO E HÍBRIDOS

Septiembre fue otro mes “horribilis” para el crédito. Los diferenciales globales de crédito, es decir la prima de riesgo de la deuda “corporate”, se ampliaron en 94 y 222 puntos básicos para el “investment grade” y el “high yield” respectivamente, ver gráfico 4. En Europa, el crédito investment grade vio sus primas de riesgo aumentar hasta 216 puntos básicos (es decir, un aumento de 85 puntos básicos en el mes). El plan de emergencia americano puede ser la base para una mejoría sostenible en la confianza en los mercados de crédito. Sin embargo, este plan no es solución para bancos europeos y en el corto plazo seguirán las malas noticias en Europa. Si el plan americano llega a buen puerto y Europa presenta una acción conjunta, lo peor de la crisis financiera puede haber pasado aunque se tratará sólo de un primer paso en un proceso lento de desintoxicación de los activos.

La valoración es una de las principales bazas del crédito. El mercado “investment grade” europeo (o deuda de alta calificación, que incluye la deuda con grados que van desde triple A hasta triple B) tiene primas de riesgo promedio (calculadas sobre la base de CDS a 5 años) situadas en 126 puntos básicos, cuando la prima teórica que permite compensar pérdidas por impagos en esos tramos se calcula en el rango entre 90 y 100 puntos básicos. A pesar de ello, el deterioro de las condiciones económicas y de la tasa de impago continuará pesando sobre los mercados de crédito. Por lo tanto, aunque en el mediano plazo vemos valor en crédito de calidad media (A hasta BBB) dentro de la categoría “investment grade”, en el corto plazo sólo los bonos soberanos y el crédito de la más alta calidad (AAA hasta AA) seguirán dando rentabilidades estables.

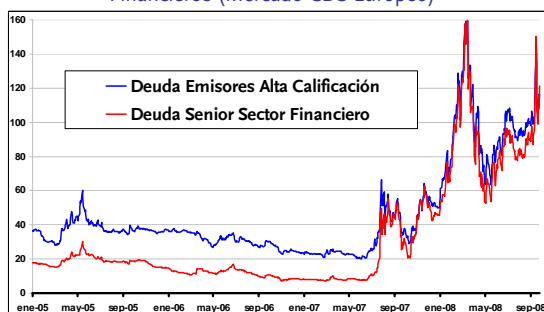
El plan de emergencia americano puede ser la base para una mejoría en la confianza pero el deterioro de las condiciones económicas y de la tasa de impago continuará pesando sobre los mercados de crédito

Gráfico 4. Diferenciales Mercado de Crédito I.G. y H.Y. (Mercado Cash Global)



Fuente: Bloomberg, Merrill Lynch y elaboración propia

Gráfico 5. Diferenciales Mercado de Crédito I.G y Financieros (Mercado CDS Europeo)



Fuente: Bloomberg, Merrill Lynch y elaboración propia

2.4- MERCADOS DE RENTA VARIABLE

RENTA VARIABLE. VISIÓN GENERAL

El descenso de los beneficios y las expectativas de caídas adicionales siguen siendo uno de los principales peligros para las bolsas. Los beneficios empresariales comenzaron a descender en el último trimestre de 2007 y esperamos que continúen haciéndolo hasta bien entrado el 2009, si se tiene en cuenta que las últimas “recesiones de beneficios” (definidas como descensos superiores a 25%) han durado alrededor de 8 trimestres y que los indicadores adelantados de beneficios siguen siendo negativos. No obstante, las estimaciones de consenso que se obtienen como agregado de los análisis de empresas individuales (ver Tabla 6) siguen siendo muy optimistas a pesar que se han revisado a la baja para 2008; en la Euro-zona se han revisado desde 11,5% a principios de año hasta -1,2% este mes. Sin embargo siguen estando muy por encima de las

estimaciones de analistas macroeconómicos que sugieren que los beneficios podrían caer hasta un 14% en Europa este año. Por lo anterior, no se descarta fuertes revisiones a la baja y, como muestra el gráfico 8, el ratio de revisiones de beneficios por parte de los analistas sigue estando en terreno negativo. Las revisiones de beneficios siguen siendo algo mejores en Estados Unidos y los mercados emergentes y más débiles en Europa y Japón. Históricamente, el precio de las acciones se ha recuperado antes que termine el período de caída de resultados por lo que la interrogante es cuándo podemos esperar que se produzca el punto de inflexión esta vez y qué factores serán los detonantes del cambio de tendencia. En primer lugar, tenemos que ver una caída real de la inflación para que los inversores se sientan cómodos.

Una atractiva valoración e inversores a punto de claudicar no son argumentos suficientes para que el mercado cambie de tendencia. El descenso de los beneficios y las expectativas de caídas adicionales siguen siendo uno de los principales peligros para las bolsas.

Tabla 6. PER y Crecimiento del BPA para principales mercados

1	PER 2	PER 12mFwd 3	DY estimado 4	Crecimiento de BPA				MEMO	
				07/06 5	08/07 6	09/08 7	CARR 8	BPA 08/07 anterior 9	CARR anterior 10
EUROZONE	9,1	8,4	5,6	7,5%	-1,2%	11,5%	5,8%	9,2%	6,3%
SPAIN	10,6	9,6	4,8	15,4%	4,9%	7,8%	9,3%	10,2%	9,6%
GERMANY	9,2	9,0	4,1	30,3%	-12,8%	20,7%	11,1%	10,3%	10,8%
FRANCE	9,9	8,5	5,9	0,3%	8,7%	9,2%	6,0%	9,3%	6,4%
ITALY	8,7	7,8	6,2	-0,4%	4,3%	8,9%	4,2%	8,8%	4,5%
BELGIUM	9,4	10,0	5,8	-5,2%	-13,8%	11,3%	-3,1%	11,3%	-1,8%
NETHERL	7,6	7,2	5,2	-1,9%	1,0%	6,0%	1,7%	8,8%	1,9%
SWITZERL	14,2	11,8	2,7	-16,1%	-16,2%	57,9%	3,5%	12,8%	4,4%
UK	9,4	8,3	5,3	13,2%	6,6%	7,5%	9,1%	9,2%	9,4%
USA	14,0	11,8	2,7	-4,5%	0,3%	23,5%	5,8%	13,0%	6,6%
JAPAN	13,0	12,6	2,0	3,8%	-4,5%	15,5%	4,6%	13,9%	5,3%
MSCI EM MKTS	10,4	8,5	3,0	14,2%	8,7%	17,4%	13,4%	9,4%	15,6%

Fuente: Datastream y Consulnor

La fuerte caída de las bolsas en el último mes sugiere que una gran parte de las malas noticias está puesta en precio y ha situado las valoraciones en un nivel muy atractivo contribuyendo a poner un cierto suelo al mercado bajista. El gráfico 10 sigue reflejando que el precio de la bolsa es atractivo en comparación al precio de la deuda del Estado y los múltiplos PER – gráficos 6 y 7 – se sitúan alrededor o por debajo de la media histórica. Las bolsas están baratas aunque las estimaciones de beneficios sigan revisándose a la baja y presionen los ratios PER al alza. Con un ratio PER histórico (es decir, con beneficios pasados) de 9,1x y una rentabilidad por dividendo del 5,6%, el Eurostoxx tiene un precio atractivo aunque se produzcan fuertes rebajas de estimaciones al igual que el IBEX, con un PER histórico de 10,6x y dividendo del 4,8%. Por otro lado, el previsible descenso de la inflación y el hecho de que, en un contexto de desaceleración, los tipos de interés tienden a bajar dan soporte a las valoraciones. En ese sentido, esperamos que la inflación y el crecimiento económico caigan este semestre y eso, a través de la política monetaria, podría sentar las bases para una recuperación.

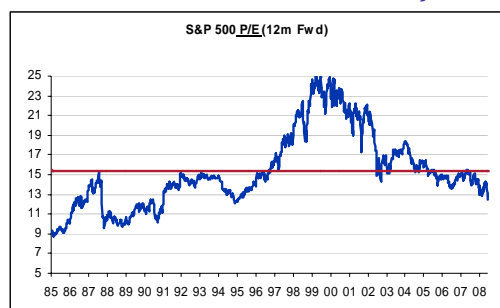
Por otro lado, los indicadores de sentimiento están dando señales positivas. El sentimiento de los inversores finales sigue siendo muy pesimista y el ratio put/call y la distribución de activos de los estrategas de Wall Street – que se comportan como indicadores contrarios – se han vuelto más negativos. No obstante,

una atractiva valoración e inversores a punto de claudicar no son argumentos suficientes para que el mercado cambie de tendencia. Para alcanzar el punto de inflexión se deberá constatar una reducción de la prima de riesgo financiero y – dado que la crisis tiene su origen “made in USA” – que el sector inmobiliario americano haya tocado fondo.

Por el momento creemos más conveniente esperar a que las aguas vuelvan a su cauce y se pueda decidir con datos más objetivos si es más apropiado recortar el nivel de riesgo hasta que se divise la recuperación de la economía y de los resultados empresariales o mantenerlo, para poder aprovechar las atractivas valoraciones sin perderse las primeras etapas de la recuperación.

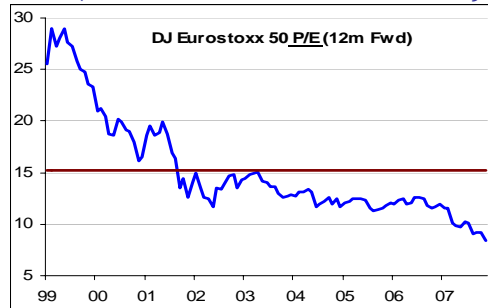
En cuanto a preferencias regionales, seguimos positivos en la bolsa americana ya que prevemos una recuperación más rápida de Estados Unidos donde, además, las revisiones de beneficios se están comportando mejor que en Europa. En cuanto a sectores, con desaceleración y escasez de crédito en la mayoría de los países desarrollados, lo harán mejor los defensivos menos dependientes del ciclo. Dicho lo anterior, seguimos convencidos de la conveniencia del stock picking y recomendamos seguir privilegiando el tamaño, la sostenibilidad del crecimiento, los dividendos, el flujo de caja y el bajo endeudamiento.

Gráfico 6. Valoración en términos de PER S&P 500



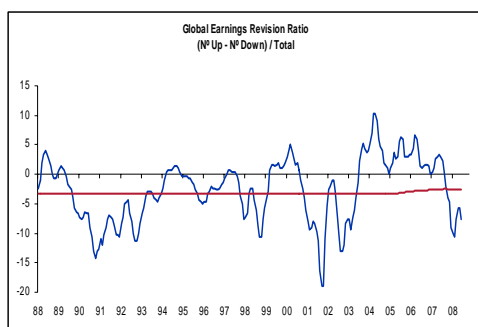
Fuente: Datastream y Consulnor

Gráfico 7. Valoración en términos de PER Eurostoxx 50



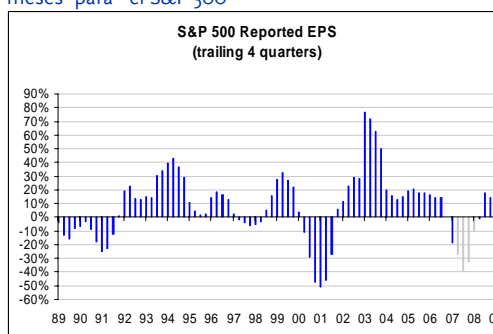
Fuente: Datastream y Consulnor

Gráfico 8. Ratio de Revisión de Beneficios



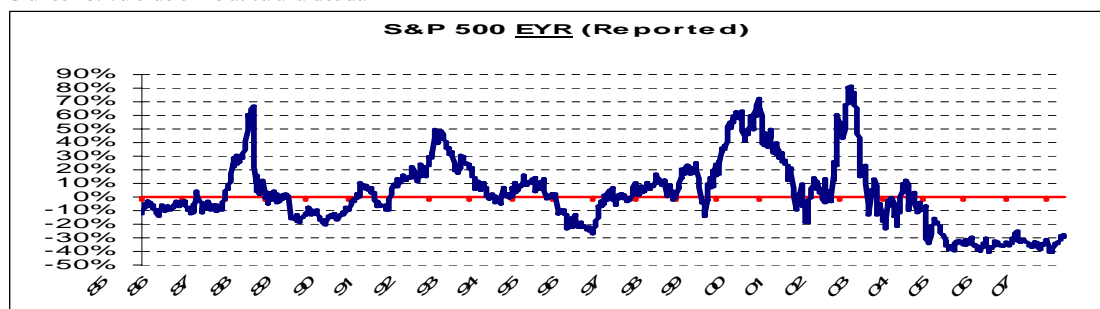
Fuente: Datastream y Consulnor

Gráfico 9. Estimación de crecimiento de beneficios a 12 meses para el S&P 500



Fuente: Datastream y Consulnor

Gráfico 10. Valoración relativa a la deuda



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

3- DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS PROPUESTA DE DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS

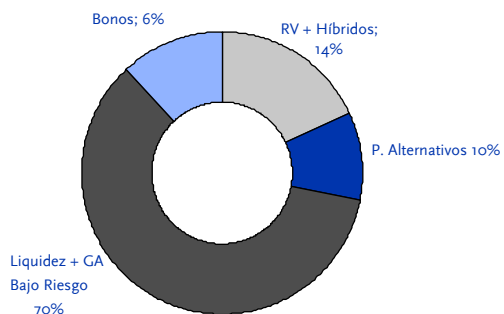
- **Activo Monetario:** Mantenemos la sobreponderación en esta clase de activo y seguimos favoreciendo la inversión en activos líquidos tradicionales, aumentamos el peso en títulos soberanos y cuasi-soberanos que ofrecen un riesgo nulo aunque esto signifique obtener una menor rentabilidad.
- **Bonos:** Mantenemos la infraponderación.
- **Renta Variable:** Mantenemos infraponderación. A pesar que la valoración es razonable, la bolsa seguirá expuesta al ciclo y a la crisis financiera. Por lo tanto recomendamos mantener un peso por debajo del neutral y apostar por empresas de alta capitalización, crecimiento estable con bajo endeudamiento y alta rentabilidad por dividendo.
- **Productos Alternativos:** Mantenemos la exposición a este tipo de activos. Nos centramos en fondos con poco apalancamiento, alta liquidez, y/o que puedan aprovecharse de los bajos precios de los activos provocados por vendedores forzados.

En este escenario, nuestras recomendaciones continúan siendo sobreponderar el activo monetario e infraponderar la renta fija y la renta variable.

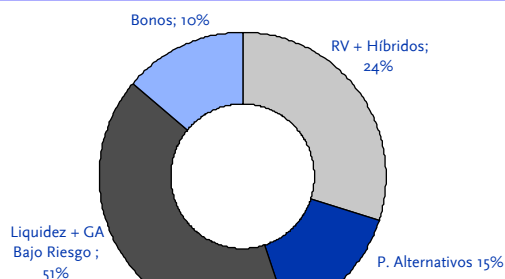
El presente análisis ha sido preparado por Consulnor Servicios Financieros S.V., S.A. por su propia cuenta. Se publica para su circulación general y se distribuye con fines informativos únicamente. No tiene en cuenta los objetivos específicos de inversión, la situación financiera ni las necesidades particulares de cualquier persona específica que pueda recibir este informe. Los comentarios, opiniones, previsiones y estimaciones de este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados. La información recogida en el presente documento ha sido obtenida de varias fuentes consideradas fiables, si bien Consulnor Servicios Financieros S.V., S.A. no concede ninguna garantía, expresa o implícita, sobre su exactitud, integridad o corrección. Consulnor Servicios Financieros S.V., S.A. no se responsabiliza de notificar cualquier cambio en su opinión o en la información contenida en este documento y queda exento de toda responsabilidad por las pérdidas de cualquier naturaleza, que se pudieran ocasionar como consecuencia de la utilización del presente documento. El presente documento no constituye una oferta, invitación o incitación para la suscripción o compra de valores, y ni este documento ni su contenido constituirá la base de ningún contrato, compromiso o decisión de cualquier tipo. Este documento se provee únicamente a contrapartidas de mercado y a inversores especializados, quienes deben tomar sus propias decisiones de inversión. Los inversores deben buscar asesoramiento financiero relacionado con la idoneidad de la inversión en cualquier valor o estrategia de inversión mencionada o recomendada en este análisis y deben entender que no pueden realizarse afirmaciones relacionadas con perspectivas futuras. Los inversores deben ser conscientes de que los rendimientos de dichos valores, si los hubiera, pueden fluctuar y que el precio de cada título o valor puede subir o bajar. En consecuencia, los inversores podrían recibir una cantidad inferior a la invertida originalmente. El comportamiento pasado no constituye necesariamente una guía para el comportamiento futuro. Cualquier opinión, estimación, predicción o recomendación aquí contenida y las inversiones a las que se refieren pueden no ser adecuadas para los inversores por razón de su específica posición financiera y objetivos de inversión. Consulnor Servicios Financieros S.V., S.A. o alguna entidad perteneciente al Grupo Consulnor (o sus consejeros, ejecutivos, directores, empleados y beneficiarios de programas de empleados) pueden tener una posición en cualquiera de los valores objeto, directa o indirectamente, o pueden negociar por cuenta propia o ajena con tales valores, o prestar servicios de asesoramiento o de otro tipo al emisor de los valores mencionados o a compañías vinculadas al mismo o tener otros intereses o realizar transacciones con dichos valores. Queda prohibida la reproducción total o parcial del presente documento así como la distribución del mismo a terceros, sin la previa autorización expresa de Consulnor Servicios Financieros S.V., S.A.

DISTRIBUCIÓN PATRIMONIAL SEGÚN PERFIL DE RIESGO

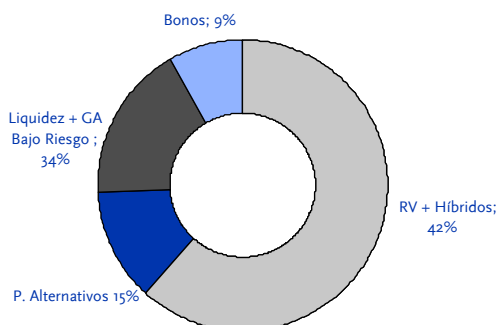
CARTERA CONSERVADORA



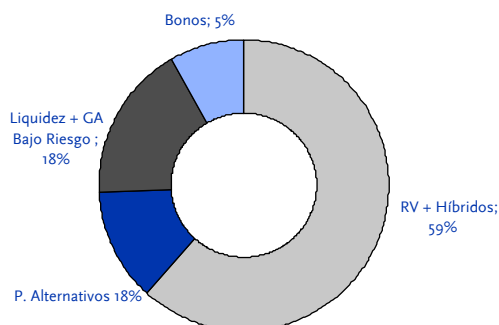
CARTERA MEDIA BAJA



CARTERA MEDIA ALTA



CARTERA CRECIMIENTO



DISTRIBUCIÓN POR CLASE DE ACTIVO

07/10/2008	CONSERVADORA	MEDIA BAJA	MEDIA ALTA	CRECIMIENTO
ACTIVO MONETARIO	70,0%	51,0%	34,0%	18,0%
Liquidez	65,0%	46,0%	29,0%	13,0%
GA Bajo Riesgo	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
BONOS	6,0%	10,0%	9,0%	5,0%
Renta Fija Corto Plazo	1,0%	5,0%	4,0%	0,0%
Renta Fija Privada Corto Plazo	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
ALTERNATIVOS	10,0%	15,0%	15,0%	18,0%
Hedge Funds y Otros Alt.	10,0%	15,0%	15,0%	18,0%
HÍBRIDOS	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Bonos Convertibles y Estructuras	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
RENDA VARIABLE	10,0%	20,0%	38,0%	55,0%
RV Desarrollados	10,0%	20,0%	38,0%	55,0%
TOTAL	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%