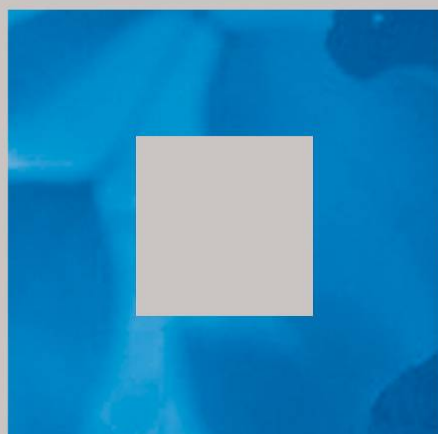
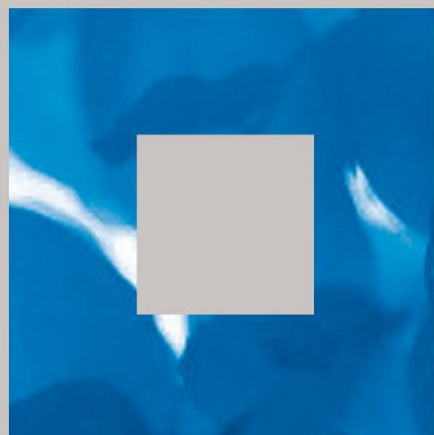
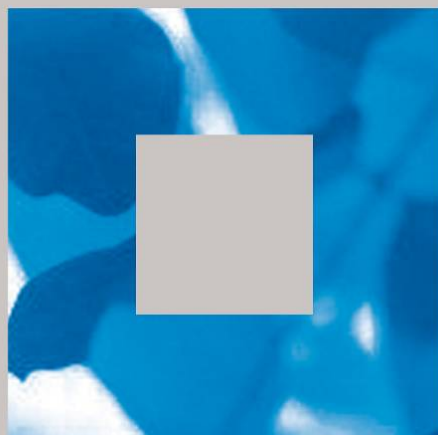


INFORME SEMANAL

20 de octubre de 2008



CONSULNOR
SERVICIOS DE INVERSIÓN DESDE 1972

1. ULTIMOS ACONTECIMIENTOS DE LA SEMANA:

BCE

La pasada semana el BCE anunció la introducción de cambios en sus subastas, en un intento de inyectar mayor liquidez al sistema. Las principales medidas implementadas fueron:

- Ampliación de los colaterales admitidos (vigente hasta finales 2009): incluirá deuda emitida denominada en otras divisas además de las principales, activos BBB-, certificados de depósitos y deuda subordinada. A estos nuevos activos se les aplicará un descuento entre el 5% y el 10%.
- Continuará ejecutando subastas a 1, 3 y 6 meses, lo que permitirá que los bancos refinancien las anteriores (“roll-over”). Estas subastas se realizarán a un tipo fijo y se adjudicará el 100% de las demandas.

FED y TESORO

- **Fed:** Acuerdo entre las principales autoridades monetarias mundiales (Fed, BCE, BoE, BoJ y Banco de Suiza) en inyectar cantidades ilimitadas de dólares mediante uso de líneas swap.
- **TARP:** se llevará a cabo un programa voluntario de compra de acciones preferentes de entidades financieras por un total de \$ 250 mil millones. De esta cantidad, la mitad se destinará a recapitalizar las 9 mayores entidades (Citigroup, Bank of America, Wells Fargo, JP Morgan, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Bank of New York Mellon y State Street). Los otros \$ 125 mil millones estarán disponibles para entidades de menor tamaño que adhieran voluntariamente al programa.

UBS

El Banco de Suiza anunciaba la creación de un vehículo para la adquisición de activos ilíquidos a UBS:

- Este vehículo permitirá la transferencia de activos “problemáticos” por valor de CHF 60 mil millones. El Estado suizo invertirá CHF 6 mil millones en obligaciones convertibles, que servirán para financiar la estructura que pagará un cupón mínimo del 12,5% hasta conversión (a 117% del precio de referencia), momento en que el gobierno alcanzaría el 9% del capital.

CREDIT SUISSE

- Ampliará capital por 10,2 mil millones de francos suizos, mediante: aportación de grandes inversores – Qatar Holding LLC, (CHF 3,2 m.mll), emisión bonos convertibles (CHF 1,7 m.mll.), deuda híbrida (CHF 5,5 m.mll.).

ING

- El gobierno inyectará €10 mil millones para reforzar los fondos propios, por lo que recibirá unos títulos especiales similares a acciones, en las que tendrá derecho a veto pero no a voto. En caso de que se distribuya dividendos ING pagará un interés del 8,5%. El precio de recompra se estableció en 150% del precio de emisión o la conversión en acciones ordinarias pasado tres años. La legislación holandesa provee garantías de depósitos por valor de €100 mil por persona y entidad.

OTROS

- Corea del Sur anuncia un plan de \$ 130 mil millones para garantizar deuda en divisa extranjera y proveer de liquidez al sistema.
- Ucrania y Hungría han visto rebajada sus calificaciones crediticias y junto a Pakistán negocian con el FMI un préstamo para hacer frente a pagos internacionales.

2. MERCADOS DE RENTA FIJA:

LA SEMANA PASADA

INTERBANCARIO

Aparecen las primeras señales de una relajación del mercado interbancario. Tras los recortes de tipos efectuados la semana anterior y las diversas medidas adoptadas por los gobiernos a lo largo de ésta, los tipos del mercado interbancario cedieron. Así, el Euribor a 3 meses descendió más de 30 pb situándose en 5,05%, mientras el Libor (\$) descendió 40 pb hasta 4,4%.

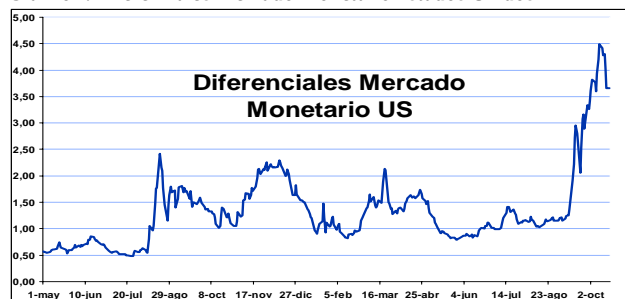
DEUDA PÚBLICA

La deuda pública se vio soportada por las expectativas de recortes de los tipos oficiales, lo que propició nuevamente retrocesos de las rentabilidades en los tramos cortos de la curva. Mientras que los tramos largos se vieron castigados por la percepción de que los gobiernos llevarán a cabo emisiones de deuda para afrontar las medidas de rescate del sistema financiero, lo que impulsó el aumento de las rentabilidades de los tramos a más largo plazo. Así, en Alemania la rentabilidad del bono a dos años cayó por debajo del 3% mientras que la del bono a 10 años se mantuvo por encima de 4%.

CRÉDITO

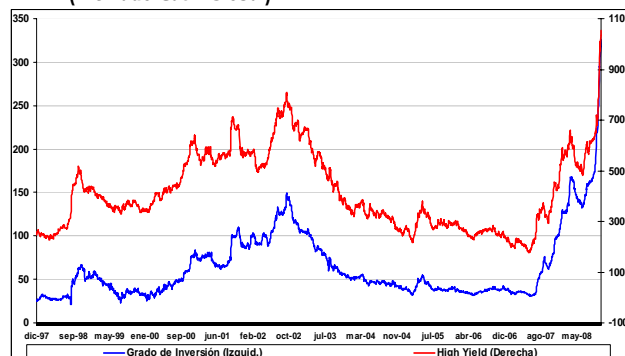
El mercado de "cash" continúa paralizado debido a la elevada desconfianza y aversión al riesgo. El mercado de derivados comienza a poner en precio las medidas de rescate del sistema financiero y un deterioro del ciclo económico, lo que impulsó un incremento del diferencial entre la deuda de alta calificación y la del sector financiero – se asigna un menor riesgo de quiebra a la deuda senior financiera. Este movimiento, se vio fortalecido tras la decisión del Tesoro americano de inyectar capital mediante el plan TARP, en las entidades financieras.

Gráfico 1. Diferenciales Mercado Monetario Estados Unidos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Gráfico 3. Diferenciales Mercado de Crédito I.G. y H.Y. (Mercado Cash Global)



Fuente: Bloomberg, Merrill Lynch y elaboración propia

ESTA SEMANA

(Gráficos 1 y 2. Tablas 3 y 5)

Deberíamos seguir apreciando una relajación de los tipos del mercado monetario a lo largo de la próxima semana. Los bancos centrales seguirán facilitando liquidez al sistema lo que posibilitaría una normalización del mercado. Por otra parte, los futuros ya descuentan completamente nuevos recortes de tipos oficiales lo que debería ejercer también presión a la baja.

No obstante, la recuperación de la confianza y el traslado de la política monetaria a los tipos del mercado interbancario no será inmediata sino gradual.

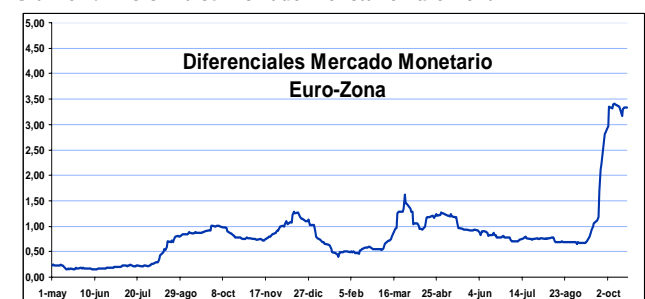
(Tabla 2, 3 y 4)

La moderación del pesimismo y la puesta en precio de las mayores necesidades de financiación de los gobiernos, debería pesar sobre el mercado de deuda pública por lo que asistiríamos a una caída en precio a lo largo de la semana.

(Gráficos 3 y 4. Tablas 1 y 2)

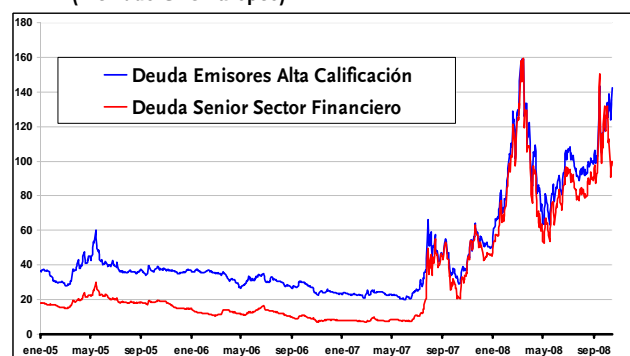
Esta semana y aunque las publicaciones macroeconómicas seguirán siendo poco alentadoras, se concentrarán a finales de la semana, por lo que podríamos asistir a una moderación de las primas de riesgo de crédito en la primera mitad de la semana, si los resultados empresariales no son peores de los estimado.

Gráfico 2. Diferenciales Mercado Monetario Euro-Zona



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Gráfico 4. Diferenciales Mercado de Crédito I.G y Financieros (Mercado CDS Europeo)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

2. MERCADOS DE RENTA VARIABLE:

LA SEMANA PASADA

(Gráficos 5, 6 y 7. Tablas 7 y 8)

Tras las históricas caídas de la semana anterior el mercado consiguió rebotar, recuperando algo del terreno perdido. En Europa, las principales plazas avanzaron en torno a 5%, destacar el mejor comportamiento del Ibex 35 que se anotó un 7,3%. En Estados Unidos el S&P 500 ganó un 4,6%.

Otra semana más la volatilidad alcanzó máximos históricos llegando a superar el nivel de 80% el jueves, para terminar cerrando la semana por encima de 70%.

ESTA SEMANA

Los gobiernos se muestran dispuestos a estabilizar el sistema financiero y han salido al rescate de las entidades bancarias lo que permitirá minorar el elevado riesgo sistémico. Sin embargo, la clave sigue estando en el mercado interbancario y en que los bancos traspasen al resto de la economía la mayor liquidez que les están proporcionando las autoridades monetarias. Es vital reestructurar este canal de transmisión para que no se profundice todavía más el deterioro del ciclo económico. Probablemente entraremos en un largo proceso de formación de suelo de mercado en el que la volatilidad seguirá siendo una constante.

Esta semana habrá pocas publicaciones macroeconómicas de primera línea (las más relevantes se concentran el viernes), por lo que la atención se centrará en la publicación de resultados y en las noticias desde el sector financiero.

Gráfico 5. Volatilidad: Índice VIX



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Gráfico 6. Crédito vs. Renta Variable Estados Unidos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Gráfico 7. Crédito vs. Renta Variable Euro-Zona



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

3. MERCADOS DE DIVISAS:

LA SEMANA PASADA

(Tabla 6)

La semana empezó con una marcada apreciación del euro acompañando a la mejoría de sentimiento de los mercados. Sin embargo, a medida que avanzó la semana el dólar volvió a recuperar el terreno perdido terminando el cruce plano en la semana, en niveles de 1,34 \$/€

En su cruce frente a la libra el euro terminó la semana perdiendo más de 1%. El repunte de la inflación británica impulsó este movimiento de apreciación de la libra terminando la semana en 0,77 €£.

El yen mantuvo sus elevados niveles de volatilidad y su alta correlación con la aversión al riesgo. Así, a lo largo de la semana hemos presenciado a movimientos de ida y vuelta frente al euro, que se saldo finalmente con una recuperación de la divisa europea hasta niveles de 136 €¥.

ESTA SEMANA

Las medidas aprobadas por las principales economías europeas debería frenar el aumento de las elevadas primas de riesgo sobre el euro, lo que unido a una reducción de la aversión al riesgo propiciaría que el cruce con el dólar recuperara parte del terreno situándose nuevamente entre 1,37 \$/€y 1,40 \$/€

Ambas divisas seguirán presionadas por la confirmación de los mayores riesgos sobre el crecimiento de sus economías. Esta semana esperamos una moderación de los precios en la Euro-zona mientras en el Reino Unido, la inflación persiste, lo que daría un breve soporte a la libra esterlina. Creemos que el cruce seguirá cotizando por encima de 0,79 €£.

Si se confirma la menor aversión al riesgo en el mercado, el yen retrocederá parte del terreno ganado esta última semana pudiendo alcanzar niveles cercanos a 140 €¥.

4. MACROECONOMÍA

LA SEMANA PASADA	ESTA SEMANA
ESTADOS UNIDOS	
<p>Se deterioran los datos de consumo y actividad. Las ventas al por menor se contraen un 1,2% mensual en septiembre al tiempo que la confianza del consumidor de la Universidad de Michigan registró su mayor caída mensual retrocediendo en octubre hasta 57,3 desde el 70,3 anterior.</p> <p>La producción industrial se contrajo un 2,8% en septiembre, descendiendo la utilización de la capacidad productiva hasta 76,4% desde el 78,7%. Mientras el índice Empire y el de la Fed de Filadelfia (indicadores adelantados), descendieron más de lo esperado.</p> <p>En cuanto a los precios, el IPC se moderó más de lo esperados, situándose en septiembre en 4,9% (cinco décimas menos que el dato anterior). También se moderaron los precios de producción hasta 8,7% desde el 9,6% anterior.</p> <p>En el sector inmobiliario, las viviendas iniciadas y los permisos de construcción aceleraron nuevamente su retroceso en septiembre hasta 817 mil y 786 mil respectivamente (desde los 872 mil y 857 mil datos de agosto). Además, la confianza del sector descendió hasta el nivel de 14 desde el 17 anterior.</p>	<p>El lunes, conoceremos el índice de indicadores adelantados de septiembre que seguiría en terreno negativo apuntando a un deterioro de las condiciones económicas. Además tendremos la comparecencia de Bernanke, en la que seguirá reconociendo la fragilidad de la economía.</p> <p>El jueves, estaremos atentos a la cifra de pedidos de subsidio de desempleo semanales, que seguiría mostrando un deterioro del empleo.</p> <p>El viernes conoceremos datos del sector inmobiliario. Se publican las ventas de viviendas de segunda mano en septiembre, que podrían repuntar ligeramente.</p>
EUROZONA	
<p>El dato final del IPC confirma la moderación de los precios, descendiendo hasta 3,6% en septiembre desde el 3,8% anterior. La tasa subyacente se mantuvo en 1,9%.</p> <p>La producción industrial registró nuevamente en agosto una contracción (0,7%).</p> <p>En Alemania el índice ZEW registró un notable retroceso en octubre, cayendo hasta -63 desde el -41,1 anterior, castigado por la actual situación de los mercados.</p>	<p>El jueves, se publica los pedidos industriales de agosto, que mostrarían una contracción. Además, conoceremos también la balanza por cuenta corriente de agosto que seguiría en terreno negativo. Este mismo día, se publican también indicadores de confianza empresarial de varias economías, las más relevantes serán en Francia y Bélgica, ambas mostraran nuevos retrocesos.</p> <p>El viernes tendremos el dato preliminar de los indicadores PMI, que tanto en el sector servicios como en el manufacturero mostraran retrocesos, señalando contracción en ambos sectores.</p>
ESPAÑA	
<p>La inflación en septiembre descendió más de lo esperado, situándose en 4,5% desde el 4,9% anterior.</p>	<p>El viernes conoceremos la tasa de paro trimestral, cifra que será poco alentadora situándose en torno a 11,5%.</p>
REINO UNIDO Y JAPÓN	
<p>En el Reino Unido repuntó la inflación hasta 5,2% en septiembre desde el 4,7% anterior. Además, se elevó el número de desempleados aumentando la tasa de paro hasta 5,7% en agosto.</p> <p>En Japón la producción industrial se contrae un 6,9% interanual. En su reunión el BoJ mantuvo los tipos inalterados en 0,5%.</p>	<p>En el Reino Unido el viernes se publica el crecimiento del PIB en el tercer trimestre, cifra que mostrará una contracción de esta economía del 0,2% trimestral.</p> <p>En Japón se publica la balanza comercial de septiembre que se espera vuelva a mostrar un superávit, esto será el jueves.</p>
EMERGENTES	
<p>En Brasil las ventas al por menor moderaron su ritmo menos de lo esperado, registrando un crecimiento del 9,8% desde el 11,3% anterior.</p>	<p>Hoy hemos conocido el crecimiento del PIB en China, que se moderó en el tercer trimestre más de lo esperado, situándose en 9%. En India se recortaron los tipos oficiales en 100 pb hasta 8%.</p>
MERCADO DE MATERIAS PRIMAS (Tabla 9)	
<p>El precio del crudo siguió retrocediendo con celeridad ante los mayores riesgos a una profundización de la desaceleración del crecimiento global. El precio del barril de Brent retrocedió más de 11% en la semana, rompiendo la barrera de los 70\$.</p>	<p>Esta semana lo más destacado será la reunión de la OPEP en la que se prevé decida recortar la producción de crudo ante las expectativas de una menor demanda. Esta decisión podría impulsar el precio del crudo.</p>

5. Tablas

Tabla 1. Crisis de Crédito. Termómetro de la crisis:

	Indicador	Última Semana	Semana Anterior	Media Histórica
Empleo	Pedidos semanales desempleo	461 mil	477 mil	365 mil
Consumo	Redbook	0,5	0,8	3,1
	Int. Council Shopping Center	0,7	0,1	0,08
Volatilidad	VIX	70,33%	69,95%	19,08%
	VDAX	64,28%	43,76%	21,12%
	Indicador	Última Semana	Semana Anterior	Variación
Mercado Interbancario	Euribor 3m - Letras Tesoro	3,34	3,38	-4
	Libor 3m - T-Bill	3,66	4,49	-83
Crédito Europeo	iTraxx Crossover	761	725	36
	iTraxx Main	142	139	3
	I.G. Europa (Mercado Cash)	268	248	20
Crédito Americano	CDX High Yield	1153	1139	14
	CDX I.G.	195	213	-18

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Tabla 2. Mercados de Deuda. Índices de Renta Fija

(JP Morgan)	Últimos 5 días	Mes en curso	Año en curso	Rentabilidad Anual
Global (\$)	-0,23	0,32	3,21	5,69
Estados Unidos sob y corp,	-0,81	-2,65	-3,34	-1,03
Eurozona Agregado	0,14	0,31	2,30	3,27
Eurozona Soberanos	0,06	1,01	4,17	5,50
Eurozona Corporate	0,08	-1,61	-2,07	-1,86
Eurozona 1-3 años	-0,33	0,38	3,65	4,76
JPM Euro Sterling	-0,76	-1,55	-3,56	-1,35
JPM US Tips index	-2,20	-5,02	-3,92	1,48
JPM European Inflation Link	-1,99	-2,91	-0,57	1,98

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Tabla 3, Futuros tipos de interés (%)

	Spot	Diciembre 2008	Marzo 2009
Futuros Fed Funds	1,50	1,13 (1,13)	1,20 (1,19)
Futuros Euribor a 3 Meses	5,04 (5,38)	3,88 (4,10)	3,40 (3,50)

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Tabla 4, Tipos de interés: Curva de tipos

	17/10/2008	10/10/2008	Variación semanal (p,b)	Variación Mes (p,b)	Variación año (p,b)
Alemania 2 años	2,95	3,04	-8,5	-45	-93,8
Alemania 10 años	4,01	4,00	1,8	4,6	-24,6
USA 2 años	1,61	1,63	-1,94	-26,4	-135,07
USA 10 años	3,93	3,87	5,94	14,7	-5,28

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Tabla 5, Tipos de interés: Mercado Monetario

	17/10/2008	10/10/2008	Variación semanal (p,b)	Variación Mes (p,b)	Variación año (p,b)
Euribor 1 mes	4,73	5,12	-38,7	-31,9	44,3
Euribor 3 meses	5,05	5,38	-33,6	-23,2	36,1
Euribor 1 año	5,20	5,49	-28,7	-29,3	45,7
Libor 1 mes	4,18	4,59	-40,6	25,5	-41,9
Libor 3 meses	4,42	4,82	-40,0	36,6	-28,4
Libor 1 año	3,97	4,17	-19,6	1,0	-25,1

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Tabla 6, Mercado de Divisas, Principales divisas contra el Euro:

Divisas	17/10/2008	10/10/2008	Variación semanal (%)*	Variación Mes (%)*	Variación año (%)*
Euro-Dólar	1,341	1,341	0,0	-4,1	-7,4
Euro-Libra	0,776	0,786	1,3	2,3	-5,2
Euro-Yen	136,2	134,9	-0,9	7,6	15,2
Dólar-Yen	101,7	100,7	-1,0	3,8	9,3

* a) Euro-Dólar: (+) apreciación euro; b) Euro-Libra: (+) apreciación libra; c) Euro-Yen: (+) apreciación yen; d) Dólar-Yen: (+) apreciación yen;

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Tabla 7, Mercado Bursátil:

Renta Variable	17/10/2008	10/10/2008	Variación semanal	Variación Mes (%)	Variación año (%)
IBEX 35	9655,2	8997,7	7,3	-12,1	-36,4
FTSE 100	4063,01	3932,06	3,3	-17,1	-37,1
CAC 40	3329,92	3176,49	4,8	-17,4	-40,7
DAX	4781,33	4544,31	5,2	-18,0	-40,7
DJ Euro Stoxx 50	2532,17	2421,87	4,6	-16,7	-42,4
Dow Jones	8852,22	8451,19	4,7	-18,4	-33,3
S&P500	940,55	899,22	4,6	-19,4	-35,9
NASDAQ	1711,29	1649,51	3,7	-18,2	-35,5
Topix	894,29	840,86	6,4	-14,7	-37,2
Nikkei	8693,82	8276,43	5,0	-20,0	-41,2
MSCI EM	567,92	591,901	-4,1	-27,8	-54,4
MSCI Far East ex Japan	271,92	280,96	-3,2	-21,0	-52,1
MSCI East Europe	126,3	149,63	-15,6	-43,1	-67,0
MSCI Latin America	2156,89	2033,21	6,1	-32,3	-51,0
MSCI Europe	75,08	71,63	4,8	-16,1	-41,1
MXCI World	950,774	910,331	4,4	-19,6	-40,2
MSCI US	889,56	850,82	4,6	-19,5	-36,0

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Tabla 8, Indicadores de Volatilidad de los Mercados Bursátiles:

	17/10/2008	10/10/2008	12/28/2007	12/29/2006
VIX	70,33	69,95	20,74	11,56
VDAX	64,28	43,76	16,36	13,85

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Tabla 9, Mercado de Materias Primas:

	17/10/2008	10/10/2008	Variación (%)	Mes en curso (%)	Año en curso (%)
Brent	67,69	76,23	-11,2	-29,0	-26,3
CRB	282,14	289,89	-2,7	-18,3	-21,3
LMEX	2403,2	2463,3	-2,4	-21,1	-29,2

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

ANALISTAS	DIRECTORIO		
Rose Marie Boudeguer	Barcelona	Logroño	San Sebastián
Directora de Estudios	Rambla Catalunya, 6o Ático 1º	Miguel Villanueva, 2-5º of.1	Loyola, 1 1º
	08007 Barcelona – Catalunya	26001 Logroño – La Rioja	20005 San Sebastián – Guipúzcoa
	Tel, 93 215 30 10	Tel, 941 270 858	Tel, 943 42 99 81
Paulo Gonçalves Campos	Fax, 93 215 37 09	Fax, 941 270 859	Fax, 943 42 99 55
Economista			
GRUPO CONSULNOR	Bilbao	Madrid	Vitoria
	Gran Vía, 38 2º	Velázquez, 12 5º	Ramón y Cajal, 7 y 9
	48009 Bilbao - Vizcaya	28001 Madrid	01007 Vitoria - Alava
	Tel, 94 435 45 60	Tel, 91 435 22 94	Tel, 945 15 04 97
	Fax, 94 435 45 61	Fax, 91 781 34 95	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