

Análisis
GlobalEconomía y
Estrategia

Boletín de Estrategia Global

13 de diciembre de 2004

Opiniones más recientes de los estrategas de Morgan Stanley y de los economistas de todo el mundo

Tema	Nombre/Ext
Economía Global	Stephen Roach (Nueva York)

La paradoja del comercio

Se reduce la cuota de los Estados Unidos en el comercio mundial. Si bien el porcentaje del comercio mundial en términos de PIB mundial ha pasado del 17% en 1986 a la cifra sin precedentes del 27% en 2004, la cuota de los Estados Unidos va en declive; en 2004, la cuota media de los Estados Unidos en el total de las exportaciones e importaciones bajó al 13,2%, lo que significa un abrupto descenso desde el 16% de 2000 y la cuota más baja desde 1982.

Obstáculo aritmético Actualmente las importaciones de los Estados Unidos superan en un 53% el valor de las exportaciones, lo que implica que las exportaciones deben crecer un 53% más rápidamente que las importaciones para mantener constante el déficit comercial; es poco probable que se reduzca el déficit comercial debido a las exportaciones, lo que significa que los esfuerzos deben concentrarse en las importaciones.

Disminución de la base productiva de los Estados Unidos. Hoy día, el sector manufacturero de los Estados Unidos da trabajo a tan sólo un 13% de los trabajadores del sector privado y representa únicamente un 14% de la renta

laboral, lo que representa un descenso del 40% respecto a los parámetros existentes a mediados de los años ochenta, período en el que, por última vez, los Estados Unidos adoptaron una política intencionada de depreciación del dólar.

El dólar, los multiplicadores y los tipos de interés. Ante la disminución de los multiplicadores macroeconómicos derivados de los ajustes comerciales de los Estados Unidos, la debilidad del dólar no es la respuesta al acertijo macroeconómico de América; sin embargo, dicha debilidad podría prestar apoyo a los tipos reales de interés, que son claves para moderar los excesos de la demanda interna y las importaciones.

Final de partida. El excedente de consumo de la economía bursátil depende en gran medida del subsidio que los acreedores extranjeros conceden a la economía norteamericana; la devaluación del dólar cuestiona la sostenibilidad de dicho subsidio, así como los fundamentos de los mercados bursátiles que, desde hace mucho tiempo, gozan del apoyo de unos tipos de interés más bajos de lo habitual.

Morgan Stanley realiza y trata de realizar negocios con las compañías que analiza en sus informes de análisis. Por tanto, los inversores han de tener presente que la compañía puede incurrir en conflictos de intereses que podría afectar a la objetividad de este informe. Los inversores deben considerar el presente informe como un factor más a tener en cuenta antes de adoptar su decisión de inversión. Los clientes de Morgan Stanley en EE.UU. pueden conseguir, cuando estén disponibles, informes de terceros sobre las empresas analizadas en este informe sin incurrir en ningún gasto. Estos informes se podrán conseguir a través de la página www.morganstanley.com/equityresearch o al llamar al número 1-800-624-2063.

Véase certificado del analista y otra información importante a partir de la página 9.

Tema	Nombre/Ext
------	------------

Estrategia Mundial de Renta Fija Global Amy Falls (Nueva York)
El efecto de diciembre

Los movimientos experimentados por el mercado durante la semana pasado representan, en mi opinión, una gran evolución de los títulos más negociados recientemente: petróleo a largo plazo, dólar a corto y, más recientemente, bonos del Tesoro a corto. Esta evolución podría indicar un nuevo tipo de estacionalidad, pues los fondos de cobertura (*hedge funds*) tendrían que cerrar posiciones de riesgo a medida que avanza diciembre y asegurar lo que, finalmente, ha resultado ser (en noviembre) un buen año.

Los fondos macroeconómicos de cobertura han resucitado por lo que se refiere a su capacidad para atraer flujos de capital en los últimos años. En el futuro, los flujos de capital hacia todos los fondos de cobertura y, en particular, los fondos macroeconómicos, deberían hacer que diciembre resultase un mes más interesante y con mayores posibilidades.

Pero una vez terminado el año, todos deberemos volver a fijar nuestras posiciones temáticas. La clave aquí es evitar

quedar atrapado en el impulso del corto plazo y concentrarse en las tendencias a largo plazo, las cuales no han cambiado tanto. Estoy de acuerdo con Henry McVey en que 2005 será un año de crecimiento moderado y no un Armagedon. Estoy de acuerdo con Steve Roach en que la debilidad del dólar estadounidense tendrá efectos negativos sobre los tipos de interés; el incremento de estos tipos es la consecuencia natural de los abultados déficits presupuestarios y del gigantesco déficit por cuenta corriente actual. Y también coincido con Dick Berner en que la inflación tiende a subir.

Todos estos factores tienen un amplio efecto negativo sobre los tipos de interés. Para recomendar la compra de bonos del Tesoro en estas condiciones es necesario creer que se aproxima el final del mundo o que la economía va a sufrir un debilitamiento considerable. Sigo considerando que existe un riesgo de baja en el tipo de cambio del dólar norteamericano y sigo creyendo que se producirá una amplia volatilidad en las transacciones a principios de año.

Tema	Nombre/Ext
------	------------

Estrategia de Renta Variable norteamericana Henry McVey (Nueva York)
Hay que poner a trabajar la liquidez de las empresas

Los márgenes corren riesgo. El número de sociedades del índice S&P 500 cuyos márgenes se espera que aumenten en 2005 pasó del 70% al 83% a principios del verano, aunque se mantiene por encima del 68% de este año, lo que indica que las expectativas en esta materia siguen siendo demasiado elevadas. Al parecer, el gasto básico y el gasto discrecional de los consumidores son dos sectores que corren grandes riesgos en base a las revisiones de los ingresos, mientras que el de los bienes de capital y la energía deberían repercutir en forma de mayores costes para los consumidores y, de este modo mantener o aumentar sus márgenes.

Aumento de las fusiones y adquisiciones. El ritmo de las actividades de fusión y adquisición ha aumentado un poco y es probable que alcance un 7% del PIB en 2005, desde el 5,9% de este año, aunque muy por debajo de los niveles alcanzados durante el período de la burbuja. La buena noticia es que un mayor volumen de fusiones y adquisiciones producirá una mayor volatilidad y valoraciones algo más elevadas. No esperamos una expansión, pero rodamos en la dirección deseada. Se espera que un mayor número de empresas compren posibilidades

de auténtico crecimiento y aseguren sus posiciones competitivas a través de operaciones de fusión y adquisición. Además, el péndulo se inclina a favor de un mayor porcentaje de operaciones al contado, ya que las empresas cuentan con abundante liquidez y ya no tienen que hacer gastos en beneficios futuros.

Concentración constante en los dividendos. La liquidez, expresada como porcentaje del activo de las sociedades del índice S&P 500, nunca ha superado el 11,5%. Además de la utilización de esta liquidez para realizar fusiones y adquisiciones, seguimos viendo que un mayor número de empresas aumenta sus dividendos o paga por vez primera éstos. Las noticias más recientes a este respecto han resultado alentadoras y esperamos que la tendencia prosiga en 2005. Consideramos que el nivel de liquidez de las empresas es suficiente para que las empresas financien un gasto de capital algo mayor, lleven a cabo fusiones y adquisiciones y paguen mayores dividendos, todo ello al mismo tiempo. Estimamos que esta tendencia es positiva para el sector de los bienes de capital y para el mercado en general.

Tema	Nombre/Ext
Estrategia técnica <i>Petróleo, el dólar, oro y renta variable</i>	Rick Besignor (Nueva York)
<p>Petróleo: El petróleo en bruto alcanzó su media móvil de los últimos 200 días, un nivel clave en el que cabe esperar que aparezcan compradores. Pero esperamos que el crudo baje en las próximas cinco semanas a 38,50 o 39 dólares, punto en el que podría mejorar la negociación. En 2005 esperamos que el petróleo toque un fondo situado entre 35 y 40 dólares, con una tendencia contraria hacia los cincuenta.</p> <p>Oro: Anteriormente observamos que no existían resistencias importantes por debajo de los 490-500 dólares, pero cuando consideramos la posibilidad de una nueva alza de 70 dólares desde los 430 dólares – el valor más elevado del año – identificamos una cierta resistencia entre 449 y 461 dólares. El 3 de diciembre, el oro se cotizó a 458 dólares y actualmente ha bajado a 435, lo que parece ser el inicio de una corrección esperada durante mucho tiempo. No recomendamos comprar en este momento y estimamos que el oro se situará entre los 420 y 425 dólares y podría bajar en última instancia hasta los 400 en los próximos seis meses.</p> <p>Dólar US : Hemos estado prediciendo una recuperación del dólar y recientemente hemos observado algunas señales</p>	<p>de compra en nuestros modelos antitendencia. Estas señales podrían confirmarse en cualquier viernes próximo algo por encima del cierre de hace cuatro viernes, por lo que recomendamos vender dólares en este momento. Si el índice del dólar siguiera bajando hasta por debajo de 78,19, consideramos que se encontrará con un fiero repunte hacia el primer semestre del año.</p> <p>Renta variable: Hemos tenido dificultades para definir nuestra recomendación en materia de renta variable desde una óptica inversora. Hemos estado esperando dos cierres consecutivos en viernes por encima de los 1184 puntos en el índice S&P, tanto futuro como efectivo. Obtuvimos la señal en el índice de futuros, pero no en el de efectivo, por lo que no se confirmó esta señal de compra. Además, el índice Dow no ha alcanzado nuevos máximos anuales y podría sufrir una señal de venta para la semana próxima si cierra cuatro puntos por debajo esta semana. Por ello creemos que existen motivos para creer que el reciente repunte puede experimentar dificultades para continuar.</p>

Tema	Nombre/Ext
La economía norteamericana <i>Condiciones operativas. El bajón de la macroeconomía oculta las apuestas sectoriales</i>	Richard Berner (Nueva York)
<p>Escasa mejora. Las condiciones operativas volvieron a empeorar a principios de diciembre, pues el índice MSBCI bajó dos puntos para situarse en el 52% — apenas en área de crecimiento. Los pedidos en firme se situaron por debajo del umbral del 50% por segunda vez en cuatro meses y el porcentaje de empresas que tienen previsto contratar personal descendió al punto más bajo de los últimos catorce meses.</p> <p>Dicotomía entre industria y servicios. Sin embargo, las agrupaciones manufactureras mejoraron considerablemente en diciembre, al tiempo que los servicios se deterioraban. Este mes, un subíndice industrial aumentó al 62% desde el 40% del mes pasado, mientras que un subíndice de servicios bajó 14 puntos, pasando del 14% al 59% en noviembre.</p> <p>Momento para apuestas sectoriales. Esta dicotomía de los fundamentos de la economía se refleja en las apuestas sectoriales de nuestra recomendación estratégica: Sobreponderar el sector financiero, industrial, energético y sanitario, mantener la ponderación de los materiales y</p>	<p>servicios de telecomunicaciones, e infraponderar las tecnologías de la información, consumo discrecional, consumo básico y servicios públicos.</p> <p>El poder de los precios: ¿bendición o maldición? Las condiciones de precio bajaron cinco puntos para situarse en el 57%. La mejora prosiguió en todos los sectores, excepto en los servicios de telecomunicaciones y el sector de la energía. Un 54% de los analistas señalaron que los costes unitarios han aumentado más rápidamente que los precios cobrados en 2004. De éstos, un 52% indicó que se había producido una reducción de los márgenes.</p> <p>Descenso de los pedidos. El índice de pedidos anticipados – tan volátil en los últimos tiempos – bajó al 44%, lo que indica un descenso de los pedidos. Sin embargo, este parámetro exagera el descenso, ya que los nuevos pedidos generalmente bajan en diciembre; un ajuste de esta variación estacional normal añadiría cuatro puntos a este índice.</p>

Baja la contratación de personal, pero parte de la debilidad es de carácter estacional. De forma similar, un 31% de los encuestados señalaron que las empresas que cubren han aumentado la contratación de personal en los últimos tres meses, mientras que tan sólo un 28% de los encuestados indicaron la existencia de planes para aumentar

la contratación de personal, el porcentaje más bajo de los últimos 14 meses. Generalmente, la contratación en los sectores distintos del comercio minorista desciende en diciembre, de forma que estos resultados exageran su falta de solidez.

Tema	Nombre/Ext
Estrategia Europea	Ben Funnell/ Teun Draaisma (Londres)

¿Cuál será el sector sorpresa en 2005?

Vemos muchas similitudes entre el sector energético en 2004 y el farmacéutico en 2005. Entre éstas se encuentran el exceso de atención prestado a condiciones de deterioro, los buenos argumentos de valoración y una posible activación en breve – altos precios del petróleo para el sector energético en 2004, medidas industriales en el sector farmacéutico en 2005 (consolidación, reducción de costes o devolución de liquidez a los accionistas).

los años en que desciende el crecimiento de los beneficios por acción, durante los ciclos en que la Reserva Federal endurece sus condiciones, cuando el dólar está débil y cuando la curva de rendimientos se allana.

El sector farmacéutico tiene un valor atractivo y hemos observado signos de capitulación. El rendimiento relativo de sus dividendos se encuentra en el punto más alto de los últimos treinta años. Recibe sólidas señales de compra de nuestro modelo de rotación sectorial basado en el rendimiento de los dividendos, en tanto que el consenso de Russell ha mostrado señales de capitulación.

El sector farmacéutico es ahora nuestra mayor recomendación de sobreponderación. Lo único que falta es el desencadenante. Pero las valoraciones serán suficientemente bajas en un momento dado y consideramos que no estamos tan lejos de él. Hoy añadimos Roche a nuestra cartera y recomendamos en primer lugar la sobreponderación del sector farmacéutico. Venderíamos Fraport y ASML, haciendo algunos beneficios en la transacción beta que iniciamos en agosto.

Condiciones macroeconómicas favorables. El farmacéutico suele ser uno de los mejores sectores durante

Precios al 12.12.2004: ASML Hldg (11,87 €), Fraport (30,64 €), Roche Holding (123,2 FrS).

Tema	Nombre/Ext
Estrategia europea	Daniel Bostrom (Londres)

Conclusiones de las IFRS para estrategias.

Nuestro equipo de Valoración y Contabilidad ha realizado los trabajos preliminares para este análisis. Para más información, véase *IFRS 2005: "Getting to the Numbers"*, del 25 de agosto de 2004. Publicamos varias conclusiones, basadas parcialmente en sus trabajos, relacionadas con la introducción de las IFRS (Normas internacionales en materia de informes financieros) destinadas a los estrategas.

de las IFRS podría actuar como catalizador, ya que pone de manifiesto con mayor claridad la diferencia de valoración entre Europa y Estados Unidos.

Efectos de las Normas internacionales en materia de informes financieros sobre los EPS, BVPS y ROE europeos. El total del EPS para 2004 será un 18% más alto, el BVPS un 4% más bajo y el ROE subirá 270 puntos básicos para situarse en el 16,2%, según la muestra de nuestro equipo de contabilidad y deduciendo el efecto de que el fondo de comercio ya no se amortice en las estimaciones del IBES.

Es probable que se produzcan «accidentes» con las IFRS en las empresas de pequeña y mediana capitalización. La prueba anecdótica es que las grandes empresas están mejor preparadas que las pequeñas para cambiar sus normas contables. El retraso en la publicación de los estados financieros podría generar confusión y fomentar volatilidad en el precio de las acciones.

Las IFRS podrían reducir la diferencia de valoración entre Europa y Estados Unidos. Preferimos Europa a Estados Unidos por una multitud de razones. La adopción

Es probable que los exámenes cuantitativos de acciones sufran problemas durante el período transitorio. Es posible que el año próximo aumente la popularidad de los dividendos, ya que la mayoría de los demás parámetros de valoración cambiarán. Recomendamos evitar parámetros que incluyan el EPS, BVPS y la deuda total durante el período transitorio (en la primera mitad de 2005 en el caso de la mayoría de las empresas, según nuestras previsiones).

Boletín de Estrategia Global – 13 de diciembre de 2004

Véase certificado del analista y otra información importante a partir de la página 9.

Tema	Nombre/Ext
Economía Alemana <i>Fuerte comienzo en el cuarto trimestre</i>	Annemarieke Christian/Joachim Fels (Londres)
Los indicadores mensuales registran un fuerte comienzo en el cuarto trimestre. Los datos mensuales conocidos hasta ahora apuntan a un fuerte comienzo en el cuarto trimestre que hemos destacado, pero mantendremos nuestra cautela. Consideramos que el pasado aumento del precio del petróleo y la revaluación del euro de los últimos meses aún influirán sobre los datos económicos importantes.	La producción industrial resulta más optimista que nuestra previsión para el PIB. Los datos referentes a la producción industrial en octubre indican un resultado para el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre ligeramente superior al que habíamos señalado. Consideramos que el crecimiento del PIB siguió siendo relativamente débil en el cuarto trimestre, situándose en un 0,2% respecto al trimestre anterior, tras el escaso aumento del 0,1% en el tercer trimestre.
Datos alentadores en materia de consumo y gastos de capital. Aparte del aumento de las ventas al por menor en noviembre, las nuevas matriculaciones de automóviles mantuvieron su alto nivel en noviembre y las pruebas anecdóticas procedentes de las ventas navideñas apuntan a una recuperación del gasto de consumo. El aumento de los pedidos de bienes de capital en octubre presagia la continuación de la recuperación de los gastos de capital.	No obstante, la revaluación del euro y las sacudidas del petróleo todavía no se reflejan en los datos. Hemos visto las primeras pruebas de ello en la encuesta Ifo de noviembre, cuando el índice de confianza empresarial descendió por debajo de su media a largo plazo para situarse en 94,1. Prevedemos que este índice seguirá bajando hasta alcanzar 93,3 puntos en la encuesta de diciembre.

Tema	Nombre/Ext.
Economía de Japón <i>Hacia una recuperación autónoma: Perspectivas para 2005 y 2006</i>	Robert Feldman/Takehiro Sato/Osamu Tanaka (Tokio)
Lo que ha cambiado: Hemos extendido nuestro período de previsiones a 2006, para el que prevemos un fuerte crecimiento. Hemos revisado nuestras hipótesis en materia de tipos de cambio, apuntando por una marcada revaluación del yen.	moderada en el segundo semestre. (2) Prevedemos un crecimiento estable en 2006 (+2.0%, +1.7%) basado en la moderada recuperación de la economía mundial y en los avances de las reformas estructurales. (3) Es probable que las campanas no toquen la muerte de la deflación y de la política de tipo de interés cero hasta 2006 o más tarde. (4) El Nikkei debería superar los 12.000 puntos a mediados de 2006 y a continuación seguir subiendo. (5) Los tipos a largo plazo deberían superar los umbrales del 1,9% (a finales de 2005) y del 2% (a partir de 2006).
Lo que no ha cambiado: Nuestro escenario económico para 2004-2005 no ha sufrido cambio alguno. Esperamos que la corrección de inventarios tenga un efecto mínimo y que los gastos de capital se recuperen en respuesta a las reformas estructurales. No esperamos sacudidas importantes debido a subidas de impuestos.	Riesgos: El principal riesgo es una gran revaluación del yen. Pero hasta ahora, ésta no ha tenido efectos notables sobre los tipos reales, por lo que no esperamos que tenga consecuencias graves para éstos.
Conclusiones: (1) Esperamos un bajo crecimiento en 2005 (F2005: +0.6%, C2005: +0.5%), pero una recuperación	

Tema	Nombre/Ext.
Economía de Asia y el Pacífico <i>Oscilando hacia 2005</i>	Andy Xie (Hong Kong)
La explosión de la liquidez de 2003 se convirtió en una sólida demanda en 2004. En 2004, la economía mundial y la economía de Asia crecieron al mayor ritmo de los últimos diez años, cuando la recuperación del optimismo convirtió la amplia liquidez de 2003 en una sólida demanda.	regresado con fuerza durante el otoño. En vista de que el tipo de las obligaciones de la Reserva Federal sigue por debajo de la tasa de inflación, la demanda de dinero para fines especulativos ha hecho que vuelva a aumentar la liquidez. El mercado apuesta por que 2005 sea similar a 2004.
El resurgimiento de la especulación vuelve a hacer que aumente la liquidez. Los impulsos especulativos han	

2005 podría ser binario. Si la Reserva Federal deja de aumentar los tipos de interés durante unos cuantos meses y China no eleva los suyos, el año 2005 podría ser igual a 2004, con movimientos horizontales en los mercados de

renta variable y presión sobre el dólar. Un exceso de oferta en China o una liquidación de obligaciones en los Estados Unidos podrían ser factores perturbadores.

Tema	Nombre/Ext.
Estrategia para Asia y Pacífico	Equipo de Estrategia para Asia

Las mejores ideas para 2005

Destacamos nuestras ideas para valores de renta variable para 2005. Hace poco publicamos un informe en el que destacábamos nuestras mejores ideas para valores de renta variable para 2005. Este informe recogía igualmente los temas y opiniones que impulsarán los mercados de Asia y el Pacífico en 2005 para cada estrategia nacional: 1) Australia, 2) China, 3) Hong Kong, 4) India, 5) Japón, 6) Corea y 7) Taiwán.

pesar de la posibilidad de una revaluación de sus monedas. En cambio, somos más cautos con Hong Kong e India.

Estamos a favor de la refinación y los cuellos de botella de China influyen; el sector tecnológico carece de catalizadores positivos a corto plazo. Aunque el sector tecnológico tuvo unos resultados inferiores a los esperados en 2004, intentamos buscar numerosas operaciones atractivas dentro de este sector. El hecho de que hayamos seleccionado algunos valores tecnológicos entre nuestros valores menos recomendados para 2005 apunta a que, si bien las valoraciones disminuyeron (mejoraron) considerablemente durante el año pasado, el sector carece de catalizadores positivos a corto plazo. En cambio, nuestro equipo recomienda refinar y tener en cuenta los cuellos de botella chinos.

Somos optimistas respecto a Australia, Corea y Japón, y más cautos con Hong Kong e India. A nivel mundial, la mayoría de los estrategas se muestran poco entusiastas sobre las perspectivas de los valores de renta variable en 2005. En Asia, las opiniones son más contradictorias. Seguimos siendo optimistas respecto a las perspectivas de los valores australianos y en el caso de Corea y Japón, a

Tema	Nombre/Ext.
Estrategia para Australia	Malcolm Wood (Sydney)

Valores para nuestra lista navideña

Buenas perspectivas para el mercado australiano durante esta Navidad. Los factores macroeconómicos de los beneficios de las empresas parecen positivos en general – precios sólidos de las materias primas, robusto crecimiento económico interno, un suave aterrizaje en el ámbito mundial, limitación de los aumentos salariales, positivo poder de precios de las empresas y ralentización de la revaluación de la moneda.

Los mejores «regalos» navideños de renta variable parecen situarse fuera de los grandes sectores. Una vez finalizadas las actuales negociaciones de gran volumen, parece poco probable que los precios de las materias primas sigan aumentando de forma considerable. Los bancos parecen estar en las primeras fases de una importante disminución del crédito. El crecimiento interno parece alejarse del sector de los hogares. Consulte nuestra nota completa sobre valores recomendados.

Tema	Nombre/Ext.
Estrategia para India	Ridham Desai/Nimit Tanna (Mumbai)

2005: Observad sus pies, no sus bocas

Al entrar en 2005, consideramos que los inversores deben tener en cuenta cuatro cosas. En primer lugar, el dólar norteamericano y la curva de rendimientos de Estados Unidos, que determinan los flujos hacia el mercado. En segundo lugar, la tendencia de los márgenes de las empresas, pues consideramos que los márgenes pueden sufrir presiones al ampliarse la diferencia entre la inflación a precios de consumo y la inflación a precios de producción y, por ende, los beneficios. En tercer lugar, el ritmo de los

gastos de capital. Si bien los anuncios de gastos de capital se producen a un ritmo frenético, la clave reside en cuántos de ellos se llevan a cabo en vista del alto índice de utilización de las capacidades, en particular, en infraestructuras. Es indispensable una recuperación de los gastos de capital para sostener el crecimiento a medio plazo. Y por último, el alcance de las reformas fiscales en el próximo presupuesto, que será crucial para el crecimiento de India.

Cartera defensiva: sobreponderar el sector farmacéutico y los gastos básicos, infraponderar los bancos y los gastos cíclicos internos. En general, los elementos fundamentales del mercado parecen vulnerables, pero cuentan con el apoyo de una sólida liquidez externa

impulsada por la debilidad del dólar norteamericano. El mercado parece estar un 20% por encima de su precio real y, en este contexto, consideramos que los riesgos son elevados y continúan aumentando. Consulte nuestra nota completa sobre valores recomendados.

Tema	Nombre/Ext.
Estrategia para Corea <i>Perspectivas del mercado en 2005: Mejora ante la adversidad</i>	Woong Park/Sean Song (Seúl)

En 2005, el mercado coreano de renta variable deberá obtener buenos resultados a pesar de los rumores negativos. Creemos que los resultados del mercado coreano de renta variable en 2005 podrían describirse como una «mejora ante la adversidad». A pesar de los continuos rumores negativos sobre la prolongada disminución del consumo interno, la ralentización de las exportaciones, la fuerza del won coreano, Corea del Norte y una posible crisis en Estados Unidos o China, esperamos que los valores coreanos obtengan buenos resultados a todo lo largo del año en previsión de la recuperación de los beneficios en 2006. Nuestro objetivo para el índice MSCI Korea en 2005 es de 300 puntos contra los 240 actuales. Esto se traduce en un objetivo de 1.020 para el índice local Kospi.

coreano de renta variable. Es probable que el ciclo cambie de dirección a partir de mediados de 2005, cuando den un giro los principales indicadores de la economía mundial. En nuestra opinión, la liquidez interna considerará atractivos aquellos valores con una menor volatilidad de sus beneficios y un mayor rendimiento del dividendo.

Los bienes de consumo y la informática de consumo probablemente obtendrán mejores resultados. El consumo interno y la informática de consumo aumentarán en 2005, mientras que es probable que el tema de China pase a un segundo lugar. Esperamos que los dividendos sigan aumentando. Además, la prima a pagar por los valores en crecimiento posiblemente aumentará durante el año próximo, a medida que las empresas con alto crecimiento se hagan más escasas debido a la moderación del crecimiento del PIB. Esperamos que el mercado destaque los valores de crecimiento cíclico, así como los valores de crecimiento constante.

Nuestros valores más recomendados son el sector de la informática de consumo y los títulos bancarios. Hemos adoptado un doble enfoque agresivo con una importante sobreponderación en dos sectores: la informática de consumo y la banca. Consideramos que la sobreponderación de los bancos permitirá a los inversores beneficiarse de la recuperación gradual de la contracción del crédito local, mientras que la sobreponderación de las posiciones en el sector informático permitirán aprovechar el crecimiento de la digitalización de los consumidores en un momento en el que el ciclo ha llegado a su punto más bajo.

En la política norteamericana y nacional residen los riesgos. Persiste el peligro de que el desequilibrio norteamericano encuentre una solución drástica en forma de un colapso del dólar y/o del mercado de obligaciones del Tesoro, en cuyo caso el riesgo cíclico podría resultar prematuro. Asimismo existe el riesgo de que los grupos de empresa retrasen las inversiones importantes internas hasta que vean con mayor claridad la dirección que toman la flexibilidad laboral y las políticas de reforma de los chaebols.

Los rendimientos, la liquidez y el cambio de ciclo fomentan la fuerza. En nuestra opinión, una diferencia de rendimientos del 10% da un firme apoyo al mercado

Tema	Nombre/Ext.
Estrategia para Taiwán <i>No a la independencia agresiva</i>	Dickson Ho (Taipei)

Sorpresa en los resultados electorales. En contra de lo previsto en los sondeos preelectorales, la Alianza de la Oposición ha ganado sorprendentemente las elecciones parlamentarias con un 46,9% de los votos y un 50,7% de los representantes. Creemos que de este modo los votantes taiwaneses expresan su deseo de no modificar agresivamente el status quo.

Principales consecuencias políticas. En vista de los resultados electorales, consideramos que Taiwán adoptará una posición conservadora respecto a su independencia, desarrollará un sistema bipartidista sostenible y necesitará la cooperación entre los partidos.

Principales ámbitos de atención para el Parlamento.

Los principales temas que consideramos que el Parlamento deberá abordar de forma eficiente para apoyar una economía sana en Taiwán son: la reforma constitucional, las relaciones y lazos directos con China, la reforma financiera, la reforma fiscal, las privatizaciones y la construcción de infraestructuras.

Se espera un repunte a corto plazo. El resultado de las elecciones implica un menor riesgo de tensiones con China y, en nuestra opinión debería volver a atraer liquidez al mercado. Por ello elevamos nuestras previsiones para el índice de TSE de 5.000-6.000 a 5.500-6.500. Esperamos resultados de amplia base y que el impulso pierda fuerza debido al riesgo para los beneficios después del Nuevo Año Lunar. Consulte nuestra nota completa sobre valores recomendados.

Tema	Nombre/Ext.
Estrategia de negociación para el mercado mundial	Paul Ruddleston (Londres)

Fase de persecución de los valores de referencia

A pesar de nuestra sombría «visión de conjunto» de los mercados mundiales de renta variable (debido a la deuda y la deflación), seguimos concentrándonos en la posibilidad de alza a corto plazo de estos valores. Si bien los índices bursátiles mundiales han subido mucho desde la depresión entre octubre de 2002 y abril de 2003 (subiendo constantemente a partir de sus respectivos puntos de apoyo), todavía no han llegado sus áreas de atracción al alza, según nuestro análisis. Seguimos esperando que lo que denominamos «la persecución de los valores de referencia» empuje al índice S&P 500 (en su calidad de representante de los mercados mundiales de renta variable) hacia los 1.210-1.220 puntos. A continuación deberá romperse de forma convincente la barrera de los 1.220 puntos para poder descartar la posibilidad de una reacción desde el punto de resistencia de esa región y para señalar un nuevo impulso hacia los 1.250-1.260 puntos. El soporte a corto plazo más próximo que podemos definir por debajo de los bajos niveles de inicio de semana se sitúa entre 1.180 y 1.185 puntos, y el soporte de conjunto se mantiene entre 1.140 y 1.150.

Según nuestro análisis, las áreas de atracción al alza más próximas de los otros principales índices mundiales, equivalentes a los 1.250-1.260 puntos del S&P 500, siguen siendo: Nasdaq 100 entre 1.810 y 1.840 (teniendo en cuenta

los mejores resultados previstos del Nasdaq respecto al S&P 500 basados en un mantenimiento de la solidez de los mercados de renta variable); Eurostoxx, como representante de Europa, a 3.150 puntos, y el índice Hang Seng, representando a Asia, entre 15.000 y 15.100 puntos.

Selección de sectores — En Europa, el índice SXKE (Telecomunicaciones) ha venido obteniendo resultados superiores al mercado en general, como se preveía. Esperamos que estos resultados continúen basados en la fortaleza de los mercados mundiales de renta variable junto con los resultados del sector tecnológico norteamericano (Nasdaq). Como parte de nuestro escenario optimista, desde finales de octubre nos hemos concentrado en el sector de los seguros (SXIE), que sufre de limitaciones estructurales, como candidato a la «recuperación». Los seguros han obtenido resultados considerablemente mejores que la mayoría de los demás sectores del mercado animados hasta cierto punto por las implicaciones psicológicas y fundamentales del aumento de los rendimientos de las obligaciones norteamericanas. Sin embargo, aunque el valor de referencia del rendimiento de la obligación estadounidense a 10 años ha subido desde su soporte entre 3,95% y 3,85%, el repunte se ha detenido en el punto de resistencia de 4,42%, y habrá que romper esta barrera para dar el siguiente paso hacia un 5,30% (es decir, 4,80-4,85%).

Certificado de analistas

Los siguientes analistas certifican por la presente que sus opiniones acerca de las compañías y los valores de las compañías analizadas en este informe han sido expresadas con exactitud y que no han percibido ni percibirán remuneración alguna, directa o indirecta, a cambio de expresar en este informe recomendaciones u opiniones concretas: Henry McVey, Amy Falls, Teun Draaisma, Ben Funnell, Graham Secker, Ridham Desai, Rob Hart.

Información relevante sobre las compañías analizadas a efectos de regulación en Estados Unidos

La información y las opiniones contenidas en el presente informe han sido elaboradas por Morgan Stanley & Co. International Limited y sus asociadas (en lo sucesivo, conjuntamente “Morgan Stanley”).

Los analistas, estrategas o socios de análisis principalmente responsables de la elaboración del presente informe de análisis han percibido su retribución en función de diferentes factores, entre ellos la calidad del análisis, respuestas de los clientes inversores, selección de valores, factores competitivos, ingresos de la compañía e ingresos de banca de inversión.

Calificaciones de valores bursátiles

Las distintas casas de análisis utilizan términos y sistemas de calificación diferentes para describir sus recomendaciones. Por ejemplo, Morgan Stanley utiliza un sistema de cualificación relativa que comprende términos como Sobreponderar, Equivalente a la Industria o Infraponderar (véanse a continuación las definiciones). Un sistema que utilice términos como comprar, mantener y vender no es equivalente al nuestro. Es preciso que los inversores lean atentamente las definiciones de todas las calificaciones utilizadas en cada informe. Además, dado que los informes de análisis contienen información más completa acerca de las opiniones del analista, los inversores deben leer detenidamente el texto completo y no inferir su contenido a partir simplemente de la calificación. En cualquier caso, la calificación (o el análisis) no debería tomarse como consejo de inversión. La decisión de un inversor de comprar o vender un valor debería depender de sus circunstancias personales (como las tenencias del inversor en ese momento) así como de otras consideraciones.

Distribución Global de Recomendaciones

(a 30 de noviembre de 2004)

Tipo de Recomendación	Universo de cobertura		Clientes de Banca de Inversión (IBC)		
	Cantidad	% del Total	Cantidad	% del Total de IBC	% de Tipo de Recomend.
Sobreponderar	635	34	260	39	41
Equivalente a la Industria	875	46	304	46	35
Infraponderar	375	20	101	15	27
Total	1.885		665		

Los datos se refieren a las recomendaciones actualmente asignadas a acciones ordinarias y ADRs. A efectos de divulgación (de conformidad con los requisitos del NASD y NYSE), señalamos que Sobreponderar, nuestra recomendación más positiva, se corresponde aproximadamente con una recomendación de Comprar; Equivalente a la Industria e Infraponderar se corresponden aproximadamente con una recomendación de Neutral y Vender, respectivamente. Sin embargo, Sobreponderar, Equivalente a la Industria e Infraponderar no equivalen exactamente a Comprar, Neutral y Vender, sino que representan ponderaciones relativas recomendadas (véanse las definiciones más abajo). La decisión por parte de un inversor de comprar o vender un valor debería obedecer a circunstancias particulares (como los títulos que el inversor posea en ese momento) y otras consideraciones.

Recomendaciones de Valores de los Analistas

Sobreponderar (S). Se prevé que en los próximos 12 a 18 meses la rentabilidad total de la acción sea superior, en términos ajustados al riesgo, a la rentabilidad media total del universo de valores cubierto por el analista dentro de la industria (o por el equipo responsable de dicha industria).

Equivalente a la Industria (E). Se prevé que en los próximos 12 a 18 meses la rentabilidad total de la acción esté, en términos ajustados al riesgo, en línea con la rentabilidad media total del universo de valores cubierto por el analista dentro de la industria (o por el equipo responsable de dicha industria).

Infraponderar (I). Se prevé que en los próximos 12 a 18 meses la rentabilidad total de la acción sea inferior, en términos ajustados al riesgo, a la rentabilidad media total del universo de valores cubierto por el analista dentro de la industria (o por el equipo responsable de dicha industria).

Más Volátil (V). A partir de una valoración cuantitativa de datos históricos, estimamos que esta acción tiene una probabilidad mayor del 25% de sufrir un movimiento (al alza o a la baja) de más del 25% en un mes, o en opinión del analista, existe la posibilidad de que el valor sea más volátil en los próximos 1-12 meses comparado con los tres años anteriores. Las acciones que lleven cotizando menos de un año serán automáticamente definidas como más volátiles (a no ser que se establezca lo contrario). Señalamos que aquellos valores que en la actualidad no sean considerados volátiles, pueden sin embargo comportarse como tales.

Recomendaciones vigentes con anterioridad al 18 de marzo de 2002: FC= Fuerte Compra; OP= Outperform; N= Neutral; UP= Underperform. Para consultar definiciones, por favor remítase a la página www.morganstanley.com/companycharts.

Opinión del Analista sobre la Industria

Atractivo (A). El analista prevé que en los próximos 12 a 18 meses el comportamiento del universo de valores analizados dentro de la industria sea atractivo en comparación con el correspondiente índice de referencia general del mercado.

En Línea (L). El analista prevé que en los próximos 12 a 18 meses el comportamiento del universo de valores analizados dentro de la industria esté en línea con el correspondiente índice de referencia general del mercado.

Cautela (C). El analista contempla con cautela el comportamiento en los próximos 12 a 18 meses del universo de valores analizados dentro de la industria en comparación con el correspondiente índice general del mercado.

Los gráficos de cotización y las recomendaciones de los valores mencionados en el presente informe también pueden consultarse en www.morganstanley.com/companycharts. Asimismo, esta información puede ser solicitada dirigiéndose por escrito a Morgan Stanley, 1585 Broadway, Planta 14 (Ref: Divulgación de Análisis), Nueva York, NY, 10036 EE.UU.

Otra Información Importante

El presente informe ha sido publicado de conformidad con nuestra política de gestión de conflictos, que se encuentra disponible en www.morganstanley.com/institucional/research/conflictpolicies.

Para un estudio, en su caso, de los métodos de valoración empleados para determinar los precios objetivo incluidos en este resumen y los riesgos asociados a su consecución, les rogamos consulten el último análisis pertinente publicado sobre estos valores. Pueden obtener estos análisis de su representante de ventas, o accediendo al Vínculo de Clientes en www.morganstanley.com y otros sistemas electrónicos.

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. Puede que los valores analizados en este informe no sean adecuados para todos los inversores. Morgan Stanley recomienda a los inversores que evalúen independientemente las inversiones y estrategias en particular y les anima a recabar los servicios de un asesor financiero. La idoneidad de una inversión o estrategia en particular dependerá de los objetivos y circunstancias individuales del inversor.

El presente informe no constituye una oferta de compra o de venta de ningún valor ni para participar en una estrategia de contratación. Además de las participaciones en valores indicadas en la sección titulada "Información importante a efectos reguladores en Estados Unidos sobre las compañías analizadas", Morgan Stanley y/o los empleados de Morgan Stanley que no hayan participado en la elaboración de este informe pueden tener inversiones en valores o productos derivados de las compañías mencionadas en este informe, y podrán operar con dichas inversiones de forma distinta a la expuesta en este informe. Los derivados podrán ser emitidos por Morgan Stanley o por otras entidades asociadas.

Morgan Stanley desarrolla gran número de actividades que pueden estar relacionadas con las compañías mencionadas en el presente informe, entre otras, la contratación especializada, el arbitraje de riesgos y otras operaciones de negociación por cuenta propia, gestión de fondos, servicios financieros y banca de inversión.

Morgan Stanley hace cuanto está en su mano para utilizar información fiable y completa, si bien no formula ninguna manifestación en el sentido de que dicha información sea exacta o exhaustiva. No estamos obligados a comunicarle los cambios en las opiniones o datos contenidos en este informe, salvo cuando tengamos intención de dejar de prestar cobertura a una de las compañías analizadas.

El presente informe ha sido elaborado por el personal de análisis de Morgan Stanley y se basa en información de dominio público. Los hechos y opiniones expuestos en el presente informe no han sido revisados por los profesionales de otras áreas de negocio de Morgan Stanley, incluido el personal de banca de inversión, y es posible que no reflejen la información conocida por esos otros profesionales.

El valor y los rendimientos de su inversión podrán variar por las oscilaciones de los tipos de interés o de los tipos de cambio, las variaciones que registre el precio de los valores o los índices del mercado, los cambios en las condiciones operativas o financieras de las compañías y otros factores. El ejercicio de opciones o de otros derechos en sus operaciones con valores puede estar sujeto a límites horarios. Las rentabilidades históricas no son necesariamente un indicador de las rentabilidades futuras. Las estimaciones de la rentabilidad futura se basan en hipótesis que pueden no materializarse.

Esta publicación es difundida en Japón por Morgan Stanley Japan Limited; en Hong Kong por Morgan Stanley Dean Witter Asia Limited, en Singapur por Morgan Stanley Dean Witter Asia (Singapur) Pte., entidad regulada por la Autoridad Monetaria de Singapur; en Australia por Morgan Stanley Dean Witter Australia Limited, con A.B.N. (CIF australiano) 67 003 734 576, intermediario autorizado, que asume la responsabilidad que se derive de su contenido; en determinadas provincias de Canadá por Morgan Stanley Canada Limited, que ha aprobado el contenido de esta publicación y asume cualquier responsabilidad que se derive del mismo en Canadá; en España por Morgan Stanley, S.V., S.A., una sociedad del grupo Morgan Stanley supervisada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y que declara que este documento ha sido redactado y distribuido de conformidad con las normas de conducta aplicables al análisis financiero recogidas en la normativa española; en Estados Unidos por Morgan Stanley & Co. Incorporated y por Morgan Stanley DW Inc., que responden de su contenido. Los inversores particulares británicos deberán solicitar el asesoramiento de su representante en Morgan Stanley & Co. International Limited sobre las inversiones de que se trate. En Australia, este informe y cualquier acceso al mismo, va dirigido sólo a clientes mayoristas (*wholesale clients*) a efectos de lo dispuesto la *Australian Corporations Act* (ley australiana de sociedades).

Las marcas comerciales y de servicio contenidas en la presente publicación son propiedad de sus titulares respectivos. Los proveedores de información sobre terceros no garantizan ni formulan declaración alguna sobre la exactitud, exhaustividad o vigencia de los datos facilitados y declinan cualquier responsabilidad por los perjuicios de toda clase que se deriven de dichos datos. La clasificación Global Industry Classification Standard ("GICS") fue desarrollada por MSCI y S&P y pertenece en exclusiva a estas entidades.

El presente informe o cualquiera de sus partes no podrá ser reproducido, vendido ni redistribuido sin el consentimiento por escrito de Morgan Stanley.

Previa solicitud, puede obtenerse más información sobre los valores recomendados.