

Boletín de Estrategia Global

29 de noviembre de 2004

Las opiniones más recientes de los estrategas y economistas de Morgan Stanley en todo el mundo

| Tema | Nombre |
|-------------------------|-----------------------------------|
| Economía mundial | Stephen Roach (Nueva York) |

El mayor exceso del mundo

Reparto de culpas estéril. Nadie quiere asumir el mando del reequilibrio de la economía mundial. Estados Unidos considera que los desequilibrios mundiales son un resultado indirecto del deficiente crecimiento en el resto del mundo, mientras que Asia y Europa culpan a Estados Unidos por su excesivo consumo y falta de ahorro inducida por el déficit presupuestario.

Corresponsabilidad. El déficit de ahorro estadounidense es el desequilibrio más grave al que se enfrenta actualmente la economía mundial; la financiación exterior indefinida de este déficit no hace sino perpetuar el problema.

El desenfreno consumista de Estados Unidos. El porcentaje que representa el gasto privado en el PIB estadounidense se disparó hasta el 71% a mediados de 2002: un récord extraordinario desde el 67% registrado de media durante los 25 años comprendidos entre 1975 y 2000. Nunca antes el consumismo había alcanzado cotas tan altas en una economía avanzada.

Una economía basada en el patrimonio. Los consumidores estadounidenses se han desplazado cada vez

más de la generación de ingresos a la creación de riqueza como medio para sostener su ritmo de gasto actual: el soporte patrimonial se ha reorientado desde la renta variable a los bienes inmuebles, mostrando el consumidor estadounidense una aversión al riesgo sorprendentemente baja considerando los precedentes del estallido de la burbuja bursátil.

Respaldo exterior. Los inversores extranjeros han prestado sin vacilar financiación externa a una economía estadounidense carente de ahorro interno: primero, fueron los inversores privados, animados por el enigma de la productividad y, luego, los bancos centrales, en un esfuerzo por impulsar a través de divisas infravaloradas su crecimiento económico basado en las exportaciones.

El riesgo moral. Muchos observadores consideran que el consumo estadounidense ha asumido una importancia “demasiado grande como para caer”, lo que representa una visión arriesgada de la economía mundial. La clave para un reajuste de la economía mundial con éxito depende crucialmente de que se dé una respuesta eficaz a los riesgos del exceso más grave del mundo, a saber, el crecimiento desproporcionado del consumo en EE.UU.

Morgan Stanley realiza y trata de realizar negocios con las compañías que analiza en sus informes de análisis. Los inversores deben considerar el presente informe como un factor más a tener en cuenta antes de adoptar su decisión de inversión.

Véase certificado del analista y otra información importante a partir de la página 7.

| Tema | Nombre |
|--|-------------------------------|
| Estrategia de renta fija global | Amy Falls (Nueva York) |
| <i>El impacto de la debilidad de dólar en los tipos de interés</i> | |
| <p>Hay algo intrínsecamente falaz en la opinión generalizada de que, pese al debilitamiento del dólar, los tipos de interés no se verán afectados en Estados Unidos. La debilidad del dólar puede forzar al alza los tipos de interés estadounidenses de dos maneras: alimentando las expectativas de inflación y a través de tipos de interés reales más elevados. Los tipos reales subirán si los compradores no estadounidenses de bonos del Tesoro de Estados Unidos dejan de mostrarse dispuestos a financiar mayores déficits estadounidenses por su temor al riesgo cambiario.</p> <p>Creemos que los tipos reales de Estados Unidos no han reaccionado al creciente nivel de endeudamiento de la Administración estadounidense. En nuestra opinión, los tipos de interés a 10 años deberían rondar un nivel cercano al 3%–3,25% lo que, sumado a una tasa de inflación del 2%–2,5%, equivaldría a más del 5%. En cambio, los tipos reales se encuentran 100 p.b. por debajo del nivel donde consideramos que deberían estar. La explicación general de esta situación ha sido una demanda de bonos del Tesoro estadounidense (<i>Treasuries</i>) y de otros productos de tipos de interés desde Asia más que suficiente para impedir que los tipos estadounidenses respondan al aumento del déficit presupuestario.</p> <p>Ahora bien, podríamos estar ante un punto de inflexión en la demanda asiática de <i>Treasuries</i>. Nuestro estrategia de tipos de interés Graig Fantuzzi pasó recientemente algún tiempo en Asia y, apreció indicios de un fuerte cambio de</p> | |
| <p>actitud en dicho continente con respecto a la acumulación de activos en dólares tanto entre los inversores privados como entre los bancos centrales. Además, nuestros flujos de datos mundiales indican que podríamos estar ante un importante techo en la acumulación asiática de <i>Treasuries</i>.</p> <p>Puede que estemos asistiendo igualmente a un fuerte punto de inflexión en la actitud de los inversores estadounidenses. Entre junio y agosto de 2004, se produjo un aumento general de las duraciones al deshacer los inversores estadounidenses una buena parte de sus posiciones cortas. No obstante, en la actualidad se percibe una vuelta a opiniones negativas sobre tipos de interés entre los inversores estadounidenses. La menor demanda asiática unida al reestablecimiento de posiciones cortas por parte de los inversores estadounidenses podría influir muy negativamente en los tipos de interés a corto plazo de Estados Unidos.</p> <p>Las expectativas de un debilitamiento del dólar deberían traducirse en una menor disposición de los inversores a mantener en sus carteras activos denominados en dólares. En última instancia, esto podría colocar los tipos de interés reales en la cota que les corresponde y forzar a Washington a pagar algún precio por el incremento del déficit público. En consecuencia, prevemos que los tipos de interés de EE.UU. acaben rompiendo la barrera del 5% en algún momento a comienzos del próximo año.</p> | |

| Tema | Nombre |
|--|--|
| Divisas | Stephen L. Jen/Rebecca McCaughrin (Londres) |
| <i>El mundo se muestra menos dispuesto a seguir prestando dinero a Estados Unidos, aunque puede hacerlo.</i> | |
| <p>Reafirmamos nuestra postura de que, en teoría, el mundo tiene capacidad para seguir financiando a Estados Unidos durante un período de tiempo prolongado, ya que el <i>stock</i> global de ahorro está creciendo a un fuerte ritmo y el papel de la cercanía geográfica en las decisiones de inversión (“home bias”) sigue disminuyendo. Con todo, el reciente discurso de Greenspan ha matizado sustancialmente la disposición del capital internacional a seguir acudiendo a Estados Unidos, al ser consciente de los riesgos legítimos que plantean la diversificación y de la depreciación del dólar.</p> <p>Dos perspectivas generales a la hora de reflexionar sobre el problema de la capacidad de crédito de Estados Unidos. En primer lugar está el enfoque tradicional, que consiste en comparar la evolución del déficit por cuenta corriente del país tomando como referencia un nivel</p> | |
| <p>histórico de 4,5%-5,0% del PIB. Este enfoque no es muy útil en el caso de Estados Unidos. En segundo lugar, se puede examinar la cuestión desde la perspectiva del inversor global y formular la pregunta de si un inversor global seguiría estando dispuesto a invertir en Estados Unidos.</p> <p>Cuatro variables determinantes desde el punto de vista de la financiación. (1) El <i>stock</i> de ahorro extranjero no ha sido negativo para el dólar, ya que el ahorro extranjero total ha crecido más deprisa que las necesidades de financiación de Estados Unidos. (2) El “home bias” del inversor extranjero ha influido positivamente en la marcha del dólar. (3) Los inversores extranjeros podrían comenzar a querer diversificar sus carteras en detrimento de los activos denominados en dólares, lo cual sí sería negativo para el dólar. (4) Como afirmó Greenspan, ahora el inversor</p> | |

extranjero tendrá que incorporar el riesgo de divisa a sus expectativas de rentabilidades relativas.

El discurso de Greenspan ha retraído sensiblemente las ganas de invertir en EE.UU. de los extranjeros. Fuera o no su intención, al dar oficialmente carta de naturaleza a los riesgos, aunque legítimos, de diversificación y de

depreciación del dólar, Greenspan ha desanimado a los inversores extranjeros a seguir invirtiendo en Estados Unidos. Esto equivale a una profecía de autocumplimiento: en nuestra opinión, es probable que los flujos de inversión extranjera en Estados Unidos cambien como consecuencia de las palabras de Alan Greenspan.

| Tema | Nombre |
|---|---------------------------------|
| Estrategia de renta variable en EE.UU. <i>Entrada suave en 2005</i> | Henry McVey (Nueva York) |

Hemos revisado ligeramente al alza nuestra estimación de beneficios en 2004 para las compañías del S&P 500, pero mantenemos intacto nuestro objetivo de 1.200 para el índice. Gracias básicamente a la reducción del volumen de acciones en circulación, nuestra previsión del BPA para 2004 de las empresas del S&P 500 ha mejorado, pasando de 65,90 a 65,70 dólares. No hay cambios en nuestra perspectiva por fundamentales de la renta variable, incluido nuestro objetivo de 1.200 para final del año.

Los beneficios de 2005 muestran una tendencia positiva, si bien la composición de su base nos lleva a recortar en 25 puntos nuestro objetivo al cierre del ejercicio, de 1.275 a 1.250. Hemos mejorado en un 0,7% nuestra estimación del BPA para 2005 de las empresas del S&P 500, que pasa de 70,10 a 70,60 dólares. El aumento absoluto obedece básicamente al aplazamiento de la obligación de contabilizar las opciones como gasto (ahora obligatorio a partir de 2S05 frente al 1T05 anteriormente). Nuestro nuevo objetivo supone un múltiplo PER de los últimos doce meses de 17,7x frente a 18,2x, anteriormente. Nuestra posición más conservadora por valoración refleja el hecho de que en 2005 una proporción significativamente mayor de los beneficios procederá de empresas con múltiplos más bajos, especialmente en el sector energético.

¿Por qué adoptamos una postura contraria al consenso? Nuestra estimación del BPA para 2005 de 70,60 dólares es ahora un 1,5% superior a la del consenso *top-down* de 69,54 dólares, pero seguimos estando muy por debajo (un 4,5%) de la previsión *bottom-up* de 73,93 dólares. En comparación con la previsión *bottom-up*, nuestra estimación de beneficios es más alcista en cuanto a los beneficios de las

compañías del sector energético pero más bajista en los sectores tecnológico y relacionados con el consumo.

Ahondando en uno de los tres temas clave: la reducción del apalancamiento. Seguimos centrándonos en historias de mejoras del ratio *payout*, de crecimiento orgánico y de reducción del apalancamiento. En lo que respecta a la reducción del apalancamiento, tomamos como referencia la evolución del mercado de renta fija, que sugiere que hay demasiadas compañías que han reducido demasiada deuda. Así pues, nos centramos en compañías más proclives a favorecer al accionista que al obligacionista.

Sin cambios en las asignaciones por sectores o en la Focus List. Nuestra principal sobreponderación sigue estando en financieras diversificadas, en concreto en sociedades de bolsa. También nos agradan los sectores de bienes de equipo y de energía. Nuestras apuestas de infraponderación siguen siendo los sectores de bienes de consumo básico y cíclico. La *Focus List* no experimenta ningún cambio.

Nuestra visión del dólar: A corto plazo, es probable que un descenso gradual del dólar resulte positivo para el crecimiento estadounidense y, por tanto, para la bolsa. Ahora bien, a largo plazo, si el debilitamiento del dólar se ve acompañado de un aumento sustancial de los tipos de interés, habrá un efecto negativo sobre el múltiplo de valoración asignado a la bolsa. Si el dólar sigue cayendo, nuestra apuesta negativa con respecto a los valores de gran capitalización podría correr peligro, debido al elevado peso que tienen las ventas fuera de Estados Unidos en estas compañías. La depreciación del dólar resultará igualmente favorable para el sector de materiales.

| Tema | Nombre |
|--|---|
| Estrategia de renta variable en EE.UU. <i>El peligro de un enfoque cortoplacista</i> | Byron Wien (Nueva York) |
| En general, mi mayor preocupación en cuanto a la estrategia de inversión es el peligro que representa el pensamiento cortoplacista. Actualmente, mi principal inquietud es que lo que está ocurriendo al dólar es muy revelador y podría prolongarse durante mucho tiempo, incluso aunque se produzca una apreciación pasajera en el futuro inmediato. Existe una convergencia de fuerzas detrás de la debilidad del dólar, a saber: la incapacidad de Estados Unidos de | generar suficientes puestos de trabajo y su dependencia del capital extranjero para financiar el exceso de consumo. El argumento de que una corrección en el dólar del 10%-20% resolverá todos los problemas no resulta convincente, dado el fuerte descenso de la capacidad manufacturera de EE.UU., aunque sí ayudará. En mi opinión, el dólar podría mostrar una debilidad incluso mayor de la prevista por el consenso. |

| Tema | Nombre |
|--|--|
| Economía estadounidense <i>El dólar, la economía y la curva de tipos</i> | Richard Berner (Nueva York) |
| De círculo virtuoso a círculo vicioso. Es probable que el continuo debilitamiento del dólar incida positivamente en la economía estadounidense, aunque a muchos también les preocupa que socave la confianza en los mercados estadounidenses y provoque un alza significativa de los tipos de interés. En la actualidad, los riesgos son mayores que hace un año, en mi opinión, pero una depreciación ordenada del dólar ahora podría reducir eficazmente los riesgos en otros mercados. | ¿Desequilibrios estructurales? En tercer lugar, existen pequeños indicios de que la brecha exterior, en términos de volumen, se esté cerrando temporalmente. No obstante, aún es demasiado pronto para echar las campanas al vuelo: es probable que las importaciones vuelvan a crecer y que la ralentización de la inversión productiva en el resto del mundo frene el aumento de las exportaciones estadounidenses. Además, los factores estructurales probablemente limitarán el margen de mejora. |
| Renovado impulso para los beneficios empresariales. El efecto más inmediato del descenso del dólar se apreciará en los resultados de las filiales extranjeras de las compañías estadounidenses. La conversión a dólares de los resultados en divisas se traducirá en incrementos de hasta 100-200 puntos básicos en los ingresos y el beneficio neto de las compañías del S&P 500. | Paradoja de los paradigmas. Los responsables de la política económica parecen más pesimistas sobre la función del dólar en el proceso de ajuste. Sin embargo, paradójicamente, esa puede ser la razón de su mayor predisposición a dejarlo caer. Ello podría impulsar el ajuste en el precio de otros activos y evitar un ajuste más brusco posteriormente. |

Posible fortalecimiento del poder de fijación de precios. En segundo lugar, el descenso del dólar ha comenzado a encarecer las importaciones y aliviar algo la intensa presión competitiva mundial sobre las empresas estadounidenses. El estado cíclico de la economía influye: con unas tasas de utilización de la capacidad mucho más elevadas que hace un año, una caída adicional del dólar haría que la inflación de EE.UU. se encaramase por encima del 2%.

¿Amenaza de colapso del dólar? La preocupación de que la depreciación del dólar adquiera grandes proporciones se basa en el temor de que los inversores mundiales y bancos centrales asiáticos pierdan su apetito por los activos estadounidenses y en un retorno al proteccionismo. Ya existen signos de diversificación de las carteras. Pero el dólar es la divisa de reserva clave del mundo y ningún banco central desea su colapso.

| Tema | Nombre |
|--|--|
| Estrategia europea <i>¿Escenario ideal?</i> | Teun Draaisma/ Ben Funnell (London) |
| A medio plazo, esperamos una cotización de los mercados inscrita en un rango hasta que no se resuelvan los problemas estructurales. En nuestra opinión, no estamos antes un nuevo periodo alcista en el mercado de renta variable. Más bien pensamos que recuerda al periodo posterior a otros mercados bajistas seculares, es decir, una | evolución dentro de una banda mientras persistan los problemas estructurales. Esta banda estaría comprendida entre los 750 y los 1.150 puntos en el índice MSCI Europe (actualmente 1.050), en base a una fluctuación entre -2 y 0 de nuestro indicador de valoración compuesto (CVI). |

Causa: tipos de interés demasiado bajos durante demasiado tiempo. Efecto: empeoramiento de los problemas estructurales. Esto se traduce en una elevada deuda de las familias, una baja tasa de ahorro en EE.UU., unos mercados inmobiliarios desbocados y déficits gemelos en EE.UU. El escenario más probable en nuestra opinión es que, durante los próximos tres años, nos veamos inmersos en una recesión relacionada con el consumo y la vivienda; a esta situación podríamos denominarla el “escenario de pesadilla”.

Escenario ideal: cómo podemos combatir los problemas estructurales sin entrar en recesión. Para evitar el escenario de pesadilla, es necesaria una combinación de los siguientes factores: convergencia de las tasas de ahorro globales, un poco de inflación, unos tipos de interés bajos y un mercado inmobiliario estable, generación de beneficios y una bajada gradual de los precios de las materias primas. Esta combinación es cada vez más factible, pero aún no es la más probable.

El mercado oscila entre dos escenarios extremos: el ideal y el de pesadilla. Por momentos, la probabilidad de estar en el escenario ideal está aumentando. Nuestros indicadores simultáneos de mercado emitieron una fuerte

señal de compra de renta variable en agosto. Esta señal sigue siendo válida. Nuestro objetivo en junio de 2005 para el índice MSCI Europe se sitúa en 1.150, es decir, un 10% más alto que actualmente.

Lista de vigilancia para señales de venta: aumento de las valoraciones bursátiles hasta su valor ajustado, es decir, un 10% por encima de los niveles actuales, lo cual nos llevaría a recoger beneficios; señales de aviso de indicadores adelantados como los nuevos pedidos del índice ISM (<52) o el indicador adelantado de la OCDE para EE.UU. (<0) o la curva de rentabilidades (invertida), rentabilidades de bonos en niveles demasiado altos, p.ej. aumento de la rentabilidad del bono estadounidense a 10 años hasta el 5%.

Atención al dólar, pero todavía no nos causa demasiada preocupación. El dólar ya ha corregido su tipo de cambio con el euro desde los 80 centavos hasta 1,30 dólares, y, dado que las valoraciones estaban baratas, la renta variable se ha comportado bien, por lo que en caso de una nueva caída moderada del dólar, el riesgo para la bolsa no debería ser muy grande. Asimismo, las autoridades mundiales están apoyando un dólar débil a diferencia de en periodos pasados, cuando la debilidad del dólar se tradujo en caídas de la renta variable europea.

| Tema | Nombre |
|---|--|
| <p>Estrategia japonesa <i>Posicionando las carteras en previsión de un yen más fuerte</i> A los valores japoneses les afecta menos un yen fuerte que un declive del mercado de renta variable estadounidense. Los datos históricos no aclaran cómo afecta al TOPIX el tipo de cambio del yen o su evolución. Sin embargo, comparado con una caída del mercado de renta variable estadounidense y algunos otros factores, un yen fuerte no ejerce tanta presión a la baja sobre los valores nipones.</p> <p>No obstante, el mercado se expondría a dificultades si el tipo de cambio yen-dólar cayera y se situara debajo de los 100 Y/\$. Si el cruce cae por debajo de los 100 Y/\$ (algo que sólo ha ocurrido en una ocasión) prevemos un aumento temporal de las presiones bajistas sobre los precios de las acciones. A la apreciación del yen en 1994-95 le siguió, durante un año, una caída de la renta variable.</p> | <p>Naoki Kamiyama (Tokyo)</p> <p>Los sectores farmacéutico y pasta y papel podrían registrar buenos resultados si el tipo de cambio cae y se mantiene por debajo de los 100 Y/\$. En nuestra opinión, no esperamos que el cruce yen-dólar baje más allá de 100 Y/\$ y se mantenga en dicho nivel por mucho tiempo, pero los riesgos asociados a un yen fuerte son reales. Así, anclaríamos las carteras con valores de los sectores farmacéutico, pasta y papel, acero, y electricidad y gas, en caso de que el cruce yen-dólar se mantenga por debajo de 100 Y/\$. En cambio, si el yen cede terreno, es de suponer que sectores como maquinaria eléctrica, instrumentos de precisión, otros productos, maquinaria y equipos de transporte lideren el rebote del mercado.</p> |

| Tema | Nombre |
|---|---|
| Estrategia australiana <i>Parecidos pero no iguales</i> | Malcolm Wood (Sydney) |
| Los temores a la sostenibilidad de la cuenta corriente han lastrado el dólar estadounidense a la baja. En cambio, el dólar australiano se ha comportado bien, a pesar de afrontar problemas parecidos. Unos precios de las materias primas en niveles máximos, la subida de los tipos de interés, la rotación hacia las divisas asiáticas y una valoración nada atractiva deberían frenar la subida del dólar australiano. No consideramos necesario adoptar una infraponderación de las multinacionales australianas. | La segunda anomalía es el mercado de renta fija, tanto en EE.UU. como Australia. A pesar de los indicios de inflación al alza, acompañados de un sólido crecimiento sostenido y de una subida de los tipos de la Fed, los rendimientos de la renta fija apenas sí están por encima de los niveles del primer semestre de 2003. Vemos riesgo alcista en las rentabilidades de los bonos australianos hasta el 6% y mantendríamos la infraponderación de los sectores sensibles a los bonos. |

| Tema | Nombre |
|--|---|
| Estrategia india <i>Actualización del comportamiento empresarial 2004P</i> | Ridham Desai/Nimit Tanna (Mumbai) |
| El ROE 2004P de las 200 empresas más grandes de la India supera el 20%, un máximo histórico. Nuestro análisis muestra que de los 2 puntos porcentuales de subida del ROE en 2004P, el 95% estuvo impulsado por la caída de los tipos de interés y la disminución de los recursos propios. Si bien se mantuvo el recorte de los gastos, reflejado en unos crecientes márgenes operativos a pesar de unos márgenes brutos entre planos y bajos, los parámetros relacionados con la actividad apenas contribuyeron a la variación del ROE en 2004P. Falta por ver cuánto partido pueden sacar en el futuro las empresas indias al recorte de gastos y al nivel de utilización de la capacidad. | Las empresas aumentan sus reservas de liquidez pese a que la formación bruta de capital se ha recuperado marginalmente. Un reducido aumento de las inversiones en comparación con los últimos años estuvo acompañado de una tasa de retención más elevada y un incremento muy ligero de la deuda. Sin embargo, los saldos en efectivo crecieron nada menos que un 40% en las 200 empresas más grandes de la India, lo que equivale casi a una tercera parte de la deuda viva. Sorprendentemente, los ratios <i>payout</i> cayeron ligeramente en 2004P a pesar de los sólidos beneficios y los robustos balances, evidenciando el conservador comportamiento empresarial imperante desde finales de los noventa. |

| Tema | Nombre |
|---|--|
| Estrategia de Trading Global <i>Primero consolidación, luego seguimiento del índice</i> | Paul Ruddleston (London) |
| A pesar de nuestra pesimista visión general de los mercados de renta variable mundial (en lo que a la deuda y la deflación se refiere), seguimos haciendo hincapié en el potencial alcista a corto plazo de la renta variable. Si bien los índices mundiales de renta variable han experimentado una fuerte revalorización desde los niveles mínimos de octubre 2002/abril 2003 (dejando atrás los soportes que iba encontrando a su paso), según nuestros análisis todavía no han alcanzado sus zonas de atracción alcista relevantes. Tras la consolidación/debilidad actual esperamos que se produzca lo que hemos denominado como “seguimiento del benchmark” impulsando al S&P 500 (una aproximación de los mercados de renta variable mundial) hasta los 1210/20. | En ese punto será necesario que rompa con claridad la barrera del 1.220 para impedir una recaída desde la zona de resistencia y seguir subiendo hacia los 1250/60. Las rentabilidades de los bonos se recuperan. Inicialmente sugerimos que una solidez significativa de los mercados de renta variable, que tan a menudo se asocia a una psicología de crecimiento más positiva, podría traducirse en un crecimiento de la rentabilidad del bono estadounidense a 10 años desde la zona del 3,95%/3,85% hasta el 5%, y eventualmente hasta el 5,3%. Las rentabilidades de los bonos se han recuperado desde la zona de soporte mencionada anteriormente (nivel mínimo = 3,93% al 25 de octubre) y ya se están aproximando a la zona de atracción alcista más próxima que hemos definido en el 4,35/4,40%. |

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, Teun Draaisma, Ben Funnell, Malcolm Wood, Woong Park, Paul Ruddleston.

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.

Distribución Global de Recomendaciones

(a 31 de octubre 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 Recomendación |
| Sobreponderar | 632 | 34% | 258 | 39% | 41% |
| Equivalente a la Industria | 871 | 47% | 303 | 46% | 35% |
| Infraponderar | 360 | 19% | 102 | 15% | 28% |
| Total | 1.863 | | 663 | | |

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 recogidas a continuación). 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 (o por el equipo sectorial) dentro de la industria.

Equivalente al Sector (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 (o por el equipo sectorial) dentro de la 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 (o por el equipo sectorial) dentro de la 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 para acciones anteriores 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 los historiales de recomendación 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 (Attention: Research Disclosures), Nueva York, NY, 10036 EE.UU

Norteamérica

1585 Broadway
Nueva York, NY 10036-8293
Estados Unidos
Tel: +1 (1)212 761 4000

Europa

25 Cabot Square, Canary Wharf
London E14 4QA
Reino Unido
Tel: +44 (0)20 7513 8000

Japón

20-3, Ebisu 4-chome
Shibuya-ku,
Tokio 150-6008, Japón
Tel: +81 (0)3 5424 5000

Asia/Pacífico

Three Exchange Square
Central
Hong Kong
Tel: +852 2848 5200

Información adicional relevante

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 a Client Link 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 de participación en una estrategia de contratación. Además de las participaciones en valores indicadas en la sección titulada "Información importante sobre las compañías analizadas a efectos de regulación en Estados Unidos", 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 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 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 en 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.