

Macro y Mercados

- ❑ Los datos macroeconómicos conocidos en la semana pasada siguieron apuntando en la dirección de una debilidad muy pronunciada de la actividad tanto en los momentos actuales como en el medio plazo. Así, los índices publicados en EE.UU. ya estarían, en su gran mayoría, en niveles compatibles con la recesión económica, lo cual hace que el mercado siga otorgando serias posibilidades de nuevos recortes de tipos por parte de la Reserva Federal. Ello se tradujo en caídas en las TIRAS estadounidenses, principalmente concentradas en el tramo corto de la curva, ya que los vencimientos más largos están más presionados al alza por las expectativas de salida de papel de gobierno. En la zona euro este movimiento, junto con la decisión del BoE de rebajar el tipo de referencia en 150 puntos básicos, se tradujo en presión a la baja para las rentabilidades de la curva europea, aunque en este caso estuvieron más concentradas en el tramo largo de la misma, ya que el corto estuvo algo más sujeto después de que el BCE mantuviese un sesgo bastante menos relajado de lo que lo hizo el BoE.
- ❑ Desde el punto de vista macroeconómico habrá referencias de importancia en Europa y en EE.UU. En la primera economía destacará el Zew alemán del mes de noviembre (martes) y las referencias preliminares de PIB del tercer trimestre en Alemania y España (jueves) y Francia y Zona Euro (viernes). Para esta última economía también será importante el dato final de precios al consumo de septiembre. En EE.UU. tendremos que esperar al final de la semana para ver las referencias más destacadas con las ventas al por menor de octubre y la confianza del consumidor de la Universidad de Michigan de noviembre (ambos el viernes). En términos generales, todos los datos deberían reflejar caídas en los datos de actividad real y ligera mejora en las de perspectivas, pese a lo cual, las expectativas de fuerte debilidad del crecimiento no deben variar.
- ❑ En comparecencias lo más destacado será una conjunta de Trichet y Bernanke el próximo viernes.

Posicionamiento en curva

- ❑ Las decisiones de tipos de las autoridades monetarias en la última semana han estado marcadas por un notable sesgo bajista, principalmente en el caso del BoE. El BCE, por su parte, pese a optar por un recorte bastante menor, sigue manteniendo su tono bajista y ya acumula 100 puntos básicos de minoración de tipo de referencia en los dos últimos meses. En condiciones normales, dichas decisiones deberían repercutir en un incremento en las expectativas de actividad para el 2009, sin embargo, la restricción del crédito a terceros que las entidades financieras mantienen, hacen que el resultado sobre la economía real sea menor y el espacio de tiempo hasta que se noten los primeros efectos se pueda alargar de manera considerable. Así, puede que la agresividad en las bajadas intente compensar en la medida de lo posible esta situación. De igual forma, no pensamos que el crédito a terceros se empiece a reconstruir hasta que el proceso de despalancamiento de muchas entidades financieras concluya. De esta forma, las bajadas realizadas podrían ayudar a la financiación de las entidades y reducir los plazos de dicha depuración. Es por ello que esperamos nuevos recortes en los próximos tres meses hasta alcanzar un 2,50% a final de dicho periodo.

Bonos de gobierno zona euro

- ❑ Esta semana no habrá pago de cupones ni de vencimientos, mientras que se maneja un total de emisión de unos 17.500 millones de euros, de los cuales destacará un 10 años alemán por 7.000 millones. En EE.UU. también habrá una notable actividad. Así, hoy se emitirá un 3 años por 25.000 millones de dólares, el miércoles un 10 años por 20.000 y el jueves un 30 por 10.000.
- ❑ En la valoración de los bonos de gobierno relativa a la curva swap se sigue observando un claro abaratamiento en la gran mayoría de los plazos de la referencia pública.

Renta fija privada

- ❑ En el mercado de crédito se observó una reducción general de diferenciales donde sólo destacó la leve ampliación de la deuda senior como consecuencia de la evolución negativa de AIG en la semana. En relación con esta empresa, en el día de hoy se ha conocido una restructuración de los términos de su rescate del mes de septiembre e incluso y una ampliación del mismo. Ello debería ser bien recogido por los spreads del emisor.
- ❑ En ratings, destacó la rebaja en las calificaciones de varias cajas españolas.

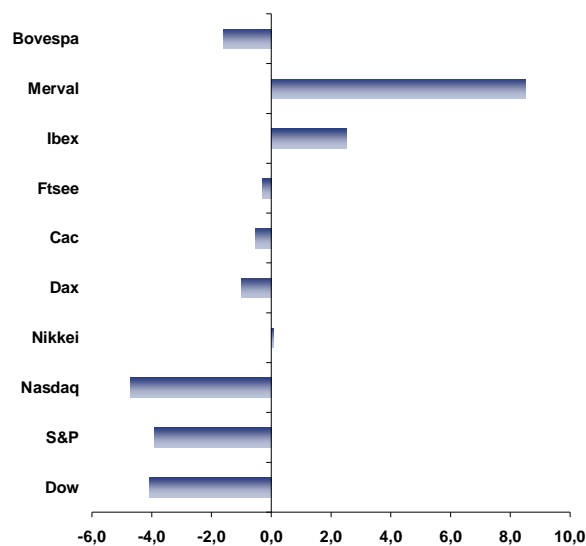
Análisis Técnico

- ❑ Analizamos el Bund, TIR a 10 años EE.UU. y yen / euro.

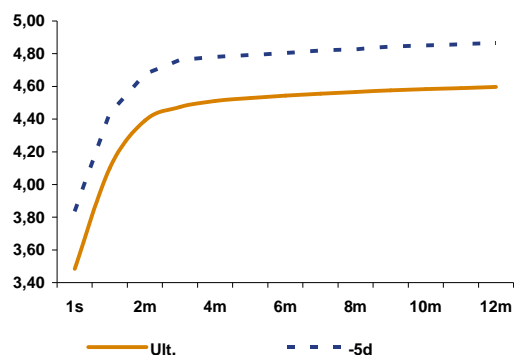
MOVIMIENTOS DE TIPOS, DIVISAS Y BOLSAS

		Último	-5 días	-1 mes	dic-07
Divisas	dólar/euro	1,2718	1,2726	1,3588	1,4723
	libra/euro	0,8131	0,7922	0,7787	0,7378
	yen/dólar	98,24	98,46	101,47	112,28
	yen/euro	124,90	125,30	137,89	165,42
Futuros	Bund	117,74	115,93	117,05	113,11
	T bond	115,06	113,08	117,14	112,91
Petróleo	Brent	57,00	64,40	83,24	94,17
Tires España	2 años	2,97	3,10	3,40	4,05
	5 años	3,43	3,74	4,02	4,19
	10 años	4,24	4,61	4,31	4,43
Tires EE.UU.	2 años	1,32	1,55	1,45	3,10
	5 años	2,56	2,83	2,46	3,49
	10 años	3,79	3,95	3,50	4,07
Pendientes	US 10A-2A	2,47	2,41	2,05	0,97
	SP 10A-2A	1,27	1,51	0,91	0,38
Diferencial	2A_ US-SP	-1,65	-1,55	-1,95	-0,95
	10A_ US-SP	-0,45	-0,65	-0,81	-0,36
Swap Spread	2 años UME	1,13	1,13	1,01	0,57
	10 años UME	0,54	0,58	0,63	0,38
	2 años EE.UU.	1,08	1,21	1,34	0,77
	10 años EE.UU.	0,42	0,51	0,62	0,65

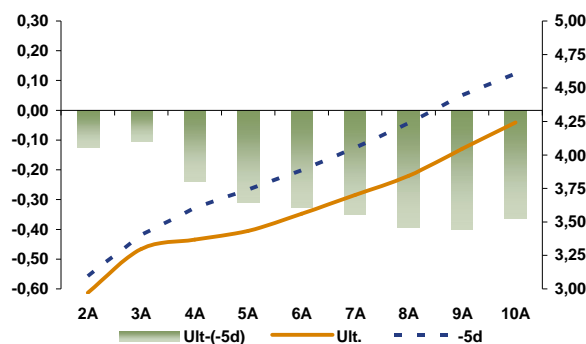
Bolsas mundiales última semana



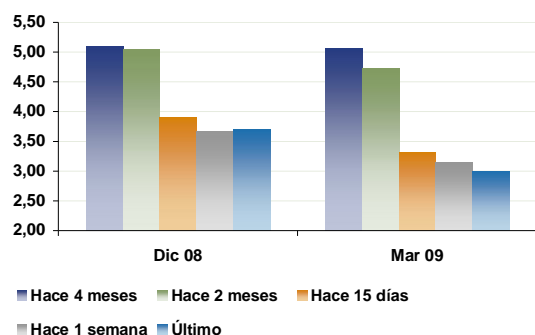
Mdo. Monetario zona euro



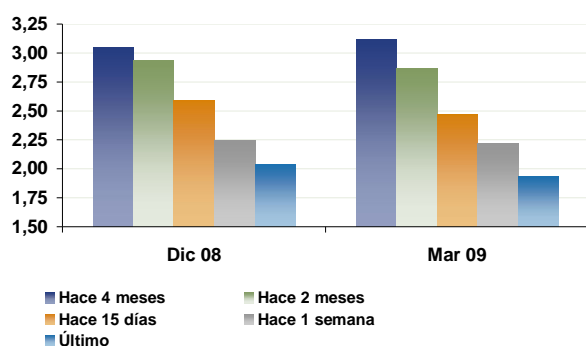
Curva tipos España



Evolución de las perspectivas sobre los tipos a 3 meses en la Zona Euro



Evolución de las perspectivas sobre los tipos a 3 meses en EE.UU.



- Los datos macroeconómicos conocidos a lo largo de la semana en EE.UU. ayudaron a afianzar un contexto de recesión dentro de la economía. Así, la fuerte caída del ISM manufacturero en octubre y la aceleración igualmente notable de la tasa de paro de ese mismo mes mostraron esa realidad. Ello hizo que el mercado siguiese apostando por nuevos descensos de tipos por parte de la Fed con unos futuros del Fed Fund que anticipan una nueva bajada de 50 puntos básicos hasta el 0,5% en la próxima reunión. En lo que a la curva de gobiernos se refiere, las rentabilidades se siguen manteniendo en niveles sensiblemente más elevados a los compatibles con las perspectivas antes comentadas. Ello debe de seguir debiéndose a las expectativas de fuerte salida de papel de gobierno que sirva para financiar el enorme coste que suponen los rescates hasta ahora anunciados. De hecho, el tramo largo de la curva, que debería de ser el más expuesto a dicho incremento de la oferta en la deuda de gobierno, fue el que se relajó en menor medida, provocando un incremento de la pendiente.
- En la zona euro, el movimiento de la curva estadounidense antes comentado, junto con el notable recorte de tipos que realizó el BoE (150 puntos básicos hasta el 3,0%) y los propios datos negativos de la economía, se dejaron sentir en el tramo largo de la curva con caídas en rentabilidad. El tramo corto, por su parte, estuvo algo más anclado después de que el BCE optase por reducir el tipo de intervención en 50 puntos, lo que es un recorte sensiblemente inferior al de su homólogo del Reino Unido. Así, el movimiento de la curva europea fue de aplanamiento.
- Volvemos a destacar una nueva relajación de la curva del interbancario en la zona euro y en EE.UU.. Así, parece que las TIREs del monetario siguen reaccionando de forma positiva al apoyo gubernamental a las entidades financieras y a las decisiones de los bancos centrales. En cualquier caso, dichos niveles en ningún caso suponen una normalización del mercado.
- Las perspectivas de fuerte debilidad en la actividad de las economías desarrolladas se dejaron notar en la evolución de las bolsas en la semana, donde el mercado más castigado fue el estadounidense ya que fue allí donde se conocieron los datos con un sesgo más negativo (ISM y tasa de paro antes comentados). De igual forma, esas perspectivas también se trasladaron a una minoración en las expectativas de demanda de crudo, lo cual produjo una nueva caída en la cotización de la materia prima.

POSICIONAMIENTO curva Euro con objetivo 3 meses

Escenarios

- Esc. A BCE 2.75% sesgo bajista (-0,25)
- Esc. B BCE 2.50% sesgo neutral (+0,00)
- Esc. C BCE 2.50% sesgo bajista (-0,25)
- Esc. D BCE 2.25% sesgo neutral (+0,00)

Escenarios de curva española a 3 meses

	2 AÑOS	5 AÑOS	10 AÑOS
HOY	2,97	3,43	4,24
Esc. A	3,08	3,65	4,45
Esc. B	3,00	3,52	4,40
Esc. C	2,85	3,34	4,33
Esc. D	2,70	3,28	4,25

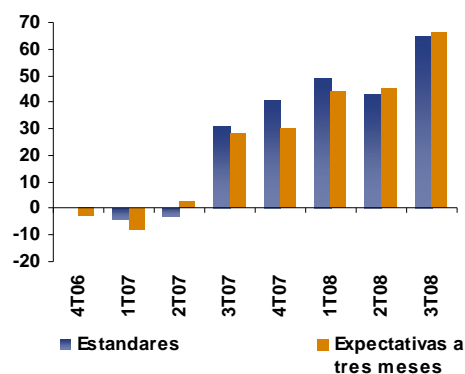
Rentabilidad anualizada esperada a 3 meses

	2 AÑOS	5 AÑOS	10 AÑOS
Esc. A	2,29	-0,10	-2,14
Esc. B	2,73	1,93	-0,66
Esc. C	3,56	-2,90	1,42
Esc. D	4,40	-1,96	3,82

Ratio Sharpe

	2 AÑOS	5 AÑOS	10 AÑOS
Esc. A	(-)	(-)	(-)
Esc. B	(-)	(-)	(-)
Esc. C	(-)	(-)	(-)
Esc. D	(-)	(-)	(-)

Gráfico: Evolución de los estándares de crédito en el trimestre y expectativas para los próximos tres meses



Posicionamiento del mercado: El BCE rebajó el tipo de intervención otros 50 puntos básicos, lo que supone un recorte de 100 en los últimos dos meses. Ello, junto con el mensaje de Trichet realizado el pasado jueves, hace que revisemos nuestros escenarios para los próximos tres meses. Así, creemos que la autoridad monetaria mantendrá su política y en el mes de enero situará el tipo de intervención en un 2,50% con un sesgo bajista (Esc C). En relación con este posicionamiento el mercado estaría sobrevendido en todos sus tramos.

Previsiones de desplazamiento de curva: Dos de los principales acontecimientos en la semana pasada fueron las decisiones de tipos que realizaron tanto el BCE como el BoE. En este sentido, ambas entidades mostraron su determinación a no escatimar recursos a la hora de hacer frente a la crisis financiera y sus implicaciones sobre el crecimiento. Así, el BCE recortó tipos en 50 puntos básicos con un mensaje que hace entrever nuevos recortes en el corto plazo, y el BoE fue más allá, con una minoración de 150 puntos básicos hasta el 3,0%. En condiciones normales, ambas decisiones deberían contribuir de manera activa a impulsar la economía a lo largo del 2009, si bien es cierto que las circunstancias especiales que vivimos en estos momentos, con la restricción del crédito a terceros por parte de las entidades financieras como máximo exponente, hacen que el periodo de tiempo que vaya a transcurrir hasta experimentar ese efecto positivo sobre la economía real se dilate y que la repercusión sobre la misma se minore de forma notable. Ello puede ser una de las razones por las que las autoridades monetarias están realizando recortes tan agresivos, tratando de compensar en la medida de lo posible esa restricción con descensos importantes en los tipos de interés. En la semana pasada se pudo observar una nueva muestra de dicha restricción con la publicación de la encuesta de crédito realizada por el BCE a las entidades europeas. En ella se pudo observar como los estándares en la concesión de préstamos se incrementaron de manera notable en el tercer trimestre del año y como las expectativas apuntaban a un movimiento similar en los próximos tres meses (ver gráfico adjunto). Ello no hace otra cosa que incrementar los riesgos a la baja para un crecimiento que ya de por sí ofrece signos de fuerte debilidad en estos momentos. Así, cuanto más se tarde en reconstruir la financiación a terceros, mayores y más duraderas serán las consecuencias bajistas para la economía. Y es que los recortes señalados pueden incidir de forma positiva en el servicio de la deuda de personas físicas y jurídicas, pero la consecución de nuevos proyectos empresariales seguirá viéndose paralizada y, por lo tanto, la posibilidad de creación de empleo se verá minorada de manera notable. De igual forma, se puede incidir en un círculo vicioso por el cual, la falta de financiación influya sobre la estabilidad de las empresas y un aumento de la morosidad, que a su vez impacte negativamente sobre los resultados de las entidades financieras, que se vean en la necesidad de continuar restringiendo el crédito a terceros.

Pese a ello, existen aspectos positivos en la dinámica de los mercados en las últimas semanas. Uno de los más relevantes está siendo la relajación en los niveles de rentabilidad de las curvas del interbancario. El apoyo mostrado por los gobiernos de sobre el sistema financiero, ayuda a que la operativa entre entidades empiece a ofrecer ciertos síntomas de recuperación, pese a lo cual todavía distaría mucho de estar en unos niveles compatibles con la normalización. Así, la capacidad de financiación de las entidades bancarias es un punto esencial en la estabilización del sistema financiero, reduce el riesgo sistémico y, por lo tanto, minora los niveles de volatilidad de los mercados. En cualquier caso, ello no será suficiente para poder restaurar el proceso de crédito a terceros en el corto plazo al que nos hemos referido anteriormente. Antes, las entidades deberán terminar con el proceso de desapalancamiento comentado varias veces en este semanal y depurar todos los excesos cometidos en los últimos años. Aquí encontraríamos otro de los objetivos que creemos persiguen los bancos centrales con recortes de tipos tan agresivos en los últimos meses. La intención no sería otra que abaratar en la medida de lo posible el coste de financiación de las entidades en un intento de que dicho proceso de desapalancamiento se pueda producir en menor tiempo posible y la normalización del canal de transmisión de política monetaria pueda verse nuevamente restablecido.

Estrategia: En el corto plazo, en la medida que los mercados sigan dando muestras de normalización, podríamos ver cierto tensionamiento de las rentabilidades, si bien, en el medio plazo, el sesgo bajista de los bancos centrales y las perspectivas de fuerte debilidad del crecimiento, deberían presionar a la baja las TIREs, principalmente del tramo corto, que están más sujetas a las decisiones de política monetaria. Por su parte, las previsiones de salida de papel por parte de los gobiernos que financien los rescates a las entidades bancarias, deberían ayudar a aumentar la presión alcista sobre las rentabilidades del tramo largo. De igual forma, seguimos apostando por un aumento del diferencial de rentabilidades entre España y Alemania, por la peor evolución relativa de la primera economía respecto a la segunda. El dato de paro español conocido la semana pasada (destrucción de 192.700 puestos de trabajo en octubre), sólo es una muestra más de las perspectivas macroeconómicas que se manejan para la economía

POSICIONAMIENTO curva Euro a cinco días

Recomendaciones: Esta semana conoceremos algunas referencias macroeconómicas importantes. En términos generales sería de esperar sesgos negativos (sobre todo en términos de PIB de la zona euro del tercer trimestre y de ventas al por menor estadounidenses de octubre, ambos el viernes). Ello podría incidir en presión a la baja para las TIREs.

BONOS DE GOBIERNO ZONA EURO

PAÍS	CP	VCTO	MID	Liqu	V	Caro	OK	Barato	C	PAÍS	CP	VCTO	MID	Liqu	V	Caro	OK	Barato	C
GE	3,75	01/09	2,25	144,00					90,9	GE	4,25	01/14	3,05	0,20					
FR	3,5	01/09	2,53	29,30					46,9	FR	4	04/14	3,37	0,80					
NE	2,75	01/09	2,82	10,20					93,4	AS	4,3	07/14	3,74	7,80					18,6
SP	3,6	01/09	2,80	8,80					67,3	NE	3,75	07/14	3,37	2,10					
IT	3	02/09	2,91	31,70					37,5	IT	4,25	08/14	3,98	1,60					14,1
BE	3,75	03/09	2,78	5,30					51,0	BE	4,25	09/14	3,85	1,60					13,2
AS	4	07/09	2,40	9,00					34,8	SP	4,4	01/15	3,71	1,10					
GE	5,375	01/10	2,30	0,90					11,9	IT	4,25	02/15	4,06	1,80					12,6
FR	3	01/10	2,65	4,40					28,2	FR	3,5	04/15	3,54	0,70					
AS	5,5	01/10	2,71	5,10					32,5	AS	3,5	07/15	3,90	2,10					20,7
IT	3	01/10	2,98	6,20					24,8	NE	3,25	07/15	3,61	1,70					
NE	3	01/10	2,67	3,50					35,5	BE	3,75	09/15	3,98	2,10					12,6
SP	4	01/10	2,87	5,00					29,1	GE	3,5	01/16	3,48	0,40					7,5
BE	3	03/10	2,75	3,80					22,1	SP	3,15	01/16	3,86	1,20					
SP	3,25	07/10	2,99	3,70					26,7	FR	3,25	04/16	3,73	0,70					6,7
BE	5,75	09/10	3,05	3,20					26,3	IT	3,75	08/16	4,30	1,60					
AS	5,25	01/11	2,98	11,30					24,1	AS	4	09/16	4,11	6,60					25,5
GE	5,25	01/11	2,48	0,50						BE	3,25	09/16	4,17	1,90					17,2
FR	3	01/11	2,85	2,40					16,8	GE	3,75	01/17	3,66	0,50					12,4
IT	3,5	03/11	3,45	3,70					22,0	SP	5,5	07/17	4,13	1,10					
NE	5	07/11	2,98	3,80					15,8	IR	4,5	04/20	4,74	0,50					23,6
SP	5,4	07/11	3,32	3,80					19,0	FR	3,75	04/21	4,26	0,50					10,6
BE	5	09/11	3,41	1,80					26,7	IT	3,75	08/21	4,74	1,50					
FR	5	10/11	2,97	1,80					11,6	AS	3,5	09/21	4,44	3,20					19,1
GE	5	01/12	2,77	0,30						NE	5,5	01/28	4,62	0,90					15,0
IT	5	02/12	3,71	2,60					16,2	BE	5,5	03/28	4,81	0,60					17,8
AS	5	07/12	3,36	1,10					21,1	GE	4,75	07/28	4,45	0,50					9,5
NE	5	07/12	3,12	2,80						SP	5,75	07/32	4,89	0,60					16,1
SP	5	07/12	3,39	2,90						FR	5,75	10/32	4,61	0,20					13,7
BE	5	09/12	3,49	2,20					15,6	IT	5,75	02/33	5,17	0,90					17,1
FR	4,75	10/12	3,14	1,30						GE	4,75	07/34	4,36	0,40					6,3
GE	4,5	01/13	2,97	0,30						IT	5	08/34	5,08	0,90					12,5
IT	4,75	02/13	3,83	1,80					15,7	GE	4	01/37	4,25	0,30					
IR	5	04/13	3,80	1,70					26,7	SP	4,2	01/37	4,78	0,70					9,5
NE	4,25	07/13	3,20	2,70						IT	4	02/37	5,01	1,00					
SP	4,2	07/13	3,46	1,20						FR	4	04/55	4,38	0,20					
BE	4,25	09/13	3,64	1,80					12,1										
AS	3,8	10/13	3,59	6,50					23,1										

ESTIMACIONES DE FLUJOS GOBIERNOS UME

EMISIONES			
Fecha	País	Plazo	Emisión
11-nov-08	Holanda	3 años	4.500
12-nov-08	Alemania	10 años	7.000
12-nov-08	España	2 años	1.000
12-nov-08	Portugal	5 años	1.000
13-nov-08	Italia	5 años	2.000
13-nov-08	Italia	30 años	2.000
TOTAL (Millones euros)			17.500
TOTAL EMISIONES NETAS (Millones de euros)			17.500

PAGO DE VENCIMIENTOS Y CUPONES			
Cupon	Principal	Total	
0	0	0	
TOTAL (Millones euros)			0

RENTA FIJA PRIVADA. EVOLUCIÓN RECIENTE

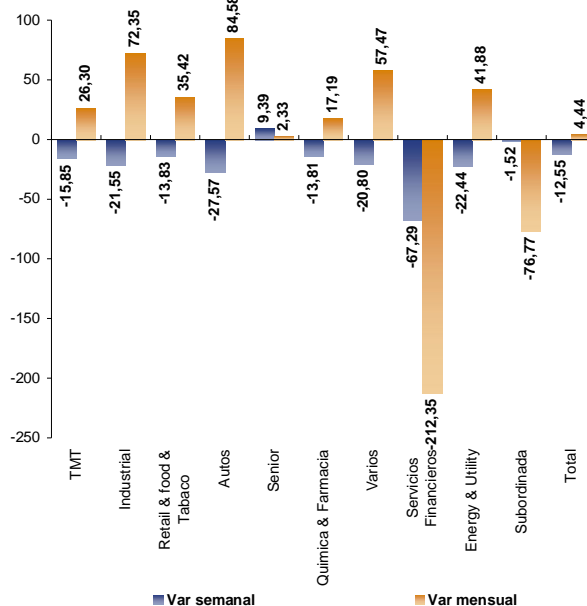
Evolución global

Total Última Semana

Mejor evolución			Peor evolución		
Emisor	Último	Cambio	Ticker	Último	Cambio
CIT Group Inc	1586,8	-490,8	AIG	2924,0	425,1
Gazprom OAO	829,2	-347,1	Old Mutual PLC	593,1	49,8
SLM Corp	964,8	-140,2	Arcelor	693,4	35,2
Hutchison Wh.	318,6	-131,8	Continental AG	527,1	28,1
Korea Dev Bank	389,4	-90,6	(S)Aegon NV	319,2	20,3
Lafarge SA	494,1	-85,7	Aegon NV	295,3	19,5
Renault SA	316,3	-71,8	(S)B. Hypo V.	151,3	19,0
MetLife Inc	425,9	-61,4	(S)RBS	152,1	15,7
Anglo American	468,3	-60,2	(S)Barclays	159,5	15,4
Holcim Ltd	359,0	-57,6	Bank of Scotland	111,7	15,0

Total Último Mes

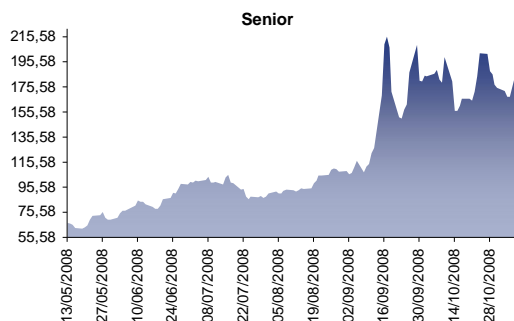
Mejor evolución			Peor evolución		
Emisor	Último	Cambio	Ticker	Último	Cambio
Morgan Stanley	411,3	-790,3	AIG	2924,0	1221,8
SLM Corp	964,8	-627,2	Arcelor	693,4	309,7
CIT Group Inc	1586,8	-391,6	Gazprom OAO	829,2	300,6
(S)Macquarie	675,8	-372,4	Anglo American	468,3	293,4
MetLife Inc	425,9	-304,4	Old Mutual PLC	593,1	270,8
(S)RBS	152,1	-244,2	Gecina SA	838,2	267,7
(S)Aegon NV	319,2	-214,0	PPR	535,8	233,7
(S)JUBS AG	166,5	-203,8	Porsche AG	461,0	186,6
Citigroup Inc	198,0	-164,3	Repsol YPF SA	284,2	183,1
Bank of Scotland	111,7	-149,8	Volvo AB	336,0	169,3



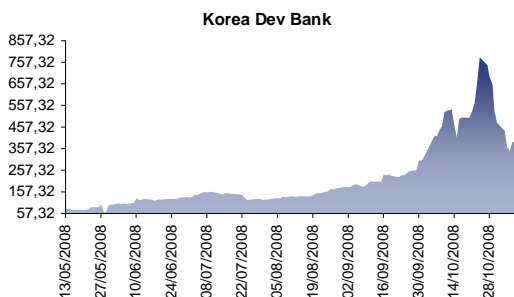
En el cómputo general de la semana se pudieron observar reducciones de spreads más o menos generales. Ello se produjo a pesar de que las referencias macroeconómicas que se conocieron dieron fuertes señales de recesión en EE.UU. y el sesgo de los europeos no ofrecía señales mucho más positivas. Pese a ello, el continuo apoyo de los gobiernos al sistema financiero y la posibilidad de que más dinero pueda ser dirigido a estímulos fiscales, pudieron ayudar al movimiento de los diferenciales antes señalado, el cual se puede observar en el gráfico de arriba.

En este contexto, destacó el comportamiento del sector de deuda senior el cual experimentó una leve ampliación. Ello sorprende teniendo en cuenta que existe una muy elevada correlación entre este índice y el de servicios financieros, el cual nuevamente reflejó el mejor comportamiento sectorial en la semana. Atendiendo a la descomposición del sector de deuda senior observamos, que una parte muy importante de la ampliación se debió a uno de sus componentes, concretamente AIG. La aseguradora estadounidense, ha estado señalada en las últimas semanas por la posibilidad de necesitar una mayor cantidad de dinero para poder continuar con sus actividades después de que en el mes de septiembre, el Tesoro estadounidense le ofreciese un préstamo por 85.000 millones de dólares. De hecho, a finales de la semana pasada, se llegó a conocer información que apuntaba a una posible renegociación de la empresa con el Tesoro en lo que a las condiciones del préstamo se refiere y a una posible mayor captación de capital. En el día de hoy se ha hecho oficial dicho acuerdo por el cual el Tesoro comprará 40.000 millones de dólares en acciones preferentes de la entidad y reducirá el importe del préstamo otorgado en septiembre de 85.000 millones a 60.000 siendo referenciado a un tipo de interés más bajo (Libor a tres meses más 300 puntos básicos cuando anteriormente era un 8,5%), lo cual reduce ostensiblemente el servicio de la deuda derivado de ese préstamo. De igual forma, la Fed otorgaría dos nuevas facilidades de crédito destinadas a la compra de MBS y CDO (de 22.500 y 30.000 millones de dólares respectivamente). Todo ello debería ser bien recogido por los spreads de la compañía por lo menos en el medio plazo.

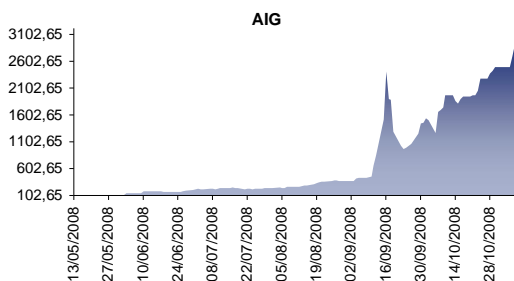
Sector Senior



Mejor evolución de la semana



Peor evolución de la semana



Mejor evolución del sector

	Emisor	Último	Var	Emisor	Último	Var
Semana	Korea Dev Bank	389,4	-90,6	AIG	2924,0	425,1
	MetLife Inc	425,9	-61,4	Old Mutual PLC	593,1	49,8
	BAWAG	217,2	-32,5	Aegon NV	295,3	19,5
	Deutsche Bank AG	110,2	-15,8	Bank of Scotland	111,7	15,0
	Nat.Australia B.	108,0	-14,6	Bank of Ireland	151,1	12,8
	Sumitomo Mitsui	105,3	-12,1	Allied Irish B.	134,3	9,4
Mes	MetLife Inc	425,9	-304,4	AIG	2924,0	1221,8
	Bank of Scotland	111,7	-149,8	Old Mutual PLC	593,1	270,8
	Wachovia Corp	125,9	-118,3	BAWAG	217,2	43,7
	Aegon NV	295,3	-115,0	Generali	102,5	22,2
	RBS	112,2	-98,3	HanRue	85,0	19,2
	Wells Fargo & Co	94,7	-75,3	MunRe	73,9	18,6

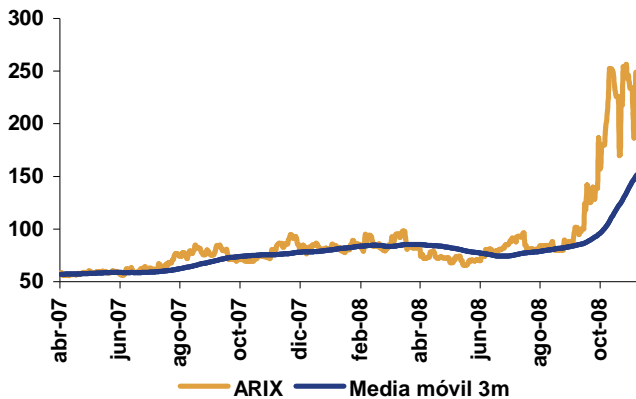
RENDA FIJA PRIVADA. RATINGS

RATINGS	S&P		Moody's		Fitch	
	Calificación	Panorama	Calificación	Panorama	Calificación	Panorama
CajaMarid	A- (oct 08)	Negativo (oct 08)	Aa3 (Aa1) ↓	Estable	AA- (abr 03)	Negativo (jul 08)
Kommunikredit Austria			Aa3 (oct 08)	Rev. Negativa (Estable) ↓	A+ (oct 08)	Revisión positiva (En revisión) ↑
Banco Guipuzcoano			Baa1 (A2) ↓	Negativo	A (jun 07)	Estable (jun 07)
Banco de Valencia			A3 (A2) ↓	Negativo	A- (ago 08)	Estable (ago 08)
British Telecom	BBB+ (jul 06)	Negativo (oct 08)	Baa1 (may 01)	Negativo (Estable) ↓	BBB+ (jul 06)	Estable (jul 06)
SLM	BBB- (feb 08)	Estable (mar 08)	Baa2 (mar 08)	Negativo (Rev. Negativa) ↑	BBB (jul 07)	Estable (mar 08)
Nomura	A- (jul 06)	Negativo (oct 08)	A3 (nov 05)	Estable (abr 08)	BBB+ (abr 06)	Negativo (Estable) ↓
Anglo Irish Bank	A- (A) ↓	Rev. Negativa	A1 (abr 07)	Rev. Negativa (oct 08)	A+ (sep 06)	Estable (sep 08)
Irish Life	A- (A) ↓	Rev. Negativa	Aa3 (abr 07)	Negativo (jul 08)		
Allied Irish Bank	A+ (may 05)	Negativo (Estable) ↓	Aa2 (abr 07)	Estable (nov 02)	AA- (nov 95)	Negativo (jul 08)
BMW	A (A+) ↓	Estable	A2 (A1) ↓	Negativo		
Ambac Assurance	AA (jun 08)	Negativo (ago 08)	Baa1 (Aa3) ↓	En revisión		
Mark & Spencer	BBB+ (jul 04)	Negativo (jul 08)	Baa2 (jul 04)	Negativo (Rev. Negativa) ↑		
Caja Tarragona			Baa1 (ago 08)	Negativo (ago 08)	BBB+ (A-) ↓	Negativo
Caja Circulo de Burgos					BBB+ (A-) ↓	Estable
Caja Terrasa			A3 (ago 08)	Estable (ago 08)	A- (dic 99)	Negativo (Estable) ↓
Azko Nobel	A- (jun 00)	Negativo (ago 08)	A3 (mar 03)	Negativo (dic 07)	BBB+ (A-) ↓	Estable
Continental	BBB- (sep 08)	Estable (sep 08)	Baa3 (Baa2) ↓	Rev. Negativa	BBB- (sep 08)	Estable (sep 08)
Danone	A- (jul 07)	Estable (jul 07)	A3 (nov 07)	Negativo (Estable) ↓		

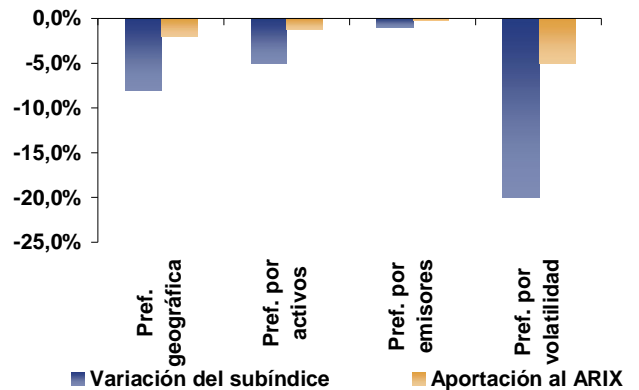
Entre paréntesis se muestra el dato antes del cambio de esta semana o la fecha del último cambio.
Sombreada la agencia que modifica la calificación

DEMANDA DE RIESGO EN EL MERCADO

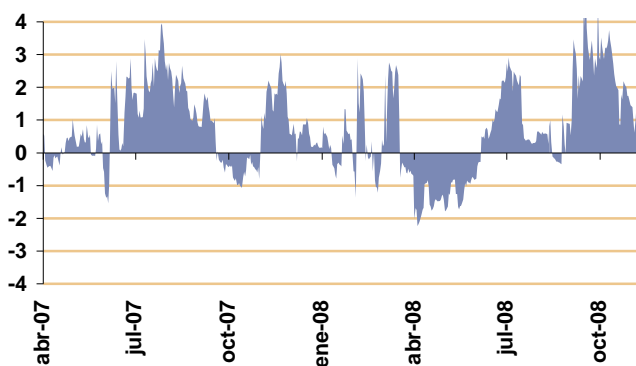
Evolución del ARIX



Componentes del ARIX en la semana



Evolución del Z-Score del ARIX



*El índice se ha construido, combinando las dos técnicas más habituales en este tipo de herramientas: los diferenciales de rentabilidad entre distintos activos y las correlaciones de volatilidad producto del modelo CAPM. Este proceso produce varios subíndices (preferencias geográficas, de activos, de emisores y de volatilidad), que se combinan para obtener el ARIX.

El ARIX experimentó una leve moderación en la semana, pese a lo cual el Z-score del índice todavía se situaría en terreno positivo. Ello quiere decir, que el nivel de aversión al riesgo a cierre de viernes estaría por encima de lo promediado en los últimos 30 días.

En la descomposición se pudo observar cómo la caída de la volatilidad de los mercados ayudó de a este resultado, al igual que la preferencia geográfica. Este último estuvo muy condicionado por la fuerte subida del índice Merval, mientras que el comportamiento relativo de las bolsas de mercados desarrollados fue más negativo.

ANALISIS TECNICO

BUND

El valor parece haber roto el nivel en 117,26, lo que supondría el 61,8% del retroceso dibujado desde los máximos de septiembre del 2005 hasta los mínimos de junio del 2007. Pese a todo, y debido a la importancia de la referencia, preferimos esperar un poco más de tiempo para confirmar dicha ruptura. De confirmarse, las probabilidades de alcanzar nuevamente los máximos antes comentados aumentarían de manera notable, aunque todavía tendría resistencias de importancia en medias. La primera de ellas el 118,24.



Resistencias: 118.24 / 119.15 / 120.56
Soportes: 117.26 / 116.30 / 115.75

TIR 10 años EE.UU.

El valor se encuentra en un punto importante ya que si logra superar al alza el nivel en 3,76%, además de romper el 23,6% del retroceso dibujado también supondría terminar con la tendencia bajista que aparecer en el dibujo. Si ello se produce, el primer punto de referencia sería el 4,06% (38,2% del mismo retroceso antes comentado), nivel que tiene un importancia también elevada.



Resistencias: 3,76% / 4,06% / 4,30%
Soportes: 3,60% / 3,41% / 3,28%

Yen / Euro

El valor se encuentra en caída libre y ha llegado a testar el soporte en 120,19. Este nivel supondría el 61,8% del retroceso dibujado y su ruptura implicaría riesgos de que en el medio plazo pueda alcanzar el origen del movimiento (89,56). Pese a ello todavía encontraríamos algunos soportes antes del alcanzar dicho mínimo.



Resistencias: 125,47 / 129,66 / 139,12
Soportes: 120,19 / 113,96 / 108,20

CUADRO DE PREVISIONES EE.UU. Y ZONA EURO

Escenario base Inverseguros 2008

Jun 08

Inverseguros Consenso

EE.UU.	PIB	1.50	1.40
	IPC	3.80	3.80
	Paro	5.40	5.30
	Tipo Fed	2.00	2.00
	2y	2.60	2.52
	10y	4.10	4.04
	P2-10	1.50	1.52
Zona Euro	PIB	1.60	1.70
	IPC	3.00	3.10
	Paro	7.20	7.20
	Tipo BCE	4.25	4.25
	2y	4.20	4.27
	10y	4.45	4.29
	P2-10	0.25	0.02