

INFORME DE MERCADOS

Febrero 2012



BANIF
BANCA PRIVADA

SUMARIO

Aunque en la primera mitad del año el crecimiento económico se resentirá, las sorpresas positivas siguen predominando en la parcela macro

Los bancos centrales, de manera más generalizada, continúan configurando un entorno de liquidez más generoso que históricamente ha sido propicio para los activos de riesgo

El banderín para incrementar de manera más sostenida el peso del activo renta variable en las carteras deben levantarlos las instituciones europeas, tapando las grietas de incertidumbre que todavía están abiertas

El presente informe ha sido preparado por Banco Baniif, S.A. y se facilita sólo a efectos informativos. Bajo ninguna circunstancia deberá usarse ni considerarse como una oferta de venta ni como una petición de una oferta de compra. Cualquier decisión de compra, por parte del receptor, debería adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre ese valor; y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en el organismo supervisor correspondiente, disponible tanto en dicho organismo (Comisión Nacional del Mercado de Valores en España), como a través de las entidades emisoras.

Queda prohibida la distribución del presente informe en los Estados Unidos, el Reino Unido, Japón y Canadá.

La información que incluye el presente informe se ha obtenido en fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye el presente informe no sea ni incierta ni equivoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Todas las opiniones y los estimaciones que figuran en el presente informe constituyen nuestra opinión en la fecha del mismo y pueden ser modificados sin previo aviso. Banco Baniif, S.A. y cualquiera de sus responsables y / o consejeros podrán en cada momento tener una posición o estar directa o indirectamente interesados en valores, opciones, derechos o warrants de las compañías aquí mencionadas.

Banco Baniif, S.A., o las filiales del Grupo Santander Central Hispano podrán en cada momento prestar servicios de banca de inversiones o de otro tipo, o solicitar operaciones de banca de inversiones o de otro tipo a cualquier compañía citada en el presente informe. Ni Banco Baniif, S.A., ni las sociedades filiales del Grupo Santander Central Hispano ni ninguna otra persona aceptan ningún tipo de responsabilidad por pérdidas directas o emergentes que se deban al uso del presente informe o del contenido del mismo. El presente informe no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por ningún receptor del mismo con ningún fin.

© BANCO BANIFF, S.A. 2005. Reservados todos los derechos



Índice

- 2** Visión Global
- 4** Contexto macroeconómico
- 15** Carteras recomendadas
- 21** Gestión de carteras
- 27** MFS emerging markets debt
- 30** Análisis técnico

Visión global

Es obligatorio que las autoridades europeas cojan el testigo de los bancos centrales para dotar de consistencia al tono positivo del mercado en el inicio del año

“La liquidez, principal bálsamo para el mercado”. Con esta frase podría sintetizarse el primer mes del ejercicio. Y es que esta variable, especialmente vía Banco Central Europeo (el tamaño de su balance ha pasado en el último año de 2,0 billones de euros a 2,7), ha sido determinante para favorecer, por un lado, la reducción de la prima de riesgo implícita en los diferenciales soberanos, y por otro, la disminución de la carga de riesgo sistémico en la cotización del sector bancario.

Lo relevante es que el impulso de un entorno de liquidez más favorable no es patrimonio exclusivo de la autoridad monetaria europea. El último giro de tuerca en este sentido lo dio la Reserva Federal en su última reunión, aplazando hasta finales de 2014 la fecha que considera más probable para acometer el inicio del ciclo alcista en tipos de interés, lo que garantizaría un período todavía prolongado de condiciones monetarias históricamente laxas en EEUU.

Asimismo, no queremos dejar de lado que la moderación del mensaje de política monetaria en las economías emergentes empieza a calar (China, Brasil y Rusia como exponentes recientes). En conclusión, entorno financiero, por el lado de los tipos de interés, más expansivo, que históricamente ha otorgado soporte a los activos de riesgo.

Ahora es el turno de que las instituciones europeas cojan el testigo de los bancos centrales. Su grado de determinación condicionará el tono del mercado a corto plazo. La conclusión del Consejo Europeo celebrado a finales de enero es que el alcance de los acuerdos logrados vuelve a arrojar lagunas y cierta indefinición, y que no servirían por sí mismos para cerrar con mayor consistencia las brechas de volatilidad en el mercado europeo a más corto plazo.

Entre los puntos positivos, nos quedamos con los plazos barajados –mes de marzo- para la firma e implementación del Tratado de Estabilidad Fiscal, y que el propio Reino Unido renuncie a su bloqueo. Y sobre todo, que, en los dos últimos meses, exactamente desde la cumbre europea celebrada a comienzos de diciembre, la percepción de fragmentación/segmentación de la zona Euro se ha reducido de manera sensible.

Visión global

Entre los aspectos menos favorables: (i) la indefinición respecto a la ampliación de las dotaciones al mecanismo permanente de estabilidad financiera (ESM) para que se configure como un “cortafuegos” más potente, (ii) la ausencia de una declaración oficial respecto a la relajación de las exigencias sobre reducción del déficit a algunos países para no estrangular crecimiento, ó (iii) la falta de concreción en las medidas propuestas para fomentar el crecimiento.

Pensamos que la clave para asistir a una relajación más consistente en las primas de riesgo volverá a residir en un horizonte cercano en la “mesa” de negociaciones europea, y en concreto, en la voluntad de Alemania de ampliar la capacidad de préstamo efectiva del mecanismo de estabilidad, como paso previo al aumento de recursos del Fondo Monetario Internacional y a la entrada de inversores no europeos en este mecanismo.

Mientras tanto, y a la espera del acuerdo para el canje de deuda en Grecia, el factor institucional podría seguir introduciendo presión en las variables financieras menos beneficiadas del entorno de liquidez, lo que sigue demandando una aproximación prudente a los activos de riesgo europeos.

También es de suma importancia que la situación soberana en Europa siga reconduciéndose de manera paulatina para que el escenario que estarían esbozando las sorpresas positivas que han predominado en la vertiente macro en este inicio del ejercicio no caiga en saco roto, y que se sintetizaría *grosso modo* en que: (i) el fantasma recesivo se iría alejando de EEUU, (ii) las economías emergentes se encaminarían hacia una dinámica de moderación ordenada, con un crecimiento más sano y equilibrado, y (iii) la zona Euro ingresaría en recesión, pero no excesivamente profunda gracias al contrapeso de Alemania. Y es que estos mimbres serían más que suficientes para que el crecimiento del PIB mundial este año no se alejara de su nivel tendencial, nivel que en la mayor parte de las ocasiones ha nutrido una dinámica favorable del mercado.

Contexto Macroeconómico

EEUU

Dentro de las referencias macro estadounidenses, siguieron abundando las sorpresas positivas en enero, lo que permite alejar el escenario recesivo de esta economía, que el mercado llegó a poner en precio el pasado otoño.

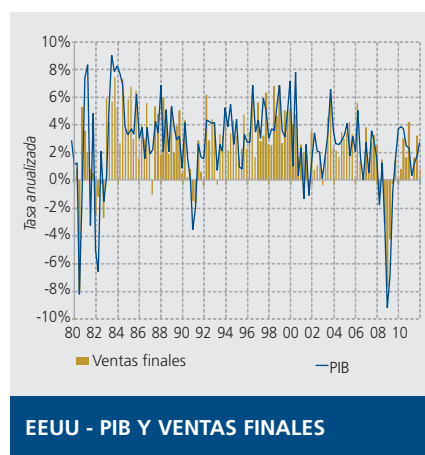
Señales recientes más favorables que no impiden a la Fed acentuar el sesgo acomodaticio de su política monetaria

La primera publicación del crecimiento del PIB en 4T11 arrojó un avance próximo a las previsiones del consenso: +2,8% en tasa trimestral anualizada. Los pilares del mismo residieron en la parcela del consumo privado (+2,0% T.A.) y de los inventarios (aportaron casi 2 puntos porcentuales al avance anualizado del PIB). De esta forma, la economía norteamericana cerró el año 2011 con un crecimiento del 1,7%, tras avanzar un 3,0% el año anterior.

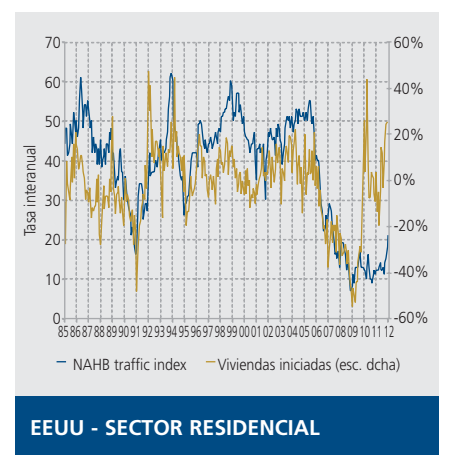
Mirando al 1T12, esperamos una desaceleración de la actividad debido a los siguientes factores: (i) deterioro del ciclo a escala global, (ii) dilución de la aportación de los inventarios al crecimiento, y (iii) factores de presión sobre el consumo privado, teniendo en cuenta que su repunte en los últimos meses se ha nutrido más del descenso en la tasa de ahorro que de avances en la renta real disponible. Por esta última circunstancia, y de cara al conjunto del año, sería muy positivo que se renovaran, a partir de finales de febrero (fecha hasta la que permanecerán vigentes después de la renovación que acordó el Congreso de EEUU a finales del año pasado), las exenciones del 2% en el impuesto sobre el trabajo y la extensión de los subsidios a los desempleados de larga duración -que en 2011 aumentaron la renta disponible familiar en unos 160.000 millones de dólares-.

Buen sabor de boca dejó especialmente la principal encuesta de confianza del sector residencial (NAHB), que en enero encadenó el cuarto mes consecutivo de subida, alcanzando niveles máximos desde junio de 2007. La recuperación de todos los componentes del índice en un contexto de caídas en los tipos de interés hipotecarios y ligera mejora de los indicadores de sentimiento, actividad y empleo, podría estar adelantando un buen comportamiento en el segmento inmobiliario de cara a los próximos meses, aspecto que consideramos de elevada trascendencia, probablemente el más importante (por la influencia notable que tendría en el mercado laboral) para dotar de verdadera solidez a la recuperación cíclica estadounidense.

A pesar de estas señales contemporáneas algo más benignas, la orientación que dio la Reserva Federal en materia de tipos de interés en el primer Comité de Mercado Abierto del año retrasa el momento probable de la próxima subida de tipos hasta finales de 2014 frente al *guidance* anterior que la situaba a mediados de 2013. Este aplazamiento fue más allá



Fuente: Thomson Reuters Datastream



Fuente: Thomson Reuters Datastream

Contexto Macroeconómico

de lo que esperaba el mercado de la reunión, por lo que representa una relajación efectiva de la política monetaria. En términos de expansión cuantitativa, no esperamos ver un programa adicional (un QE3) este año. Pensamos que retrasar el calendario probable de la primera subida de tipos supone un sustitutivo efectivo de una nueva dosis de medicina cuantitativa, puesto que debería consolidar el anclaje en la curva dólar, dando así continuidad al soporte para el mercado residencial. Muy positivos nos parecen también los nuevos pasos hacia la gestión más transparente de la política monetaria dados por la Fed. El objetivo es facilitar el ajuste de expectativas de los agentes económicos (hogares, entidades financieras y no financieras) ante cambios en el mensaje de política monetaria, lo que propiciaría una consiguiente reducción de la volatilidad en mercado.

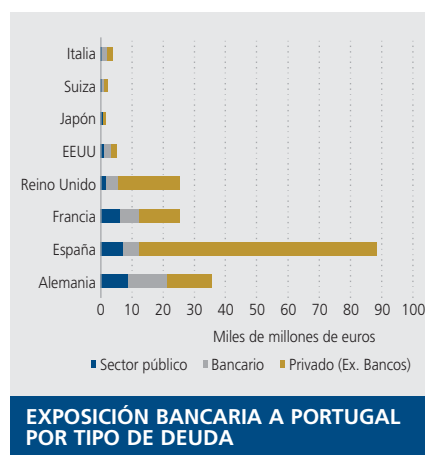
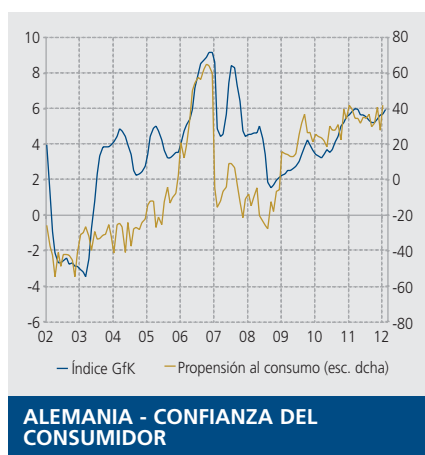
Zona Euro

Aunque el desarrollo de la agenda institucional sigue centrando el foco del mercado en la Unión Económica y Monetaria, no conviene perder de vista la vertiente puramente macro. Las señales tentativas de estabilización de la actividad en niveles bajos que señalaba el BCE en su último boletín mensual estarían confirmándose con los indicadores adelantados contemporáneos, apuntando a que la probable recesión técnica en el conjunto de la región no sería de una severidad excesiva.

Alemania y Portugal: dos caras de una misma moneda

Las mejores noticias están viniendo de Alemania: el mercado laboral continúa boyante y el crecimiento de las exportaciones sigue gozando de solidez (+7% intermensual en noviembre). En el plano cualitativo, el índice IFO de confianza empresarial repuntó en enero por tercer mes consecutivo, mejorando de forma sensible el componente de expectativas. Estos registros, junto con los índices PMI, apuntan a que en el caso de la economía teutona, la contracción de actividad podría ceñirse al 4T11. Por tanto, se podría materializar el escenario en el que Alemania evitara la entrada en recesión técnica (dos meses consecutivos de contracción del PIB), situación que contrasta con claridad con las expectativas para el resto de sus socios europeos, en particular los periféricos.

Dentro del segmento periférico, Portugal vuelve a ser objeto de debate. Y es que existen serias dudas acerca de la capacidad de la economía lusa para estabilizar, en los próximos años, su ratio de deuda pública sobre PIB. A la hora de analizar la capacidad de un soberano para estabilizar su deuda (en % del PIB), hay que tener en cuenta tres variables: coste de financiación, capacidad para generar superávit primarios, y crecimiento del PIB. La deriva al alza en la primera variable durante los primeros meses de 2011 fue uno de



Contexto Macroeconómico

los detonantes clave de la activación de la línea de asistencia financiera a Portugal, que ha facilitado, desde entonces, el *roll over* de vencimientos con un coste muy inferior (menos del 5%) al que resultaría de obtener fondos en el mercado. Las dudas estriban en la capacidad del Tesoro para financiarse a costes relativamente reducidos cuando finalice el apoyo institucional.

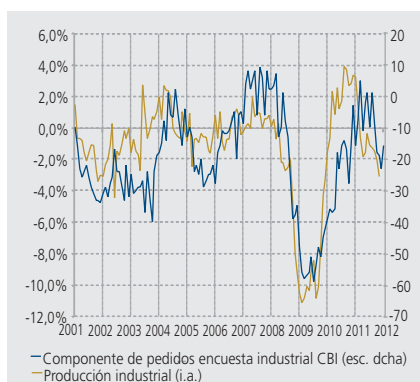
Y es que, a partir de 2013, y hasta junio de 2014, el Gobierno tendrá que refinanciar casi 30 mil millones de euros acudiendo a mercado (un 20% del PIB), algo más de la mitad en plazos superiores al año. Con una curva de tipos que cotiza por encima del 10% a todos los plazos, resulta complicado, en el momento actual, asumir estabilidad en la carga financiera de la deuda (próxima al 5% del PIB) a partir del próximo año. La evolución más probable para el resto de variables clave de la ecuación de sostenibilidad tampoco facilita una contención de la ratio. Asumiendo que la carga financiera del Gobierno se mantiene en el 5% del PIB, Portugal necesitaría, a partir de 2013, tasas de crecimiento nominal del PIB del orden del 3% y superávit primarios del 2% para estabilizar su ratio de deuda, que tocaría un techo en 2013 en el 115%. Un escenario poco probable y que deja a la negociación de nuevas líneas de asistencia financiera como alternativa más probable a corto plazo.

Reino Unido

En la parcela del consumo se concentran las principales preocupaciones del Banco de Inglaterra

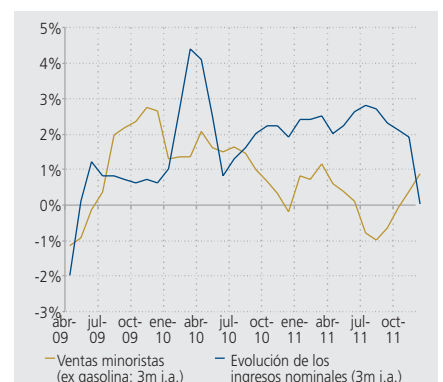
Los registros preliminares del PIB del 4T11 revelaron una contracción de la actividad algo mayor de lo esperado por el consenso (-0,2% intertrimestral frente al -0,1% previsto). El flanco más débil se localizó en la contribución del sector industrial y de la construcción, rúbricas muy volátiles que podrían darse la vuelta a lo largo del 1T12. Además, los indicadores adelantados de confianza comienzan a apuntar a que se habrían dejado atrás los peores registros de actividad. En este sentido, la última encuesta de confianza del sector industrial (CBI) arrojó signos de mejora significativa respecto a meses anteriores (aunque la mayoría de los componentes permanecen todavía en niveles inferiores a la media histórica) y el índice de confianza del consumidor (GfK) de enero repuntó hasta niveles máximos desde hace seis meses.

Así, aunque no podemos descartar del todo que la economía del Reino Unido entre en recesión, sí que parece cada vez más claro que, de hacerlo, se enfrentaría a una de perfil suave. Uno de los principales factores de preocupación es la evolución del mercado laboral, cuyos últimos registros arrojaron una tasa de desempleo del 8,4%, la cota más



REINO UNIDO - SECTOR INDUSTRIAL

Fuente: Thomson Reuters Datastream



REINO UNIDO - VENTAS MINORISTAS vs INGRESOS

Fuente: Thomson Reuters Datastream

Contexto Macroeconómico

elevada desde 1995. Además, las mayores tensiones del mercado laboral se concentran en el segmento más joven de la población activa (entre 16 y 24 años), donde el desempleo se sitúa en cotas superiores al 23%. En este contexto de deterioro de las condiciones del mercado laboral, los ingresos nominales de las familias continúan creciendo a ritmos muy moderados (cercaos al 2%). La situación es más "sangrante" si medimos la evolución de los ingresos reales, que acumulan un descenso constante desde los primeros meses de 2010, a ritmo cercanos al 3% en media móvil anualizada 3 meses. Por tanto, hasta que no revierta la dinámica de deterioro del mercado laboral, pocos apoyos podemos esperar por el lado del consumo.

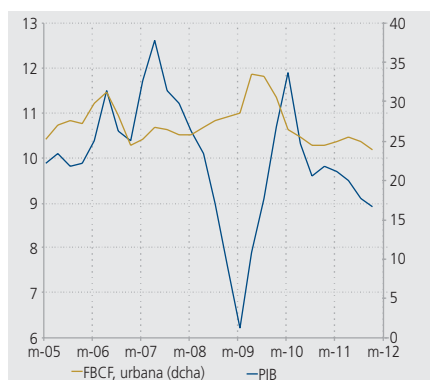
Esta dinámica del consumo se ve exacerbada por la evolución del crédito. Así, los últimos registros publicados por el Banco de Inglaterra parecen indicar que el crédito al consumo descendió en el mes de diciembre en 400.000 millones de libras, la mayor caída mensual desde que comenzó la serie en 1993. En este sentido, la oferta monetaria (M4) continúa su deterioro, desacelerándose hasta niveles del 2,5% interanual en diciembre.

De esta forma, no podemos descartar una nueva ronda de expansión cuantitativa por parte de la autoridad monetaria en los próximos meses, que vendría a ampliar los 275.000 millones de libras del programa actual. La utilización de este tipo de estrategia monetaria podría estar más justificada en el contexto actual que hace unos meses, dado que los registros de inflación se han moderado desde los máximos alcanzados a en septiembre de 2011 (5,2% i.a.), para situarse en cotas del 4,2% i.a. en diciembre. Y es probable que las presiones inflacionarias continúen disminuyendo a lo largo de 2012, hasta alcanzar niveles cercanos al objetivo del Banco de Inglaterra (2%). En cualquier caso, las últimas actas del Comité de Política Monetaria revelan que sus miembros permanecen todavía divididos respecto a la opción de implementar estímulos adicionales, aunque lo más probable es que introduzcan algún tipo de medida a lo largo del primer trimestre.

Economías Emergentes

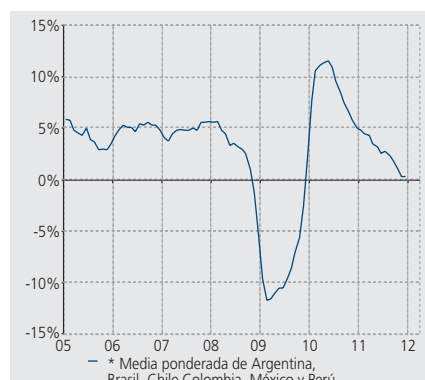
Los bancos centrales afinan su política monetaria para que se consolide el patrón de moderación suave y ordenada

En los países emergentes, la desaceleración está llegando a las economías con mejores fundamentos, pero sin salirse, en la mayor parte de los casos, de un patrón de moderación ordenada tendente a un crecimiento de mayor calidad dentro de un modelo más equilibrado.



CHINA - CRECIMIENTO DEL PIB Y LA INVERSIÓN (tasas interanuales, %)

Fuente: Analistas Financieros Internacionales



LATINOAMÉRICA - PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (tasas interanuales)*

Fuente: Analistas Financieros Internacionales

Contexto Macroeconómico

A lo largo de las últimas semanas han venido acumulándose señales -empezando por la moderación de la inflación y con guinda en el registro de crecimiento del PIB del 4T11- que configuran un escenario de aterrizaje suave de la economía china, alejando el fantasma del recalentamiento y posterior aterrizaje brusco con el que se venía especulando en meses recientes. El registro de PIB situó el avance de la economía china durante el último trimestre del año pasado en el 8,9% interanual, sólo dos décimas por debajo del crecimiento del 3T11. También sorprendió, más si cabe, la fortaleza de las ventas minoristas en el mes de diciembre (18,1% i.a. vs 17,3% en noviembre). Este dato es positivo, porque profundiza en la percepción de que el consumo dentro del PIB iría ganando paulatinamente mayor protagonismo, abonando el terreno para que germine el necesario reequilibrio de la economía china, y en última instancia, de la economía global.

De cara a este ejercicio, planteamos un escenario en el que la actividad en China tocaría suelo a lo largo de la primera mitad del ejercicio, para ganar algo de vuelo en la segunda mitad. En este contexto, las autoridades mantendrían un *mix* de política macroeconómica consistente en una política monetaria prudente (la agresividad por el lado de la relajación a la luz de las cifras contemporáneas no es, de momento, necesaria) y una política fiscal proactiva. La conclusión es que las cifras recientes en China apuntalan nuestra previsión de crecimiento en el conjunto de 2012 en el entorno del 8%.

Dicho lo anterior, el dato de PIB chino no oculta una composición en la que se pone de manifiesto la pérdida de tracción de la inversión -por el comportamiento del sector inmobiliario- y de las importaciones. La ralentización de las compras al exterior de la economía china está teniendo un impacto inmediato sobre la actividad industrial del este asiático y Latinoamérica (especialmente Brasil). Los bancos centrales son sensibles a ello: las actas de la última reunión del Banco de Brasil, en la que recortó tipos en 50 pb, indicaron que la tasa Selic podría caer a niveles de un solo dígito este año. Asimismo, en Chile, una de las economías más dependientes del ciclo global y de China (por el peso del cobre en su estructura exportadora), su autoridad monetaria acometió un recorte de 25 pb en el tipo de referencia el último mes.

Dentro de Europa del Este, no podemos dejar de mencionar el caso de Hungría, que vuelve a ser noticia por las dificultades para cerrar con el FMI y la Unión Europea una línea de asistencia financiera cuyo objetivo sería facilitar la refinanciación de vencimientos de la economía (sectores público y privado) en 2012 y 2013, más de 80 mil millones de euros (50% del PIB). La gestión "heterodoxa" del Gobierno húngaro en materia de política económica (límites a la independencia del banco central, reducido grado de compromiso con la consolidación fiscal), justifican la renovada incertidumbre que sobrevuela esta economía. Y es que sus perspectivas de crecimiento son pobres y los desequilibrios financieros, elevados.

RENTA FIJA

EEUU

En la curva dólar, existe una clara desconexión entre el nivel *fair value* de los tipos a largo plazo (obtenido a través del análisis estadístico de tres variables significativas: ciclo -ISM nuevos pedidos-, precios -inflación subyacente- y política monetaria -tipo a 3 meses-) y el nivel de mercado. Una diferencia de más de 100 puntos básicos que encuentra respuesta en las nuevas políticas de la Fed, tanto en la vertiente cuantitativa como en la nueva política de comunicación que inauguró en el FOMC de enero. Y es que una vez agotado el margen de maniobra para seguir bajando el tipo de intervención, la transmisión de impulsos bajistas en TIR hacia la zona larga de la curva es inexistente. Sin esta vía para

La Fed sigue siendo el mejor aliado para el mercado estadounidense

Contexto Macroeconómico

bajar rentabilidades a largo plazo, la política cuantitativa y la estrategia de comunicación están tomando el relevo. Y la conclusión es que por fundamentos, el valor de la curva Tesoro, con independencia del anclaje que está ejerciendo, y va a seguir ejerciendo, la Fed, es *cuasi* nulo. Al hilo del nuevo horizonte temporal de tipos que plantea la Fed (retrasa el momento probable de la próxima subida de tipos hasta finales de 2014), apostamos por incrementar el peso en crédito *Investment Grade* y *High Yield* (históricamente, la renta fija privada lo ha hecho mejor cuando la Fed mantiene un escenario de estabilidad de tipos).

Europa

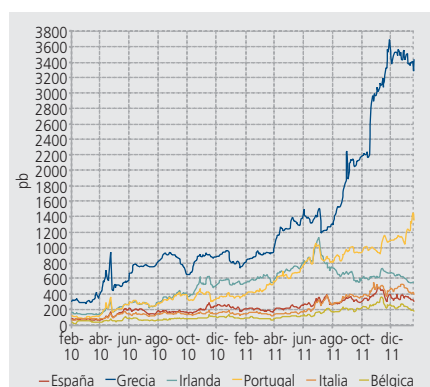
El mayor caudal de liquidez que está favoreciendo el BCE constituye una red de seguridad para el activo

Reducción de diferenciales generalizada en la periferia europea a lo largo del mes de enero al hilo de una batería de subastas de deuda pública con resolución satisfactoria, dando continuidad a la estabilización de la presión vendedora en el mercado secundario que podría haberse agudizado como consecuencia de las rebajas generalizadas de *rating* por parte de S&P. Aún siendo conscientes de que las novedades que se vayan conociendo desde el frente institucional y la resolución del canje griego pueden introducir volatilidad, pensamos que el nuevo entorno de liquidez que ha implantado el BCE con las subastas a largo plazo podría seguir otorgando margen de recorrido bajista adicional en TIR al tramo corto de la curva española (2-3 años), tramo que ofrece el mayor potencial de revalorización en precio así como de protección ante posibles repuntes de tipos.

Mercados Emergentes

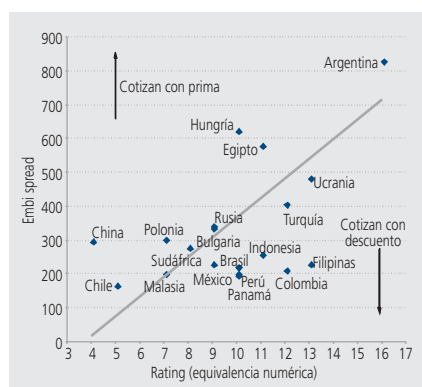
El margen de reducción adicional de *spreads* es reducido en el corto plazo, aunque en términos de *carry* el atractivo de la renta fija emergente en *hard currency* es elevado

Mejor comportamiento relativo de la modalidad *local currency* frente a la *hard currency* en el inicio del año. A pesar de ello, seguimos recomendando centrar la exposición en deuda de países con fundamentos sólidos, buenas perspectivas de crecimiento, reducido nivel de endeudamiento y emitida en *hard currency*. Evitar Europa del Este, por sus vínculos comerciales y financieros con la zona Euro. La potencial depreciación de las divisas en el corto plazo reduce el atractivo de las emisiones en moneda local. Esperaríamos al segundo semestre de 2012 para incrementar posiciones en renta fija *local currency* puesto que será el momento en que los fundamentos domésticos respalden al activo en la doble vertiente deuda y divisa, sin que los flujos de salida por motivo refugio distorsionen su comportamiento. Pero en su conjunto, el activo nos sigue gustando desde una óptica de largo plazo: la relajación de las condiciones monetarias puede ser un factor de apoyo para el ciclo económico, al tiempo que las mejoras en calificación crediticia podrían seguir impulsando la entrada de capitales.



DIFERENCIAS ENTRE TESOROS PERIFÉRICOS Y ALEMANIA (10 años)

Fuente: Thomson Reuters Datastream



EMBI SPREAD (pb) vs CALIFICACIÓN CREDITICIA

Fuente: Analistas Financieros Internacionales

Contexto Macroeconómico

RENTA VARIABLE

EEUU

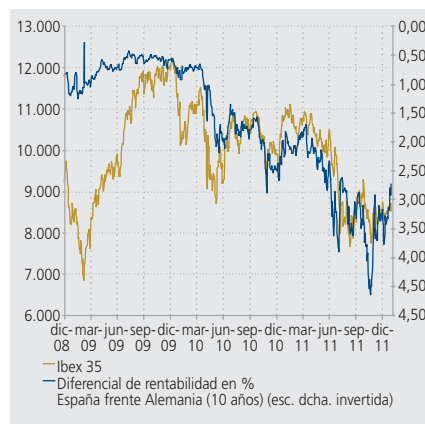
Durante el mes de enero, ha pesado más en el mercado estadounidense la percepción de que el escenario recesivo se aleja (sobre todo, vía sector inmobiliario y mercado laboral) y la relajación de la prima de riesgo que la pérdida de tracción de los beneficios empresariales. En efecto, el porcentaje de sorpresas positivas en la temporada de resultados vigente (4T11) está siendo uno de los más bajos desde la contracción económica de 2009 (dentro del S&P 500 se sitúa en el 61%, mientras que desde 2009 este ratio ha promediado niveles del 76%, para el mismo periodo). Los factores que explicarían, sobre todo, este peor comportamiento de los beneficios son: la ralentización de la productividad y el incremento de los costes laborales, así como la moderación del crecimiento global.

La pérdida de fortaleza de los beneficios empresariales no será tan importante si la prima de riesgo sigue avanzando por la senda descendente

Nos decantamos por empresas grandes, de calidad, con liquidez en balance y/o que presenten un perfil defensivo para, según vaya avanzando 2012 y si se despejan las dudas –especialmente las soberanas- que atenazan a la clase de activo a escala global, tomar algo más de peso en compañías con mayor exposición a ciclo. Asimismo, mostramos preferencia por compañías con elevada diversificación geográfica y con presencia en emergentes, que pueden ofrecer un parapeto diferencial frente a compañías no diversificadas en un contexto de *momentum* de beneficios con menos tracción.

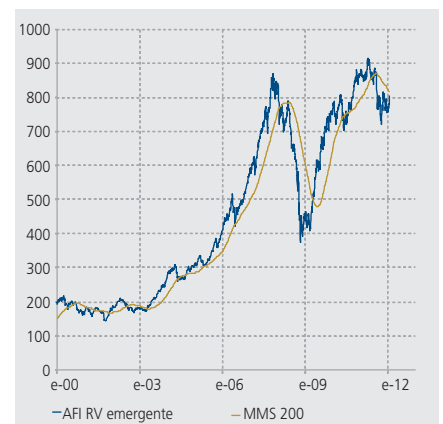
Europa

A pesar del deterioro del *momentum* de beneficios y de la incertidumbre todavía vigente en el plano institucional, los principales índices bursátiles europeos cerraron el mes de enero con ganancias, apoyadas en la reducción de la prima de riesgo que está favoreciendo el entorno de liquidez implantado por el BCE. En clave sectorial, el financiero ha sido el principal beneficiado. La relajación, en su caso, de la prima de riesgo por dilución del beneficio por acción -por el bajo protagonismo de las ampliaciones de capital para alcanzar los requerimientos de solvencia exigidos- ha otorgado impulso a las cotizaciones del sector.



EVOLUCIÓN IBEX 35 FRENTE A PRIMA DE RIESGO

Fuente: FactSet



INDICE AFI RV EMERGENTE Y MEDIA DE 200 SESEIONES

Fuente: Analistas Financieros Internacionales

Contexto Macroeconómico

El entorno de liquidez más benigno propicia un mejor tono bursátil en el inicio del año. El siguiente giro de tuerca debe venir de la mano institucional

En la medida en que el contexto de liquidez debería continuar siendo expansivo durante buena parte del año, la prima de riesgo del mercado bursátil debería seguir relajándose, favoreciendo, junto con el entorno benigno de valoración, nuevas revalorizaciones del activo. Sin embargo, pensamos que, siendo condición necesaria, no es suficiente para decidir incrementar el peso de la renta variable europea (salvo en el caso de Alemania) en carteras de forma más estructural: el cierre del círculo vicioso debe venir de la mano institucional. Las novedades desde este frente, y en concreto la posible ampliación del tamaño del mecanismo de estabilidad permanente (ESM) para que actúe de muro de contención efectivo y, sobre todo, las reuniones relacionadas con el canje de deuda griega así como el precedente que ello puede sentar para otros soberanos bajo presión (Portugal), determinarán el comportamiento del activo a corto plazo.

Mercados Emergentes

Soporte en valoraciones, proceso ordenado de desaceleración económica y paulatina normalización de flujos

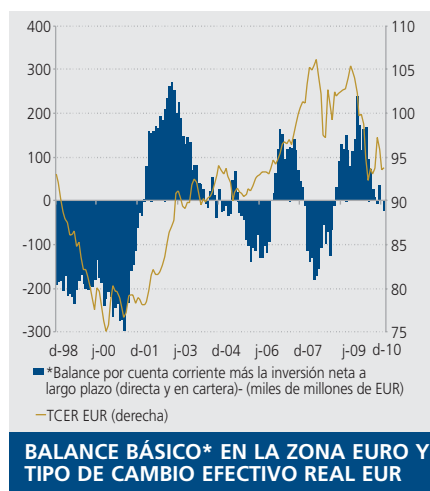
Con un tono muy sólido inauguran el ejercicio 2012 las bolsas emergentes. Las revalorizaciones han estado lideradas por las regiones más penalizadas en 2011. Un rebalanceo hacia áreas castigadas el año pasado que también observamos en el análisis sectorial del bloque desarrollado (*outperformance* de riesgo financiero). Reiteramos los criterios de selección para 2012: (i) a nivel sectorial: defensivos y vinculados a demanda interna, (ii) a nivel país: baja correlación con índices desarrollados, con buenos fundamentos macro y valoraciones atractivas. Nuestras principales apuestas: China, Brasil, Indonesia y Sudáfrica. Evitaríamos Polonia y Turquía.

DIVISAS

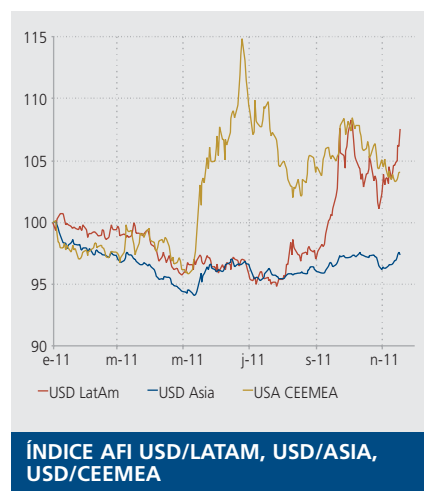
A medida que avance el ejercicio, pensamos que los fundamentos macro terminarán imponiéndose a la variable soberana como catalizador principal del mercado cambiario

Movimiento de ida y vuelta en el cruce EUR/USD a lo largo del mes de enero. En las dos últimas semanas, el euro ha cobrado algo de vuelo, recuperando cerca de un 4% desde los mínimos anuales marcados a mediados de mes, en 1,2650.

Insistimos en que, al margen de la esfera institucional, el fondo de mercado nos sigue pareciendo alcista para el dólar frente a la moneda única europea: (i) por la peor posición cíclica de la zona Euro frente a EEUU, y (ii) por la ampliación prevista en el tamaño del balance del BCE frente a una Fed más estabilizada. En relación a este último



Fuente: Thomson Reuters Datastream



Fuente: Analistas Financieros Internacionales

Contexto Macroeconómico

punto, cabe recordar que todavía queda pendiente una inyección masiva de liquidez (LTRO) a 3 años por parte del BCE (29 de febrero), que debería contribuir a relajar aún más las condiciones monetarias de la zona Euro, presionando por efecto dilución a la moneda única europea.

Respecto al resto de cruces de referencia, relativa estabilidad durante el último mes del euro frente a la libra esterlina (pivotando en la cota de 0,83) y franco suizo (anclado en niveles de 1,20); por el contrario, los rumores de una potencial intervención en el mercado divisas por parte del Banco de Japón llegaron a impulsar al cruce EUR/JPY hasta referencias de 102. En los tres casos, no contemplamos grandes oscilaciones en el corto plazo.

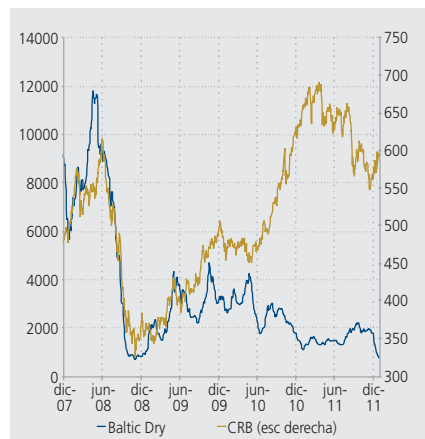
A pesar del buen comportamiento de las divisas emergentes en el último mes, pensamos que la presión seguirá vigente en el corto plazo, toda vez que el ciclo económico en estos países debería reflejar la pérdida de dinamismo de las economías avanzadas, con implicaciones sobre las decisiones de política monetaria.

Especial atención sigue mereciendo la política cambiaria en China. En lo que llevamos de año, hemos asistido a un ligero movimiento de depreciación del yuan contra el dólar estadounidense. Los síntomas de ralentización que comienzan a aflorar en China podrían llevar a las autoridades a retrasar la eliminación de las restricciones que mantiene sobre su divisa, por lo que no esperamos cambios en la actual política cambiaria del PBoC. La estabilidad que recoge la cotización del CNY frente al USD, y la mínima apreciación que descuenta el mercado para el CNY, son sintomáticos de la voluntad de las autoridades chinas de mantener un grado de control elevado sobre el tipo de cambio.

GESTIÓN ALTERNATIVA

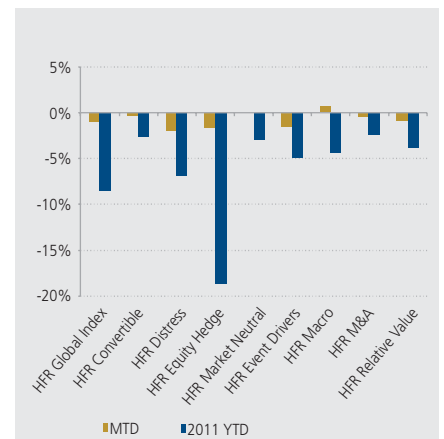
Entre la geopolítica, la política monetaria y la política institucional europea

Buen comienzo de año del activo materias primas, apoyado en la mejora de los registros macroeconómicos a nivel global, la estabilización temporal del riesgo institucional en la zona Euro y el incremento de las tensiones geopolíticas. Este último punto puede favorecer a corto plazo el comportamiento del precio del petróleo, en particu-



MATERIAS PRIMAS - BALTIC DRY vs CRB

Fuente: Thomson Reuters Datastream



GESTIÓN ALTERNATIVA - EVOLUCIÓN ÍNDICES HFR

Fuente: AllFunds

Contexto Macroeconómico

lar si continúa el deterioro de la relación entre EEUU e Irán. Así, la amenaza realizada por Irán de cerrar el estrecho de Ormuz (vía marítima por la que circula buena parte del suministro de crudo mundial) podría favorecer el alza de su cotización. Sin embargo, no hay que olvidar que la evolución del precio del “oro negro” estará condicionada de manera estructural por el crecimiento global, y especialmente el de los países emergentes. En este sentido, la evolución de la economía china se antoja fundamental.

Otra de las categorías que ha tenido un buen inicio del año ha sido el oro, volviendo a romper con fuerza la barrera de los 1.700 dólares/onza. En la medida en que los bancos centrales sigan inundando los mercados de liquidez, y mantengan bajos los tipos de interés, el oro puede seguir encontrando recorrido. Adicionalmente, hay que recordar que como alternativa a la compra de oro físico, es posible invertir en compañías mineras, que tuvieron en el último tramo del año pasado un peor comportamiento relativo que el propio oro.

Con todo, debemos señalar que nuestras previsiones apuntan a un inicio de año muy moderado en materia de actividad, por lo que salvo en las dos categorías donde hemos hecho hincapié, es poco probable que haya catalizadores suficientes para la clase de activo. Esta situación tendería a darse la vuelta en la segunda mitad de año, donde esperamos unos mejores registros de actividad global y una disminución de la incertidumbre provocada por la situación institucional.

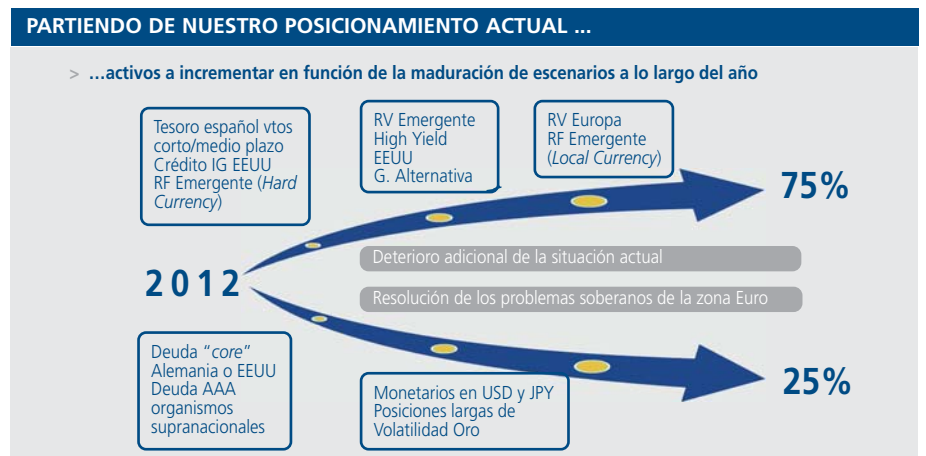
En lo que respecta a la situación de los fondos de gestión alternativa, los resultados del pasado año estuvieron lastrados por la excesiva volatilidad del mercado en la segunda mitad de 2011, provocada por la incertidumbre política, y la falta de concreción en la resolución de la deuda soberana de los países periféricos de la zona Euro. Estos vehículos de inversión tuvieron un comportamiento diferenciado entre la gestión alternativa regulada UCITS (mas centrada en Europa) y la gestión alternativa *Off-shore* o *Hedge Funds*, con unos resultados relativos a favor de estos últimos por operar principalmente en el mercado americano, menos expuesto al principal factor de riesgo, el soberano europeo. En cuanto a las estrategias donde podría haber más valor en este inicio del año, sobresalen las centradas en renta fija: *Long/short Crédito* y *Fixed Income Relative Value*.

Contexto Macroeconómico

CONCLUSIONES

- Leve desaceleración del crecimiento a nivel mundial en 2012, pero no muy alejado del tendencial.
- EEUU no entra en recesión.
- Gradual resolución de la crisis soberana de la zona Euro, región que ingresa en recesión técnica, pero sin ser de excesiva profundidad.
- Inflación moderada en economías OCDE y continuidad de políticas expansivas por parte de sus bancos centrales.
- "Aterrizaje suave" de la economía china.
- Las economías emergentes ralentizan de forma ordenada su crecimiento.
- Cambio de sesgo hacia estrategias que velan más por el crecimiento por parte de las autoridades monetarias emergentes.

| | |
|--|---|
| Liquidez (Cash) | = |
| Deuda Soberana Desarrollados | = |
| Deuda Corporativa | ✓ |
| Renta Variable Desarrollados | ✗ |
| Deuda Soberana Emergentes | ✓ |
| Renta Variable Emergente | ✓ |
| Gestión Alternativa (Commodities, Convertibles, HF...) | ✗ |



Carteras recomendadas

Cartera Global

Incrementamos la exposición a crédito corporativo: el horizonte de política monetaria que plantea la Fed ha sido históricamente muy propicio para el activo

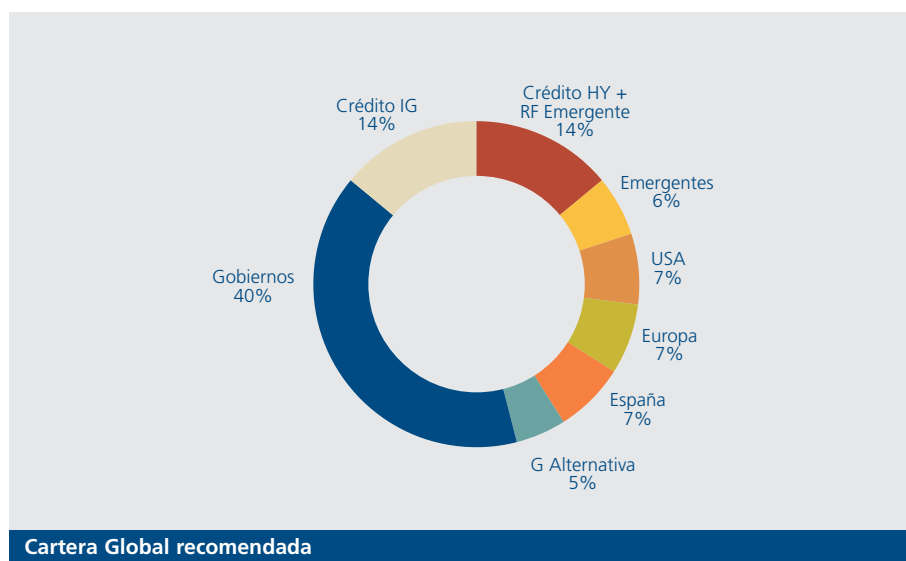
Condición necesaria, pero no suficiente

“La liquidez, principal bálsamo para el mercado”. Con esta frase podría sintetizarse el primer mes del ejercicio. Y es que esta variable, especialmente vía Banco Central Europeo (el tamaño de su balance ha pasado en el último año de 2,0 billones de euros a 2,7), ha sido determinante para favorecer, por un lado, la reducción de la prima de riesgo implícita en los diferenciales soberanos, y por otro, la disminución de la carga de riesgo sistémico en la cotización del sector bancario.

Lo relevante es que el impulso de un entorno de liquidez más favorable no es patrimonio exclusivo de la autoridad monetaria europea. El último giro de tuerca en este sentido lo dio la Reserva Federal en su última reunión, aplazando hasta finales de 2014 la fecha que considera más probable para acometer el inicio del ciclo alcista en tipos de interés, lo que garantizaría un período todavía prolongado de condiciones monetarias históricamente laxas en EEUU.

Asimismo, no queremos dejar de lado que la moderación del mensaje de política monetaria en las economías emergentes empieza a calar (China, Brasil y Rusia como exponentes recientes). En conclusión, entorno financiero, por el lado de los tipos de interés, más expansivo, que históricamente ha otorgado soporte a los activos de riesgo.

Ahora es el turno de que las instituciones europeas cojan el testigo de los bancos centrales. Su grado de determinación condicionará el tono del mercado a corto plazo. La conclusión del Consejo Europeo celebrado a finales de enero es que el alcance de los acuerdos logrados vuelve a arrojar lagunas y cierta indefinición, y que no servirían por sí mismos para cerrar con mayor consistencia las brechas de volatilidad en el mercado euro-



Felipe Arrizubieta Pérez
Analista Macro y de Mercados

Estas carteras constituyen una recomendación genérica y en ningún caso han de considerarse como una recomendación personalizada o asesoramiento en materia de inversión.

Carteras recomendadas

peo a más corto plazo.

Entre los puntos positivos, nos quedamos con los plazos barajados –mes de marzo- para la firma e implementación del Tratado de Estabilidad Fiscal, y que el propio Reino Unido renuncie a su bloqueo. Y sobre todo, que, en los dos últimos meses, exactamente desde la cumbre europea celebrada a comienzos de diciembre, la percepción de fragmentación/segmentación de la zona Euro se ha reducido de manera sensible.

Entre los aspectos menos favorables: (i) la indefinición respecto a la ampliación de las dotaciones al mecanismo permanente de estabilidad financiera (ESM) para que se configure como un “cortafuegos” más potente, (ii) la ausencia de una declaración oficial respecto a la relajación de las exigencias sobre reducción del déficit a algunos países para no estrangular crecimiento, ó (iii) la falta de concreción en las medidas propuestas para fomentar el crecimiento.

Pensamos que la clave para asistir a una relajación más consistente en las primas de riesgo volverá a residir en un horizonte cercano en la “mesa” de negociaciones europea, y en concreto, en la voluntad de Alemania de ampliar la capacidad de préstamo efectiva del mecanismo de estabilidad, como paso previo al aumento de recursos del Fondo Monetario Internacional y a la entrada de inversores no europeos en este mecanismo.

Mientras tanto, y a la espera del acuerdo para el canje de deuda en Grecia, el factor institucional podrá seguir introduciendo presión en las variables financieras menos beneficiadas del entorno de liquidez, lo que sigue demandando una aproximación prudente a los activos de riesgo europeos.

También es de suma importancia que la situación soberana en Europa siga reconduciéndose de manera paulatina para que el escenario que estarían esbozando las sorpresas positivas que han predominado en la vertiente macro en este inicio del ejercicio no caiga en saco roto, y que se sintetizaría *grosso modo* en que: (i) el fantasma recesivo se iría alejando de EEUU, (ii) las economías emergentes se encaminarían hacia una dinámica de moderación ordenada, con un crecimiento más sano y equilibrado, y (iii) la zona Euro ingresaría en recesión, pero no excesivamente profunda gracias al contrapeso de Alemania. Y es que estos mimbres serían más que suficientes para que el crecimiento del PIB mundial este año no se alejara de su nivel tendencial, nivel que en la mayor parte de las ocasiones ha nutrido una dinámica favorable del mercado.

Con los ingredientes citados ¿qué activos priorizaríamos en este inicio del ejercicio?: (i) Tesoro español, con preferencia por el tramo corto de la curva (2-3 años), plazo que ofrece el mayor potencial de revalorización en precio así como de protección ante posibles repuntes de tipos, (ii) crédito corporativo en EEUU, buscando los fundamentales constructivos de las compañías estadounidenses y el hecho de que, históricamente, la renta fija privada lo ha hecho mejor cuando la Fed mantiene un escenario de estabilidad de tipos, (iii) renta variable EEUU y Alemania, decantándonos por compañías grandes, de calidad, con liquidez en balance y negocio geográfico diversificado, (iv) renta variable emergente (China, Indonesia, Brasil, Sudáfrica), y (v) renta fija emergente en divisa fuerte, concentrando la exposición en Asia y Latinoamérica.

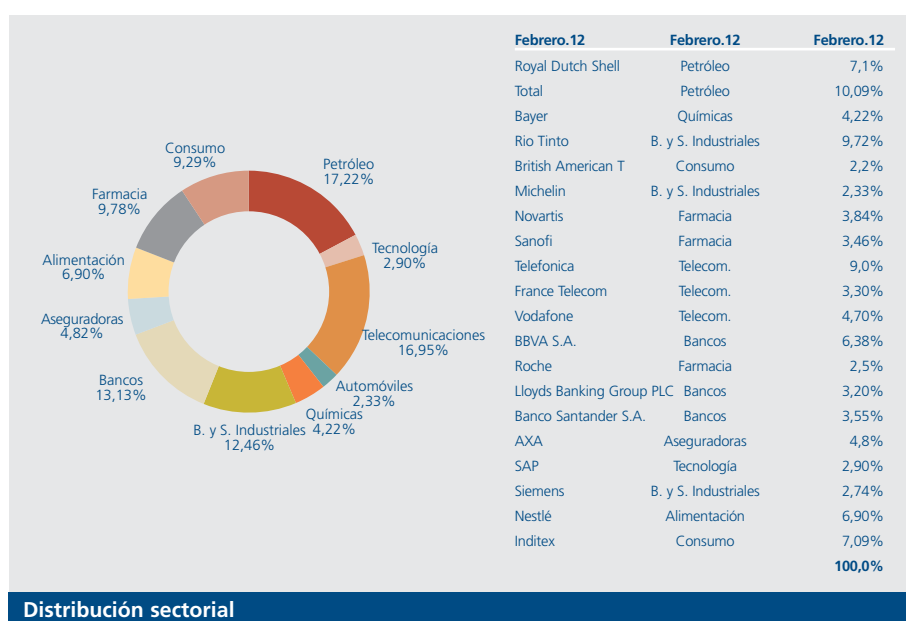
Carteras recomendadas

Cartera de Renta Variable

Europa

SIEMENS: La compañía no sigue el año natural y acaba de publicar los resultados de su primer trimestre fiscal del año 2012. Malos resultados de la compañía que se quedan por debajo de lo esperado en la parte alta de la cuenta de resultados por costes superiores a lo esperado de 343M?, así como por presión en precios, dentro de las divisiones de Drive Technology, Power Grid y Building Technology. La cartera de pedidos ha estado prácticamente en línea con lo que esperaba el mercado, obteniendo contratos por valor de 19.809 millones de euros frente a los 19.000 millones que esperaba el consenso y que representa 1.11 veces las ventas de la compañía en el trimestre vs las 1.8 veces del trimestre pasado, aunque el volumen total de su cartera de pedidos es la mayor de su historia y asciende a 102.000 millones de euros. La compañía mantiene la guía de resultados y esperan obtener un beneficio neto de 6.000 millones de euros.

Malos resultados que hacen temer por un futuro profit warning, aunque el equipo directivo, que es muy conservador y rara vez ha dado un profit warning, a pesar de haber dicho que el año va a ser duro, mantiene la guía de resultados, lo cual es significativo porque terminan el ejercicio en septiembre y esto podría significar, que en estas últimas semanas, están viendo una mejora de la situación. Para la consecución de objetivos dicen apoyarse en sus negocios de "early cycle", que son los más cíclicos y que son los que se contratan y se ejecutan durante el mismo año, los cuales dicen estar mostrando la fortaleza necesaria para poder contar con ellos, de cara a la segunda parte del año, gracias a la aportación que a ellos hacen países como Alemania y China. Además y dentro de las divisiones de "late cycle", que son aquellas en las que los proyectos tardan más en ejecutarse, ha destacado los pedidos del área de Fossil Power, en donde han incrementado el



Fuente: Elaboración Propia

Estas carteras constituyen una recomendación genérica y en ningún caso han de considerarse como una recomendación personalizada o asesoramiento en materia de inversión.

Carteras recomendadas

margen hasta el 20.8%, desde 16%, cuando se esperaba que fuese del 17-18%.

La principal fuente de debate en el corto plazo se debería centrar en los objetivos que marcan para 2015 y en el ambicioso plan de inversiones. En primer lugar, se harán inversiones destinadas a la construcción de nuevas plantas nucleares que proveerán de más capacidad a la compañía. Por otra parte, cabe destacar que se dará un aumento de la inversión en energías renovables, potenciando sobretodo la capacidad hidroeléctrica de la empresa. Además, la eléctrica francesa va a tener que aumentar el gasto en mantenimiento de sus centrales. De esta manera, las nuevas miras de la compañía en temas de inversión provocarán unos crecientes e importantes gastos de capital.

Como catalizadores seguimos teniendo la potencial OPV de Osram, que no se realizará hasta que no se normalicen los mercados financieros y la valoración de Siemens que cotiza a 11.4 veces beneficios 2012 y 10.5 veces beneficios 2013, lo cual supone un 12% de descuento respecto a su sector.

NOVARTIS: La compañía publicó resultados del cuarto trimestre, con pocas sorpresas respecto a los números que manejaba el consenso de analistas.

La compañía ha presentado las siguientes cifras: 1) Ventas \$14.780 millones, lo que supone un crecimiento del cercano al 10%; 2) Margen bruto 66.4%, 3) Resultado operativo \$3.550 millones, 4) Margen operativo 24%, el de la división farmacéutica alcanza el 27.5%, 5) Resultado neto \$3011 millones, lo que supone un crecimiento del 8%, y 6) BPA \$1.23

Así, las desviaciones han sido muy escasas, destacando el alto crecimiento en la división de vacunas (con poco peso específico en la cuenta de resultados) y con un peor comportamiento por el lado de genéricos (Sandoz) y la división de consumo. En anteriores notas explicábamos que el inicio de Novartis podría ser algo complicado, fundamentalmente en lo que se refiere a Sandoz (con problemas productivos) y al no tener catalizadores claros en la primera mitad de año.

Sin embargo, la compañía sigue siendo una de nuestras principales apuestas a medio plazo, ya que tiene: 1) el mejor perfil de crecimiento de cara a 2015 en la industria, 2) el mayor porcentaje de sus ventas dependiente de países emergentes, sugiere que las proyecciones de crecimiento serán buenas, 3) una excelente diversificación por divisiones, con una de las mejores compañías de genéricos, que podría tomar ventaja si finalmente sale a la luz la posible regulación sobre moléculas de origen biológico, y 4) Alcon (productos oftalmológicos) muestra pautas de crecimiento recurrentes.

BBVA: El banco presentó los resultados del 4T11, donde registró un Beneficio neto acumulado negativo (-139 millones de euros) afectado por 1.011 millones de euros de *impairment* del fondo de comercio en EEUU

En términos generales, la entidad aprovechó la solidez del margen bruto para fortalecer la provisión genérica, lo que en nuestra opinión añade calidad a los números presentados. Destacamos también la positiva evolución de la mora (4,0% vs. 4,1% en 3T11) que bajó en todas las divisiones, incluso en España (4,8% vs. 4,9% en 3T11). La entidad no hizo saneamientos extraordinarios en 4T11, el impacto de la reforma financiera será asumible sin impacto en capital y sin necesidad de revisar la política de dividendos (para 2012 se prevé un DPA de 0,42 euros con 2 pagos en efectivo y 2 en scrip). Noticias positivas también en solvencia, con un *core capital* del 10,3% y un *gap* frente a los requerimientos de EBA de tan solo 30 pb que la entidad cumplirá sin recurrir al mercado y sin vender activos estratégicos.

Carteras recomendadas

INDITEX: Los resultados presentados por Inditex no han deparado sorpresas relevantes. El crecimiento en ventas de 3T11 (+4,8%, el más bajo de en 19 trimestres, salvo por 3T09) ha sido afectado por el "mayor impacto en tipo de cambio" y un "like-forlike positivo" en 3T11 estanco (desde nuestro punto de vista, crecimiento nulo). El crecimiento like-forlike evidencia la moderación en crecimiento como consecuencia de unas temperaturas más suaves en el trimestre, frente al +6% reportado a 1S11. Con respecto al avance en superficie, ha sido superior a lo inicialmente previsto, con la apertura de 181 establecimientos en el trimestre.

Buenas cifras en margen bruto (lo mejor de los resultados) con un avance de 97 pb en 3T. De cara a final de año, la compañía anticipa un margen estable en 2S11 frente a 2S10, por lo que en 4T11 habríamos de asistir a un deterioro de en torno a 90 pb. Con respecto a los costes operativos, éstos crecen más de lo previsto (+9,9% vs +9,2% estimado), como consecuencia de la expansión internacional y de unas aperturas mayores de lo previsto.

AXA: La compañía lanzó un plan de objetivos muy ambiciosos para el año 2015 en el que destacan un aumento del RoE hasta el 15%, la generación de un flujo de caja libre de 24.000 millones de euros y un ahorro en costes de 1.500 millones de euros en mercados maduros. Para conseguir esta difícil tarea, la empresa presentó una nueva estrategia en la que plantea salir de los mercados considerados maduros, para entrar y aumentar así su exposición en los países emergentes.

Así, el plan propuesto por la compañía se presenta muy ambicioso pero el plazo que se ha dado parece razonable. Así pues, la consecución de dichos objetivos junto con una mejoría en el pulso de la economía global deberían propiciar un buen comportamiento de la cotización del grupo gracias a la mejoría de sus cifras de capital y solvencia.

España

TELEFÓNICA: Hemos ajustado el BPA 2013 a la baja hasta 1.64 euros porque tras las políticas presupuestarias restrictivas va a ser muy difícil que Telefónica cumpla lo prometido al mercado aunque prácticamente el 50% de la facturación provienen de fuera de Europa.

Latinoamérica sigue siendo el motor de la compañía y el elemento diferenciador respecto a la competencia. Tras el recorte del dividendo del 14% anunciado el día 15 de Diciembre (aún asumiendo que el mercado espera un recorte mayor), la rentabilidad por dividendo para el 2012 es del 11.36% y la compañía cotiza a unos múltiplos muy ajustados (8x PER 13e), sin embargo somos conscientes que mientras no haya una solución de la crisis de deuda soberana y por tanto una mayor visibilidad de la recuperación económica europea tanto la compañía como el sector van a cotizar a unos múltiplos históricamente muy bajos.

FERROVIAL: Uno de los principales líderes mundiales en construcción, gestión y mantenimiento de infraestructuras de transporte. Muy diversificada con presencia en Europa, Latam y EEUU. La compañía está llevando a cabo una acertada puesta en valor de las participadas (venta parcial de BAA) que debe reflejarse en su valoración.

Además, existe la posibilidad de que Ferrovial incremente su dividendo gracias a la fuerte generación de caja estimada para 2012, tras cobrar por primera vez dividendo de su participada BAA (240 millones de libras en 2012).

Carteras recomendadas

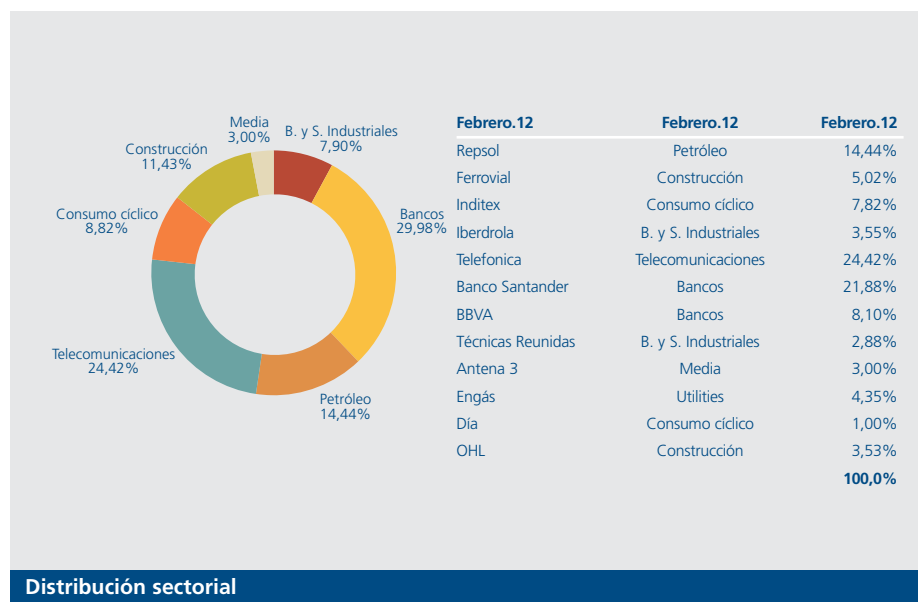
REPSOL: Buenos resultados a lo largo de 2011, que anticipan un mejor 2012 debido a: recuperación de la producción, puesta en marcha de refinerías, buena evolución de YPF. Por otra parte, se han normalizado las relaciones de la compañía con dos de sus principales accionistas: Sacyr y Pemex. Queda pendiente la venta del 5% que sigue teniendo en autocartera, después de comprar a Sacyr un 10% en Diciembre (el otro 5% se vendió a principios de Enero con plusvalías).

En cualquier caso, habrá que estar atentos a lo largo de los próximos días a la compañía, debido a los rumores de nacionalización de su filial YPF en Argentina.

IBERDROLA: Compañía aún sometida a incertidumbres por la expectativa de nuevos impuestos sobre la actividad nuclear ó hidráulica. Es cierto que se ha aclarado la situación sobre renovables, que finalmente no serán penalizadas siendo desarrollos anteriores a la nueva ley, pero el problema del exceso de capacidad en España, el problema del déficit de tarifa y la situación de demanda cayendo en la parte doméstica siguen penalizando especialmente a esta compañía.

ENAGÁS: Es la compañía en la que vemos menores riesgos en el sector eléctrico español de cara a 2012. No participa en la tarifa eléctrica y no se prevén cambios regulatorios.

Para 2012 puede crecer en dos dígitos en ingresos y márgenes, y conseguir un crecimiento del beneficio neto superior al 8%. Además, la compañía prosigue su plan de desalancamiento. No obstante, la dirección debe esclarecer que van a hacer con la mejora de los resultados prevista, tienen que decidir si van a subir el pay-out, y por tanto remunerar más al accionista, o aumentar las inversiones.

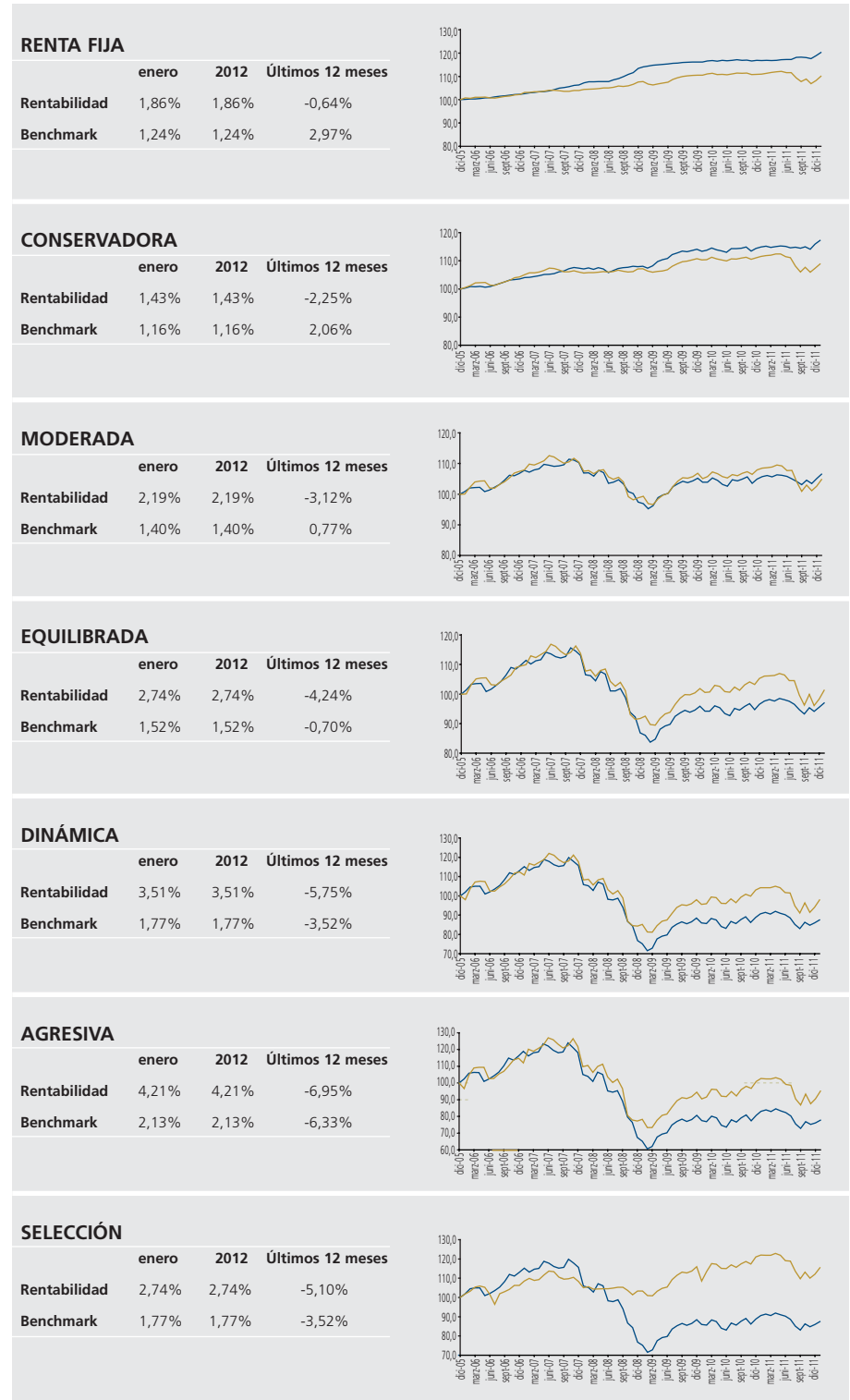


Fuente: Elaboración Propia

Estas carteras constituyen una recomendación genérica y en ningún caso han de considerarse como una recomendación personalizada o asesoramiento en materia de inversión.

Gestión de Carteras

Carteras de Fondos de Inversión: evolución perfiles vs Benchmark 2002



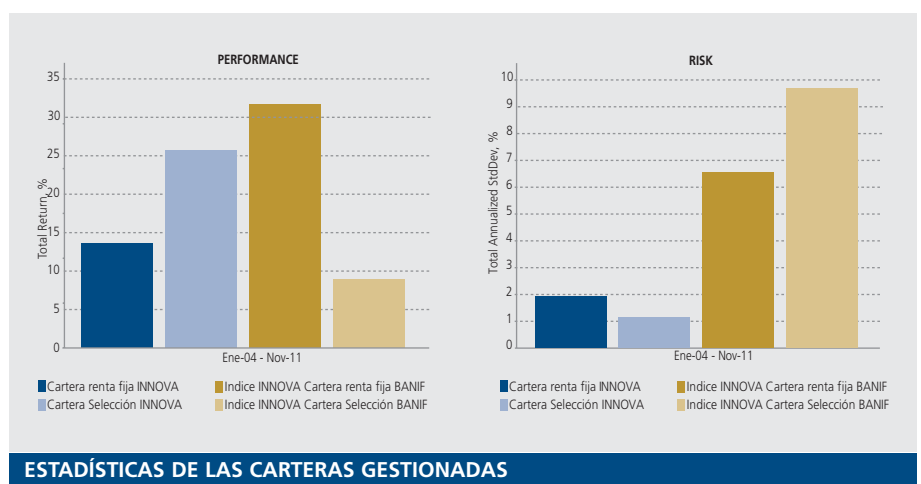
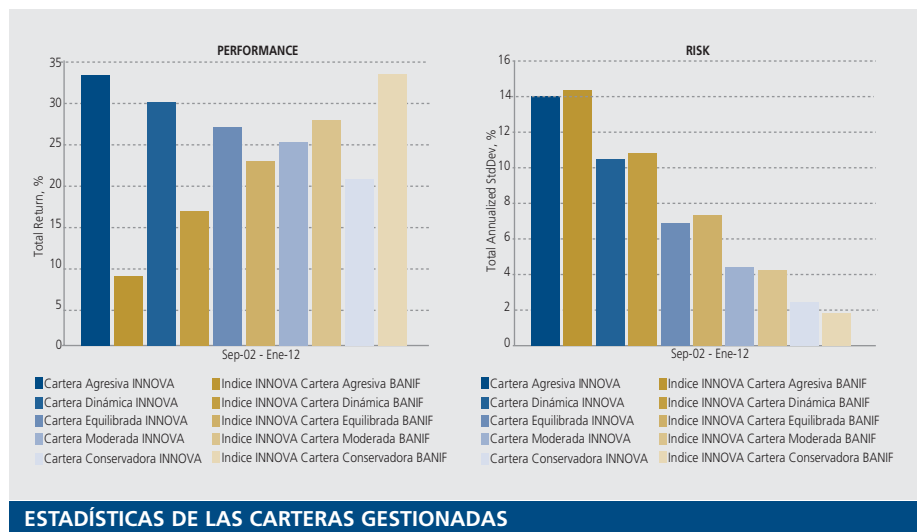
Fuente: Elaboración Propia

Gestión de Carteras

Finaliza el mes de enero con un cambio importante en el sentimiento de los inversores que se ha visto reflejado en la cotización de los activos financieros. Si bien casi ninguno de los grandes riesgos del pasado año han desaparecido, se han difuminado lo suficiente como para que las primas por riesgo de la renta variable y renta fija hayan despertado de nuevo el interés de los inversores.

Por el lado macro, los indicadores que se han publicado, en general, son mejores que los publicados anteriormente, aunque en cierta medida se han quedado un poco por debajo de lo que esperaba el consenso de analistas.

En Estados Unidos hemos conocido buenos datos de actividad. Destaca la evolución de la producción industrial que subió casi un 0,5% en el mes de diciembre y del gasto en construcción que en el mes de noviembre sube un 1,2% respecto al mes anterior mientras que el ISM de diciembre se acelera de nuevo hasta niveles de 53. El consumo sigue



Gestión de Carteras

relativamente adormecido aunque las ventas al por menor mantienen tasas de crecimiento interanual del 6,5% en el mes de diciembre y las de automóviles mantienen la tónica de los meses anteriores. Estos datos que han sido mejor de lo esperado, son compatibles con la creación de empleo y con la tasa de paro publicada que baja dos décimas hasta el 8,5% en diciembre. Respecto a los precios, no hay ninguna sorpresa y es acorde con el mensaje que emana de la Reserva Federal tanto en el Beige Book como en las actas de las últimas reuniones.

En Europa, la foto es muy parecida a la que obteníamos a cierre del año. Se agudizan las diferencias entre países y en general los datos agregados sin ser decepcionantes aportan poca novedad. Por el lado industrial, se mantienen ritmos de avance muy moderados y por el lado del consumo mejoran en algo las perspectivas, pero acordes con los bajos ritmos de crecimiento que descuenta el mercado. El panorama no es todo lo malo que lo descontado a lo largo del pasado año por los mercados. El PIB mundial muy probablemente se contraerá cerca de tres décimas hasta niveles de 3,4%, cayendo la actividad en los países desarrollados como en los emergentes. A pesar de la desaceleración del crecimiento, EE.UU. no entrará en recesión y en Europa tendremos seguramente una recesión técnica.

En lo que a los mercados se refiere, el mes de enero termina con números positivos en la mayor parte de las bolsas. En Europa, el buen comportamiento de los bancos europeos los que han subido casi un 10% en el mes, no visto desde enero de 1997, han tirado de la mayor parte de los índices que han cerrado el mes con revalorizaciones no vistas desde hace muchos meses. La bolsa alemana a la cabeza finaliza el mes con una subida del 9,5% seguida de la italiana con una subida del 4,9% y de la francesa con 4,4%. Por su parte, los índices globales cierran el mes con subidas del 4,32% y 2,23% el EuroStoxx50 y Stoxx50 respectivamente. El Dow Jones finaliza con una subida del 3,4%, el Nasdaq del 8,3% y el S&P500 con una subida del 4,3%.

En lo que a divisas se refiere, después de un mes durante el que a pesar de los problemas en Europa, la divisa europea se ha mantenido fuerte frente al dólar cerrando en torno a 1,30 a pesar de las caídas que la llevaron a cotizar por debajo de los 1,26 dólares.

En lo que a materias primas se refiere, los índices como el CRB han registrado subidas en torno al 3,5% en el año, a pesar de que tanto el petróleo como el oro han cerrado el mes con subidas del 3% y del 11% respectivamente.

Innova Conservador

Cerramos el mes de enero con la cartera invertida fundamentalmente en renta fija, con un peso aproximado del 85%, donde un 62% se encuentra en fondos de liquidez, un 20% en fondos de crédito europeo con duraciones comprendidas entre uno y tres años y un 2,6% ligado a fondos de renta fija emergente y high yield. En renta variable, la inversión del 5% se reparte entre un 3,7% en Estados Unidos y un 1,6% en Europa. La gestión alternativa representa un 10% de la cartera, donde un 6% lo representan fondos de retorno absoluto con estrategias de renta fija y un 4% es táctico a través de Banif Inversión Flexible. En cuanto a éste último, hemos cerrado la posición equivalente al 25% del patrimonio del fondo en futuros del Eurostoxx 50 abierta durante la primera quincena del mes.

Gestión de Carteras

Innova Moderado

A lo largo de las dos últimas semanas hemos mantenido la distribución por activos de Innova Moderado. La cartera actual está compuesta por un 15% en Renta Variable, un 35% en Renta Fija, un 2% en Convertibles, un 5% en Gestión Alternativa, un 10% Tático y un 33% en Monetarios.

Desde comienzos de año tenemos que destacar dentro de la cartera el magnífico comportamiento de los fondos de renta fija de crédito y sobre todo de renta fija global y high yield, que nos han aportado gran parte de la rentabilidad acumulada en el mes de Enero. Además a pesar de estar conservadores en renta variable, el alto peso de la cartera en países emergentes nos ha permitido capturar las fuertes alzas en estos mercados y así poder cerrar el mes con una rentabilidad superior al 2%.

Innova Equilibrado

En las últimas semanas hemos realizado bastantes cambios en el perfil, la mayor parte de ellos encaminados a reducir las grandes apuestas que manteníamos en determinados activos. Aprovechando el excelente recorrido que han experimentado, hemos decidido reducir estas diferencias y así consolidar parte de las ganancias frente al índice de referencia. La conclusión al respecto, es que hemos reducido el nivel de riesgo en el perfil, no tanto por el lado de renta variable donde seguimos ligeramente sobreponderados sino por el lado de renta fija.

El activo de fondos mixtos deja de formar parte de la cartera al igual que el fondo de Invesco Euro Corporate Bond. Seguimos confiando en estos fondos, sin embargo el favorable comportamiento de los mismos en estos primeros días de año y el hecho de estar más expuestos a riesgo a través de estos fondos, nos han llevado a tomar dicha decisión. También reducimos la exposición en Banif Inversión Flexible. Estos porcentajes pasan a Renta fija Gobiernos y a Alternativos I (M&G Optimal Income y Julius Baer Absolute Return).

En renta variable pasamos 1% de Renta variable España a Renta Variable USA, fundamentalmente porque esperamos malos datos macro provenientes de España para la primera mitad de año.

Innova Dinámico

Durante la segunda quincena del mes de Enero no hemos procedido hacer ningún cambio en la cartera.

Mantenemos los pesos tanto en la parte de renta fija como en el porcentaje de renta variable.

Hemos incrementado la diferencia a nuestro favor respecto a los índices de referencia en un 1,70%, siendo la rentabilidad del Banif Innova Dinámico de +3,5% y el índice de referencia de +1,8%

Nos mantenemos en un 52% en renta variable y un 48% en renta fija.

Gestión de Carteras

Innova Agresivo

Durante la segunda quincena del mes de Enero no hemos efectuado ningún cambio en la cartera.

Mantenemos los pesos tanto en la parte de renta fija como en el porcentaje de renta variable y tampoco hemos variado la distribución geográfica.

Hemos incrementado la diferencia a nuestro favor respecto a los índices de referencia en un 2,10%, siendo la rentabilidad del Banif Innova Agresivo de +4,2% y el índice de referencia de +2,10%

Nos mantenemos en un 71.2% en renta variable y un 28,8% en renta fija.

Innova Renta Fija

INNOVA Renta Fija cierra enero con rentabilidades cercanas al 2%. Recoge el buen momento del mercado de renta fija tanto para gobiernos, estrechamiento de diferencias de periféricos como España e Italia, como para los corporativos y en especial la renta fija del sector financiero. En esta quincena no ha habido cambios en los fondos seleccionados.

Innova Emergente

Banif Innova Emergente cierra el mes de Enero con una posición en renta variable del 94,2%. En el primer mes del año seguimos viendo una fuerte entrada de flujo de dinero en Emergentes que nos hace estar positivos en la cartera de cara al conjunto del año.

Innova Emergente ha obtenido una rentabilidad positiva en el mes de 8%.

Respecto a los próximos movimientos pensamos seguir incrementando exposición en renta variable hasta niveles cercanos al 99%.

Innova Global

En las últimas semanas hemos realizado bastantes cambios en el perfil, la mayor parte de ellos encaminados a reducir las grandes apuestas que manteníamos en determinados activos. Aprovechando el excelente recorrido que han experimentado, hemos decidido reducir estas diferencias y así consolidar parte de las ganancias frente al índice de referencia. La conclusión al respecto, es que hemos reducido el nivel de riesgo en el perfil, no tanto por el lado de renta variable donde seguimos ligeramente sobreponderados sino por el lado de renta fija.

Sale de cartera el Invesco Euro Corporate Bond y Santander 1-3. Seguimos confiando en estos fondos, sin embargo el favorable comportamiento de los mismos en estos primeros días de año y el hecho de estar más expuestos a riesgo a través de estos fondos, nos han llevado a tomar dicha decisión. También reducimos la exposición a Renta Fija Crédito. Estos porcentajes pasan a Renta fija Gobiernos buscando la liquidez para volver a invertir en momentos de caídas.

Gestión de Carteras

En renta variable bajamos un pequeño porcentaje en Europa y en España para incrementar Estados Unidos y Emergentes, ampliando de esa manera nuestras apuestas en estas zonas geográficas.

Innova Selección

Recordatorio: Aprovechando la coyuntura de mercado, hemos realizado numerosos cambios en la composición de la cartera selección. Comenzando por la renta variable, hemos subido significativamente el peso hasta el 40% del patrimonio. Por zonas geográficas, la subida no ha sido homogénea y hemos aprovechado a modificar algunas de las apuestas que habíamos realizado en los últimos meses del pasado año. Así en EE.UU. pasamos de 4,5% a un 9,2%; en Europa de un 8,3% a un 10%; en España de un 5 a un 9% y en Emergentes de un 7,8% a un 12%. El objetivo de esta nueva distribución es aprovechar el mejor comportamiento relativo que han tenido las bolsas americana y emergente en la recta final del 2011 y dejar la cartera preparada para la estrategia de este primer trimestre.

En lo que a Renta fija se refiere, la estrategia de la cartera sigue muy polarizada entre la renta fija gobiernos, High Yield y bonos convertibles. En el caso de R Fija H Yield hemos casi doblado la apuesta hasta el 9% del patrimonio y en el de los convertibles hemos pasado del 2% al 4%.

La gestión alternativa sigue muy concentrada en la parte de retorno absoluto de la deuda y la cartera Táctica.

MFS emerging markets debt

MFS Meridian – Emerging Markets Debt Fund

La gestión de deuda de mercados emergentes por parte de MFS se distingue por:

Enfoque de inversión basado en una profunda investigación descendente. Un proceso de inversión impulsado por la investigación fundamental y por la atención a los riesgos por baja en los tipos de cambio. Se centra en la selección de países y procura evitar eventos crediticios adversos.

Diversificación. Atenúa la volatilidad invirtiendo principalmente en una cartera diversificada de la deuda de mercados emergentes, lo cual incluye bonos corporativos, soberanos, cuasi soberanos, supranacionales y bonos denominados a nivel local. El fondo cuenta con 231 bonos cuidadosamente seleccionados y otros valores al 31 de diciembre de 2011.

Flexibilidad. Responder a las cambiantes condiciones del mercado al enfatizar la liquidez.

Equipo de inversión calificado y con gran experiencia. Los gerentes de carteras Matt Ryan y Ward Brown tienen 40 años de experiencia combinada en la industria. Ambos han trabajado en el Fondo Monetario Internacional, lo que les brindó un conocimiento profundo de las economías de los mercados emergentes.

Expectativa para la deuda de los mercados emergentes

Esto le ha valido el convertirse, a 31 de Diciembre del 2011, en el único fondo catalogado como "AAA" por Standard&Poors

Es nuestra expectativa que la crisis de la deuda soberana de la zona euro seguirá impulsando la volatilidad en la deuda de los mercados emergentes y que la percepción de los mercados sobre la severidad de los riesgos que rodean a la crisis en Europa puede tener más influencia en el desempeño de la clase de activos en los meses siguientes que la que tenga el valor relativo entre los créditos de mercados emergentes. Desde nuestro punto de vista, el precio en la clase de activos no parece actualmente apropiado ni para los resultados en el "mejor caso" ni en el "peor caso" en la zona del euro. Es probable que la valuación sea demasiado cara si el resultado es el peor caso y demasiado barata si se desarrollan mejores escenarios y los inversionistas aceptan el riesgo de nuevo.

Además de la consideración del impacto potencial de los factores externos de riesgo, los indicadores fundamentales de los mercados emergentes generalmente han permanecido superiores a aquellos de los mercados desarrollados y deberían mostrar más flexibilidad frente a la reducción del crecimiento global en 2012. Consideramos que las economías relativamente robustas de los mercados emergentes, con una demanda nacional creciente, hojas de balance soberano sólidas, políticas fiscales y monetarias prudentes y necesidades de financiación limitadas, resistirán la desaceleración global con relativamente poco deterioro debido a una menor demanda externa. En general, los mercados emergentes deberían estar capacitados para lograr tasas de crecimiento cercanas a su potencial, y el diferencial de crecimiento entre los países emergentes y en desarrollo debería seguir siendo amplio.

MFS emerging markets debt

Con las notables excepciones de Brasil y China, donde algunas de las políticas monetarias restrictivas aplicadas a principios del 2011 están deshaciéndose ahora, y en Tailandia, donde se requiere una política más suave para ayudar a facilitar la recuperación del desastre, no esperamos ver políticas monetarias más suaves por parte de los banqueros centrales de los mercados emergentes en los meses venideros. La baja de los precios de energía y alimentos ha causado que la inflación global disminuya, pero las tasas de la inflación subyacente no han bajado significativamente. Además, esperamos que los bancos centrales de los mercados emergentes estén deseosos de preservar su flexibilidad para tomar acciones más agresivas si empeora la crisis de la deuda soberana de la zona euro.

intentamos mantener nuestras carteras de deuda de mercados emergentes entre neutrales y ligeramente defensivas con respecto al riesgo

Teniendo en cuenta los factores de riesgo macroeconómicos globales más amplios, intentamos mantener nuestras carteras de deuda de mercados emergentes entre neutrales y ligeramente defensivas con respecto al riesgo, con un énfasis en mantener tanta liquidez como sea posible a fin de conservar nuestra capacidad de ajustar de manera rápida y eficiente la cartera beta a los cambios en el clima de riesgo. Hemos advertido que la exposición a divisas es una manera particularmente efectiva de responder de manera oportuna a los cambios en los riesgos de cola. Regionalmente, hemos permanecido cautelosos sobre Europa central y oriental, dada su relativamente alta correlación con la zona del euro. Hemos estado utilizando investigación tanto de arriba hacia abajo como de abajo hacia arriba para evaluar las vulnerabilidades de los mercados soberanos emergentes, cuasi soberanos, y los bonos corporativos con respecto a las tendencias globales para identificar aquellos que ofrecen la relación de riesgo/recompensa más atractiva a largo plazo.

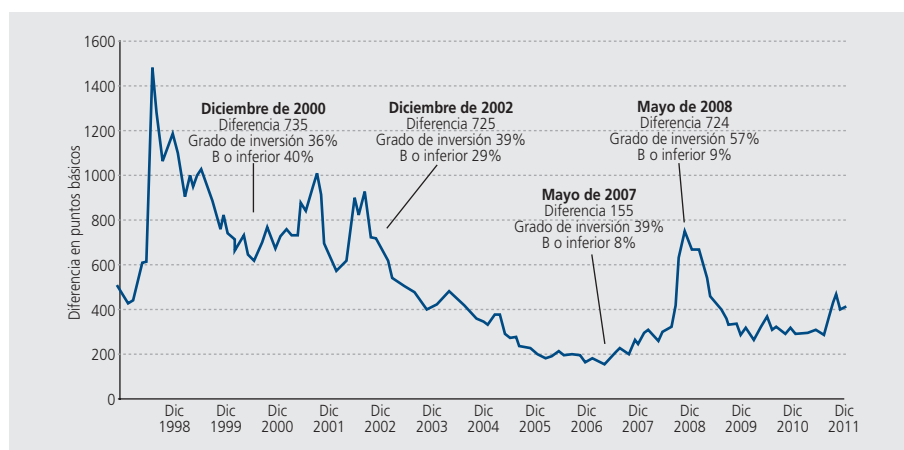
¿Por qué la deuda de los mercados emergentes?

- **Mejores balances generales soberanos.** La calidad crediticia de los mercados emergentes ha mejorado, mientras los balances generales inestables del gobierno en todos los mercados desarrollados se han convertido en una fuente principal de riesgos macroeconómicos.
- **Mejor crecimiento económico.** Los inversionistas están comenzando a preocuparse cada vez más acerca de la posibilidad de una recesión en los mercados desarrollados.
- **Mejor rendimiento.** Dadas las tasas más bajas en los mercados desarrollados, los inversionistas encuentran rendimientos e indicadores fundamentales atractivos en los mercados emergentes.
- **El dólar frente a las monedas de los mercados emergentes y desarrollados.** Debido a los desequilibrios del comercio, seguramente continuarán las presiones en el dólar respecto a las monedas de los mercados emergentes, pero la confusión en Europa dará al dólar una ventaja sobre las monedas del mercado desarrollado.

MFS emerging markets debt

Mejora en indicadores fundamentales de la deuda de mercados emergentes

La calidad crediticia del mercado emergente ha mejorado desde finales de los años 90. Al 30 de septiembre de 2011, el 58% de los bonos de los mercados emergentes fueron clasificados en el grado de inversión y el 83% fueron clasificados como 'BB' o superior.



Las calificaciones se refieren al porcentaje del JPMorgan EMBI Global Index con una calificación de categoría de inversión y B o inferior. Fuentes: Bloomberg, JPMorgan EMBI Global Index, al 30 de septiembre de 2011. El valor del capital y los intereses en los títulos del Tesoro de EE. UU. se encuentran garantizados por el gobierno de los Estados Unidos si se conservan hasta su vencimiento. No es posible invertir directamente en un índice. El rendimiento del pasado no garantiza resultados en el futuro.

Activos bajo gestión de ?154 millardos al 30 de septiembre de 2011.

Consideraciones importantes sobre los riesgos Es posible que el fondo no logre su objetivo o que pierda el dinero de su inversión en el fondo. Las inversiones en instrumentos de deuda pueden declinar en valor como resultado de los aumentos en las tasas de interés, los descensos en la calidad crediticia del emisor, el prestatario, la contraparte o la garantía subyacente, o los cambios en las condiciones económicas, políticas, específicas del emisor, o de otro tipo. Ciertos tipos de instrumentos de deuda pueden ser más sensibles a estos factores y, por lo tanto, más volátiles. Los mercados emergentes pueden tener menos estructura de mercado, profundidad y supervisión reguladora, y mayor inestabilidad política, social y económica que los mercados desarrollados. Las inversiones en derivados pueden utilizarse para adoptar la posición larga y corta, tener mucha volatilidad, dar lugar a apalancamiento (lo que puede aumentar las pérdidas) e implicar riesgos, además de los riesgos de los indicadores subyacentes en los que se basa el derivado como el riesgo de contraparte y de liquidez. Las inversiones en instrumentos de deuda de menor calidad pueden ser más volátiles y tener mayor riesgo de incumplimiento de pago que los instrumentos de deuda de mayor calidad. El rendimiento del fondo podría ser más volátil que el rendimiento de fondos más diversificados. Consulte el folleto explicativo para obtener más información en cuanto a consideraciones sobre éstos y otros riesgos.

Análisis Técnico

INDICE S&P500

Finalmente el S&P500 ha conseguido superar durante enero la resistencia de 1300 y se dirige al próximo nivel de resistencia situado en la zona 1360. El nivel de sobre-compra en el MACD es ya similar a que se observaba en los máximos que tuvo el índice en octubre y los precios alcanzan la zona de máximos de 2011.

De momento no hay señales de vuelta, pero no hay que descartar que el impulso alcista pierda algo de fuerza tras la publicación de resultados del cuarto trimestre de 2011. Hay que estar atentos a la posible formación de figuras que muestren un posible cambio de tendencia. El importante canal alcista en que se han movido los precios desde diciembre sería algo importante a vigilar, ya que una salida por la parte baja, que sería, aproximadamente, la zona 1330 daría una primera señal de cansancio. Los soportes importantes están en 1290 y 1260, que en principio deberían ser sólidos si no hay cambios fundamentales en la situación.



S&P 500. Gráfico mensual de corto plazo

Análisis Técnico

INDICE EUROSTOXX-50

El Eurostoxx50 ha conseguido durante enero subir hasta la importante resistencia de 2500, que marcaron los máximos relativos de octubre de 2011 tras superar la zona de 2400 y la media móvil de 200 sesiones en la zona 2440. La superación de esta cota de 2500, que supone recuperar un 50% de la caída desde los máximos de enero 2011, podría definir una figura de doble suelo, que anticiparía un cambio de tendencia y una fuerte recuperación con objetivo mínimo en 2900. Naturalmente existen resistencias intermedias que pondrían frenos en 2650 y 2800.

El volumen registrado en enero no parece ir acompañando el movimiento alcista y hace dudoso que vaya a existir suficiente fuerza si no aumenta. También se ve sobre-compra en el MACD. Es de suponer que los avances en la estabilización de la zona Euro serán las claves para definir esta posible nueva tendencia.

En caso de que haya recogida de beneficios antes de un asalto definitivo a la zona 2500, los soportes en que podemos encontrar suelo serían la zona 2440 (media de 200 y canal alcista), 2390 y 2250. Este último soporte parece muy firme y cualquiera de ellos podría ser una oportunidad de compra si se alivia al sobre-compra y surgen apoyos por la situación de fundamentales.



Fuente: Reuters

Análisis Técnico

INDICE IBEX 35

El Ibex ha mostrado durante enero un comportamiento más discreto que el Eurostoxx y solo ha conseguido recuperar un 38.2% de la caída que se produjo desde los máximos de enero hasta agosto de 2011. Los máximos relativos de octubre 2011 situados en la zona 2300 son el objetivo de la tendencia actual y si fueran superados también el Ibex dibujaría una figura de cambio de tendencia con un objetivo a medio plazo que podría conducirle hasta el 10.500, como mínimo, pero esta situación es mucho más lejana que lo comentado para el Eurostoxx a la vista del comportamiento reciente. El grado de sobrecompra del MACD no es tan alto. Resistencias intermedias estarían en 9.600 y 9.800.

Si la zona actual no es superada encontramos soporte inmediato en la base del canal alcista en 8680. Otros soportes están en 8400 y 8100.



IBEX 35. Gráfico mensual de corto plazo

PRESENTE EN:



EUROPA:

España: bajo el nombre **Banco Banif S.A** con oficinas en Alicante, Badajoz, Barcelona (7), Bilbao, Burgos, Castellón, Córdoba, Gijón, Gerona, Granada, Jerez, Las Palmas de G.C., La Coruña, León, Lérica, Logroño, Madrid (14), Málaga, Marbella, Murcia, Oviedo, Palma de Mallorca, Pamplona, San Sebastián, Santander, Sta. Cruz de Tenerife, Sevilla (2), Tarragona, Valencia (2), Valladolid, Vigo, Vitoria, Zaragoza. **Reino Unido:** **Cater Allen Private Bank**, con oficinas en Londres; **Abbey National International**, con oficina en Jersey. **Italia:** **Santander Private Banking S.p.A.**, con oficinas en Milán, Roma, Brescia, Nápoles, Salerno, Treviso y Varese. **Suiza:** **Banco Santander (Suisse) S.A.**, con oficinas en Ginebra y Lugano. **Portugal:** **Santander Totta Private Banking**, con oficinas en Lisboa, Faro, Funchal y Oporto.

AMÉRICA:

EE.UU.: **Banco Santander Internacional**, con oficinas en Miami, Houston, Los Angeles, Nueva York, San Diego, San Francisco y Seattle. **LATINOAMÉRICA:** **México:** **Santander Banca Privada**, con oficinas en México DF (6), Acapulco, Aguascalientes, Ciudad Juárez, Ciudad Obregón, Cuernavaca, Culiacán, Chihuahua, Guadalajara, Hermosillo, Irapuato, León, Mérida, Mexicali, Monterrey, Morelia, Puebla, Querétaro, San Luis de Potosí, Tampico, Tepic, Tijuana, Toluca, Torreón, Veracruz. **Brasil:** **Santander Private Banking**, con oficinas en Sao Paulo, Rio de Janeiro, Porto Alegre, Belo Horizonte, Curitiba. **Chile:** **Santander Private Banking**, con oficina en Santiago de Chile. **Bahamas:** **Santander Bank & Trust Ltd.**, con oficina en Nassau.

Red de oficinas Banif

A Coruña

Juana de Vega, 16 - bajo y 1º
15003 A Coruña
Tel.: 981 20 18 37

Alicante

Avda. Oscar Esplá, 35
03007 Alicante
Tel.: 96 512 09 00

Badajoz

Avda. de Huelva, 12 - 1º A
06005 Badajoz
Tel.: 924 23 50 27

Barcelona

Avda. Diagonal, 568
08021 Barcelona
Tel.: 93 362 42 00

Avda. Ganduxer, 29
08021 Barcelona
Tel.: 93 201 53 00

Doctor Ferrán, 16
08034 Barcelona
Tel.: 93 252 50 00

Muntaner, 572
08022 Barcelona
Tel.: 93 434 31 01

Vía Massagué, 6 y 8
08201 Sabadell - Barcelona
Tel.: 93 748 46 92

Pseo. de Gracia, 82
08008 Barcelona
Tel.: 93 520 00 92

Avinguda de Gracia, 29
08172 Sant Cugat
del Vallés - Barcelona
Tel.: 93 675 54 15

Bilbao

Gran Vía, 39 - 1º
48009 Bilbao
Tel.: 94 479 45 95

Burgos

Condestable, 2 - 1º Edif. Ojeda
09004 Burgos
Tel.: 947 27 55 41

Córdoba

Cruz Conde, 13 - 2º Dcha.
14008 Córdoba
Tel.: 957 48 59 46

Gerona

Avda. Gran Vía Jaume I, 70
17001 Girona
Tel.: 972 22 21 12

Gijón

Santa Lucía, 19 - 3º
33206 Gijón
Tel.: 98 534 20 66

Granada

Carrera del Genil, 9 - Entrpl. B
18009 Granada
Tel.: 958 21 00 12

Jerez

Guadalete, 10 - 2º
11403 Jerez de la Frontera
Tel.: 956 32 19 30

Las Palmas de Gran Canaria

Avda. Rafael Cabrera, 19 - bajo
35002 Las Palmas de Gran Canaria
Tel.: 928 38 28 42

León

Avda. Ordoño II, 22
24001 León
Tel.: 987 21 01 12

Lérida

Rambla Ferran, 10
25007 Lleida
Tel.: 973 23 31 61

Logroño

Avda. de La Rioja, 16 - 1º Izq.
26001 Logroño
Tel.: 941 21 44 48

Madrid

Almagro, 26
28010 Madrid
Tel.: 91 310 67 00

Avd. de los Andes, 25
28043 Madrid
Tel.: 91 743 12 72

Avd. del Doctor Arce, 47
28002 Madrid
Tel.: 91 270 19 00

Balbina Valverde, 28
28002 Madrid
Tel.: 91 563 40 52

General Perón, 26
28020 Madrid
Tel.: 91 597 13 18

José Abascal, 55
28003 Madrid
Tel.: 91 395 24 72

Plaza de la Lealtad, 4
28014 Madrid
Tel.: 91 523 37 68

Príncipe de Vergara, 49 bis
28006 Madrid
Tel.: 91 431 74 23

Serrano, 92
28006 Madrid
Tel.: 91 270 13 00

Velázquez, 22
28001 Madrid
Tel.: 91 575 53 90

Avd. de la Libertad, 4
28924 Alcorcón
Tel.: 91 621 18 04

Avd. de Cantabria, S/N
Edificio Amazonia
28660 Boadilla del Monte
Tel.: 91 289 10 10

Parque Empresarial Miniparc Ed. F
C/ Azalea, 1
28109 La Moraleja - Madrid
Tel.: 91 625 24 90

Avda. de Europa, 16
28224 Pozuelo de Alarcón - Madrid
Tel.: 91 709 21 70

Málaga

Alameda Principal, 24 - 3º
29005 Málaga
Tel.: 95 221 46 10

Marbella

Ramón Gómez de la Serna, nº 23
Edificio Marbella House
29602 Marbella
Tel.: 95 286 05 04

Murcia

Jabonerías, 17 esq. Pza Julián Romea
30001 Murcia
Tel.: 968 29 96 66

Oviedo

Marqués de Pidal, 6 - bajo
33004 Oviedo
Tel.: 98 527 11 95

Palma de Mallorca

Rambla dels Duc's de Palma de
Mallorca, 1
07003 Palma de Mallorca
Tel.: 971 72 21 76

Pamplona

Paseo de Sarasate, 3 - 2º
31002 Pamplona
Tel.: 948 21 03 37

San Sebastián

Avda. de la Libertad, 28 - 1º
20004 San Sebastian
Tel.: 943 43 00 01

Santander

Paseo de Pereda, 37 - bajo
39004 Santander
Tel.: 942 36 40 72

Sta. Cruz de Tenerife

Antonio Dominguez Alfonso, 20
38003 Sta. Cruz de Tenerife
Tel.: 922 27 25 37

Sevilla

San Fernando, 9
41004 Sevilla
Tel.: 95 421 48 80

Reyes Católicos, 17
41001 Sevilla
Tel.: 95 556 77 40

Tarragona

Avda. Pau Casal, 15
43003 Tarragona
Tel.: 977 22 64 66

Valencia

Pintor Sorolla, 15 bajo
46002 Valencia
Tel.: 96 352 43 18

Pº de la Alameda, 1º
46010 Valencia
Tel.: 96 308 70 00

Valladolid

Miguel Iscar, nº 5
47001 Valladolid
Tel.: 983 33 42 22

Vigo

Avda. García de Barbón, 4
36201 Vigo
Tel.: 986 22 77 58

Vitoria

Ramón y Cajal, 7 - 9
01007 Vitoria
Tel.: 945 14 11 66

Zaragoza

Paseo Sagasta, 2
50006 Zaragoza
Tel.: 976 21 23 99