

# INFORME DE MERCADO

Abril 2011

## RESUMEN Y CONCLUSIONES

- **Escollos geoestratégicos...** que, a priori, no deberían propiciar que la nave de la economía mundial entrara en barrena.
- La **"ultraortodoxia" del BCE** será contrarrestada por una **actitud todavía complaciente de la Fed** con los repuntes contemporáneos en los índices de precios.
- Valoración, flujos, liquidez, actividad corporativa y *momentum* de beneficios... seguirían siendo **elementos de soporte para la Renta Variable**.
- El mercado sigue haciendo un **ejercicio de mayor discriminación entre Tesoros "periféricos"**: España, principal beneficiado.
- **No se debe olvidar la gestión del riesgo a pesar de las oportunidades**. Recomendamos gestores y soluciones de inversión con orientación a la protección de capital.

## PERSPECTIVAS MACROECONOMICAS

### Fundamentos vs Geopolítica

La economía estadounidense no abandona las constantes vitales que la han caracterizado desde el inicio del año. Con independencia de la ligera corrección que arrojaron los registros de actividad industrial en el mes de febrero –producción y pedidos–, en buena medida explicada por la elevada volatilidad de estas series, la combinación de unos subíndices de nuevos pedidos industriales dentro de las principales encuestas de confianza empresarial en máximos desde hace muchos años con unos niveles de inventarios bajos sigue proyectando un escenario favorable para la inversión a medio plazo. Por su parte, la recuperación gradual del mercado laboral siguió su curso en enero (+192.000 empleos netos y caída de una décima de la tasa de paro), con visos de continuar haciéndolo en los meses venideros, lo que debería ejercer de soporte para el consumo. Aún con el talón de Aquiles del sector residencial –todavía deben purgarse los elevados niveles de inventarios engrosados por las viviendas embargadas–, manejamos una previsión de crecimiento del PIB para el conjunto de 2011 del 3,2%.

Los datos de actividad publicados en la Unión Económica y Monetaria –tanto de naturaleza cuantitativa como cualitativa– quedaron relegados a un segundo plano durante el mes de marzo por una sucesión de acontecimientos en el plano político y soberano. Si la variable soberana ya justificaba manejar una previsión de crecimiento del PIB muy prudente para el conjunto de la región en 2011 –por el exigente ajuste fiscal aparejado–, la política monetaria del Banco Central Europeo no parece el mejor aliado para revisar esa previsión (1,3% promedio anual) al alza.

La crisis de Japón, por una parte, propició en marzo una repreciaación del riesgo de forma global. Consideramos que las amenazas por este lado sobre las economías emergentes son reducidas. Por otra parte, la posición de este espectro de países ante las implicaciones del encarecimiento del petróleo sobre la inflación, tipos de interés, crecimiento y cuentas externas, es distinta. De forma global, los retos continúan situados en contener la inflación a corto plazo y avanzar hacia un modelo de crecimiento menos dependiente del comportamiento del sector exterior y del ciclo industrial del bloque desarrollado.

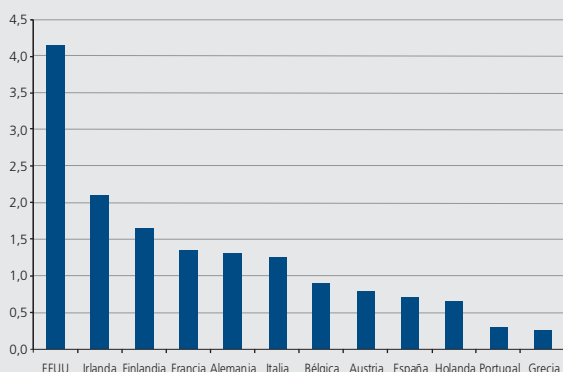
El terremoto de Japón disparó algunos interrogantes relativos a su potencial impacto sobre los mercados emergentes de Asia, con dos vertientes a considerar: (i) impacto sobre flujos comerciales y repercusiones sobre el crecimiento, y (ii) riesgos sobre la estabilidad de los flujos financieros en la región por efecto repatriación de capitales y/o eventual incremento de la aversión al riesgo. Aunque Japón se configura como uno de los principales países de destino del sector exportador de las economías emergentes de Asia, en los últimos años el país ha perdido importancia relativa como destino comercial. En 1995, año en que Japón se vio sacudido por el terremoto de Kobe, la economía nipona representaba algo más del 13% de las ventas al exterior de Asia emergente. A día de hoy, esa proporción se sitúa por debajo del 8% (aunque con una elevada heterogeneidad por países), lo que sugiere un impacto de menor magnitud que el de entonces sobre los flujos comerciales de la región y, por ende, sobre su crecimiento económico. En cualquier caso, un eventual deterioro de los flujos comerciales tendría un carácter marcadamente coyuntural, que se diluiría a medida que se ejecuten las labores de reconstrucción y la industria recupere los niveles de actividad previos al desastre.

La repatriación de capitales es un factor que introduce riesgos sobre la estabilidad de los flujos financieros a nivel regional. Sin embargo, el hecho de que la principal vía de entrada de capital japonés en la zona se canalice a través de flujos de inversión extranjera directa (IED) reduce ampliamente estos riesgos, en la medida en que esta tipología de inversión se aleja del carácter más especulativo de las inversiones en cartera o la otra inversión.

### RENTA FIJA Y DIVISAS: Enfoque muy selectivo

Durante el mes de marzo, el foco del mercado ha estado más en lo geopolítico que en lo puramente económico. El conflicto bélico en Libia y los eventos en Japón han reactivado la búsqueda de refugio en la deuda pública, provocando cesiones de la rentabilidad del bono del Tesoro EEUU a 10 años desde niveles del 3,55% hasta la cota del 3,19%, aunque este movimiento correctivo se ha invertido en buena medida en los últimos días del mes. Por su parte, el crédito corporativo ha seguido muy de cerca los movimientos de la deuda pública, y los diferenciales se han mantenido prácticamente

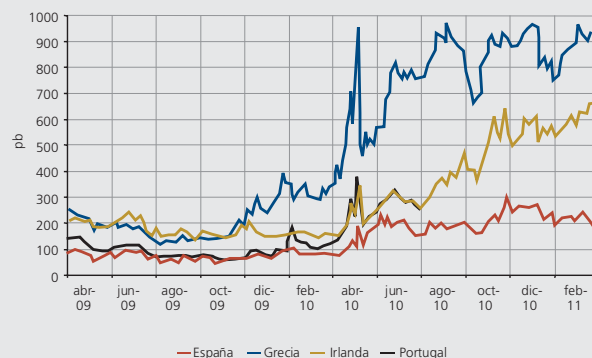
Peso de las exportaciones a Japón sobre el total (%)



DEPENDENCIA BAJA DE JAPÓN EN MATERIA EXPORTADORA

Fuente: Thomson Reuters Datastream

Diferencial entre Tesoros "periféricos" y Alemania (10 años)



ESPAÑA EMPIEZA A DESMARCARSE DEL RESTO DE LA "PERIFERIA" EUROPEA

Fuente: Thomson Reuters Datastream

sin cambios durante las últimas semanas. Sin atractivo alguno en duración y con un papel corporativo *Investment Grade* muy ajustado, la parcela de valor en el activo en dólares sigue reducida al crédito *High Yield*. Por la necesidad de buscar mayor retorno en los rangos de *rating* inferiores, recomendamos carteras diversificadas con extremo cuidado en la selección de emisores y reiteramos la necesidad de mantener exposición mediante vehículos especializados.

La dinámica de las curvas “núcleo” en la zona Euro en las últimas semanas ha sido muy pareja a la del dólar, primando el movimiento de “huída hacia la calidad” como consecuencia del tensionamiento de la prima de riesgo geopolítico. Así, la TIR del bono alemán a 10 años llegó a ceder hasta la cota del 3,11%, nivel no visto desde el pasado mes de enero. Pero, como en EEUU, la situación ha revertido de forma sensible en fechas recientes. En el plano “periférico”, el deterioro de los diferenciales –Grecia, Irlanda y Portugal- ha continuado, motivado por la crisis política lusa. La excepción a este comportamiento volvió a localizarse en la deuda española, que empieza a converger hacia Tesoros con un perfil de riesgo más parejo, como Bélgica e Italia. Por último, en la curva libra se produjo un descenso de la rentabilidad en todos los plazos, siendo especialmente patente en el tramo 2-5 años. El descuento que el mercado ha hecho de las expectativas de inflación parece haber sido excesivo y la corrección experi-

mentada a finales de 2010 parece haberse calmado. De cara a los próximos meses, continuamos viendo mayor valor en el activo en crédito *High Yield* y estrategias de valor relativo, jugando a la discriminación creciente entre Tesoros europeos.

La volatilidad siguió siendo la tónica predominante en el mercado cambiario a lo largo del mes de marzo. Consideramos que la función de reacción del cruce EUR/USD podría continuar siendo asimétrica a corto plazo. Concretamente: (i) un movimiento al alza limitado hasta la zona de 1,42/1,43 apoyado en potenciales avances en materia de gobernanza europea y en el margen adicional de incremento del grado de beligerancia antiinflacionista del BCE (pensamos que muy escaso tras la “desagradable” sorpresa del último Consejo de Gobierno), y (ii) un mayor margen de depreciación del euro en caso de contratiempos en la agenda portuguesa y también europea, al que hay que unirle igualmente la evolución de los diferentes riesgos abiertos en Japón y Oriente Medio como elementos apreciadores del dólar. En este contexto, apostamos por una vuelta a medio plazo del cruce hasta niveles más alineados con nuestro escenario central para finales del ejercicio (rango 1,20-25 EUR/USD): seguimos apostando por una apreciación de la divisa estadounidense, con tintes más consistentes en la segunda mitad del año sobre la base de un mejor comportamiento relativo del ciclo norteamericano vs europeo.

## CARTERA MODELO GLOBAL

### Escollos geoestratégicos salvables

El velo geopolítico –particularizado en el seísmo en Japón y el conflicto bélico en Libia– se ha encargado de tapar en las últimas semanas un trasfondo macro que sigue siendo constructivo en el conjunto de la economía global.

Aunque aún es pronto para hacer una estimación más o menos certera del impacto en términos de coste sobre el PIB y de crecimiento económico a nivel local del terremoto acaecido el pasado 11 de marzo en Japón y de la posterior crisis nuclear, lo que sí parece probable –siempre que este último punto no adquiera tintes todavía más dramáticos– es que los efectos sobre el crecimiento del PIB mundial vayan a ser reducidos.

Es cierto que Japón es la tercera economía del mundo por tamaño (representa casi un 9% del PIB global), pero no lo es menos que su relativamente bajo grado de apertura limitaría la repercusión negativa de un drenaje en su ritmo de crecimiento, como consecuencia del terremoto, sobre el resto de economías. Y es que las importaciones de Japón sólo equivalen al 10% de su PIB y al 4% del total de importaciones a escala mundial.

Por lo que respecta a la economía estadounidense, la dependencia de Japón por exportaciones se limita a sólo algo más del 4% sobre el total de sus flujos comerciales al exterior. En

el caso europeo, los vínculos comerciales son más pequeños todavía y aquellas economías con mayor exposición son, salvo el caso de Irlanda, las que precisamente cuentan con fundamentales más robustos (Finlandia, Francia y Alemania), y en ningún caso llega al 2% del total de su base exportadora.

Además, cuando Japón pase de la fase de “desastre” a la fase de “resurrección” –en torno a mitad de año, si no antes– es presumible que el crecimiento global adquiera cierto impulso por las tareas de reconstrucción, aunque sea reducido. Por tanto, nuestra previsión de crecimiento del PIB mundial para 2011 se mantiene inalterada (4,3% promedio anual) frente al contratiempo nipón.

En relación a las tensiones en el Norte de África y Oriente Medio, y su traducción lógica en clave de encarecimiento del petróleo, los avances que en materia de eficiencia energética han logrado en las tres últimas décadas la mayor parte de las economías desarrolladas limitarían el impacto de la subida del crudo sobre el crecimiento, siempre y cuando no se produzca una apreciación adicional, que a priori sólo tendría lugar si las tensiones sociales se extendieran a los principales países productores de la zona, con Arabia Saudita a la cabeza.

En cualquier caso, la revalorización acumulada por las materias primas en los últimos meses no ha pasado de puntillas por el terreno inflacionario, desembocando en subidas generalizadas en los índices generales de precios a través de los

componentes más volátiles (energía y alimentos). La extrapolación al terreno de la política monetaria de esta dinámica encuentra una respuesta diferente a nivel de los dos principales bancos centrales –Reserva Federal y Banco Central Europeo– que radica en el diferente mandato que tienen asignado.

Por el lado de la Fed, no se adivina un endurecimiento de la política monetaria durante los próximos meses, en la medida en que todavía no muestra satisfacción en el cumplimiento de su mandato dual, que incluye, además de velar por mantener la inflación en un rango de confort, el impulso del empleo.

El BCE, en cambio, se agarra a su mandato único –la vigilancia de la estabilidad de precios– y prepara al mercado para una elevación de tipos inminente, que sería de 25 pb en su Consejo de Gobierno del 7 de abril. Elevación que pensamos tendría un carácter meramente preventivo como anclaje de las expectativas de inflación, y no supondría el inicio de un rosario de subidas agresivas en lo que resta del ejercicio, en la medida en que las variables que justificarían un incremento de la presión en la inflación de demanda –utilización de capacidad, costes laborales, crédito– permanecen tenues.

Por último, no queremos perder de vista la variable riesgo soberano. En el último mes, Europa ha avanzado en el proceso de gobernanza. La dotación de mayor capacidad financiera y de funcionamiento a los mecanismos de estabilidad –pendiente de concretar en junio– debería actuar de dique de contención de nuevos episodios de hemorragia soberana. La desvinculación de España de la depreciación de la prima de

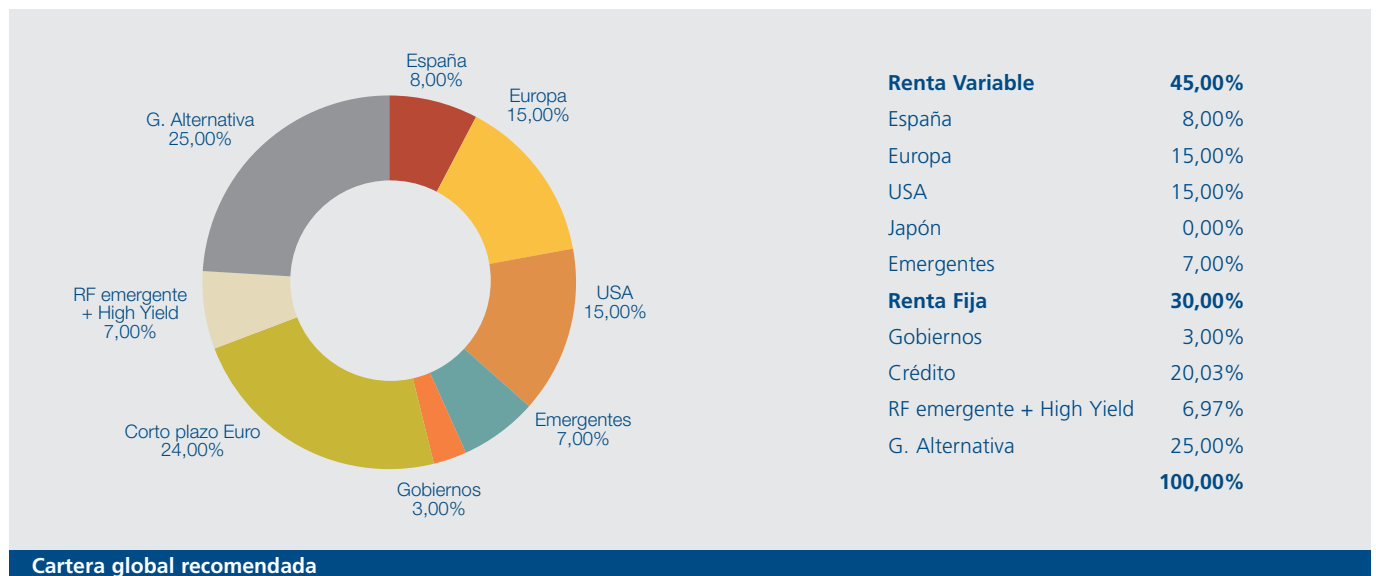
riesgo portuguesa podría reflejar el cambio en la percepción de los inversores acerca de las diferencias que existen entre economías “periféricas”, y el reconocimiento de que la economía española está avanzando en la dirección correcta.

En conclusión, pensamos que los escollos geoestratégicos, a priori, no deberían propiciar que la nave de la economía mundial entrara en barrena. Y es que la base fundamental apenas se ha deteriorado: la recuperación económica sigue consolidándose y, salvo *shocks* externos, la inflación no debería ser un problema en 2011. Asimismo, la liquidez es abundante y las condiciones monetarias, en líneas generales, seguirán siendo expansivas.

En relación a la renta fija, la rentabilidad potencial del mercado bursátil es más atractiva. La transición de dinero desde esa clase de activo hacia las bolsas debería limitar la profundidad de potenciales correcciones. Valoración, flujos, liquidez, actividad corporativa y *momentum* de beneficios seguirían siendo elementos de soporte para la Renta Variable.

Sin atractivo alguno en duración y con un papel corporativo *Investment Grade* muy ajustado, la parcela de valor en el activo Renta Fija sigue reducida al crédito *High Yield*. Por la necesidad de buscar mayor retorno en los rangos de *rating* inferiores, recomendamos carteras diversificadas con extremo cuidado en la selección de emisores y reiteramos la necesidad de mantener exposición mediante vehículos especializados.

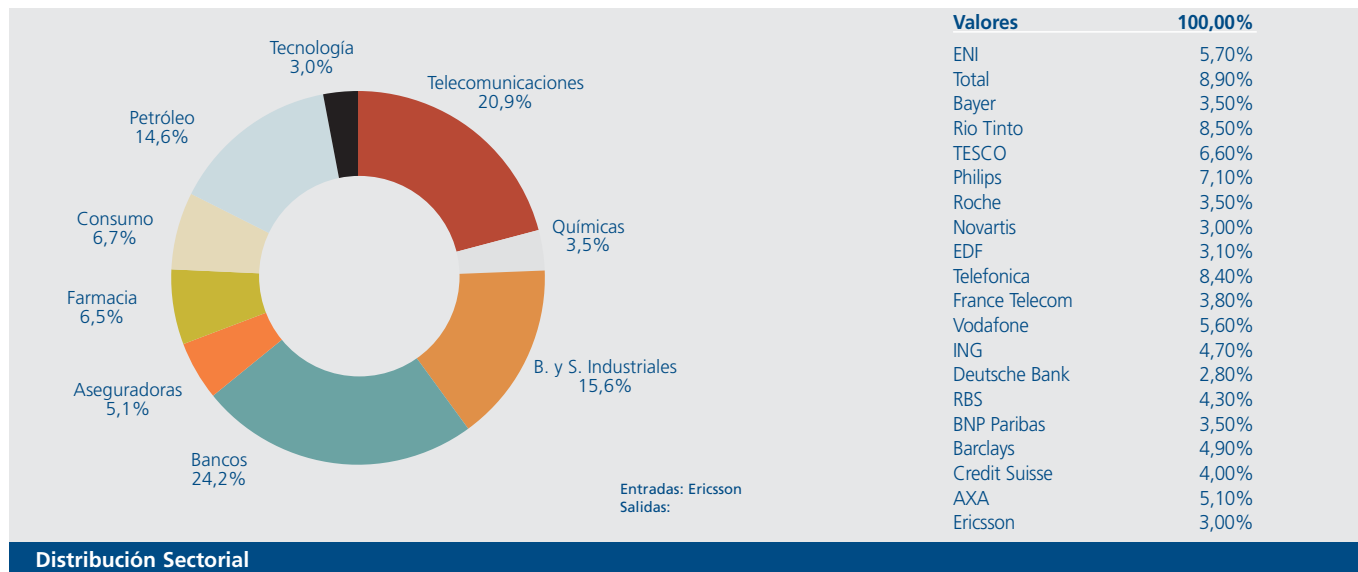
Por último, no hay que olvidar la gestión del riesgo a pesar de las oportunidades. Recomendamos gestores y soluciones de inversión con orientación a la protección de capital.



# CARTERA DE RENTA VARIABLE

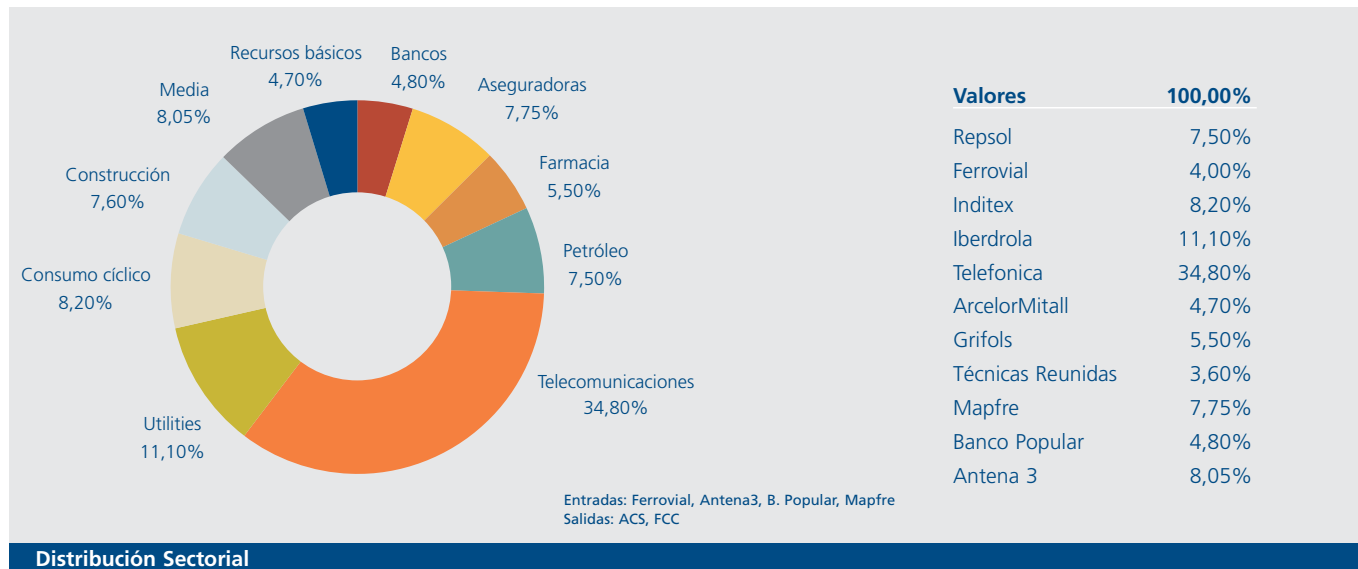
## Retomando exposición en Tecnología

Europa



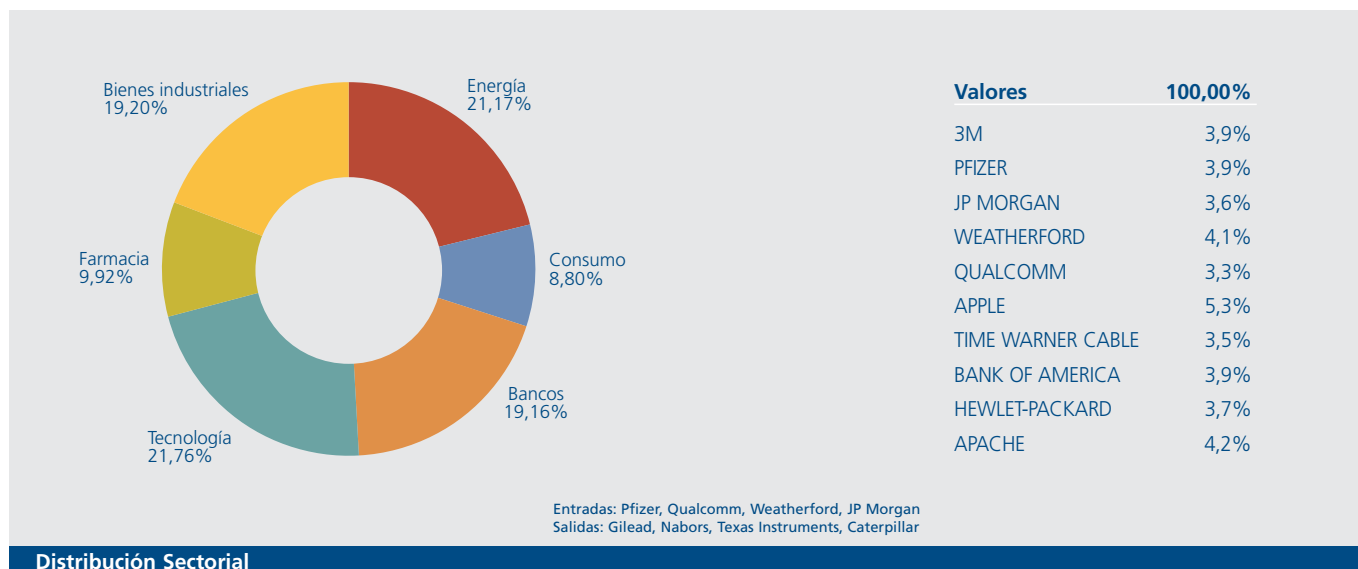
## Reducción del peso en el sector constructor a favor de retomar la exposición a Media y Bancos

España



## Aprovechando el buen *momentum* del sector financiero

América



## ESTRATEGIA

**Bancos Centrales: El BCE sigue careciendo del don de la oportunidad.** La autoridad monetaria europea volvió a "agitar el avispero" en su último Consejo de Gobierno celebrado, aludiendo de forma explícita a la posibilidad de que se produzca un episodio de endurecimiento monetario vía tipos en su próxima reunión del 7 abril. Pero una cosa es que nos parezca razonable que el BCE intente anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos -y evitar efectos de segunda vuelta con una retórica "vigilante"- y otra bien distinta es que en estos momentos sea necesario acometer una subida "preventiva". Seguimos pensando que la presión en los núcleos subyacentes de precios va a seguir siendo limitada, sobre todo cuando las tasas de desocupación se encuentran en niveles altos y la probabilidad de efectos de segunda ronda es mínima por los reducidos niveles de crecimiento de la oferta monetaria (en comparación con su ritmo de avance en el momento de iniciarse el último ciclo alcista en tipos a finales de 2005 - 8,5% i.a.- en la actualidad sólo lo hace al 2,0%) y del crédito al sector privado, el efecto amortiguador de la apreciación del euro sobre los precios de importación, la estabilidad de los costes laborales unitarios, el exceso de capacidad productiva en sectores de actividad claves y el mantenimiento -exceptuando casos como el de Alemania- de la tasa de paro en cotas elevadas en muchos países, con un mar de fondo en Europa de crisis soberana todavía latente que provoca divergencias sensibles en la velocidad de recuperación de los países miembros (los riesgos inherentes de recaída -más si cabe si se tensiona la cuerda en materia de tipos- no deben ser obviados) y tiene interconexión con la posición de balance del sistema bancario.

Y, además, si nos ceñimos a las previsiones que maneja el BCE en materia de inflación -el punto intermedio de crecimiento del IPC armonizado en 2012 lo sitúa en el 1,7%, perfectamente alineado con su objetivo de estabilidad de precios- la urgencia de una subida de tipos también puede antojársenos precipitada. En cualquier caso, atendiendo al currículo de rigidez e inflexible ortodoxia que en varias ocasiones ha exhibido la autoridad monetaria europea desde su fundación, la amenaza palpable de un alza de tipos de 25 puntos básicos en abril va a sobrevolar el mercado hasta la celebración del próximo Consejo de Gobierno, introduciendo una dosis adicional de volatilidad, a todas luces inoportuna en estos momentos en los que la prima de riesgo geopolítico ya se encarga por sí misma de inyectarla.

**Renta Variable: La liquidez de la Fed como red de seguridad al menos hasta junio.** Con la geopolítica como principal catalizador, los índices bursátiles estadounidenses registraron un saldo negativo en el mes de marzo, sin que la base fundamental se haya deteriorado: la recuperación económica sigue consolidándose y, salvo *shocks* externos, la inflación no debería ser un problema en 2011. Asimismo, la liquidez es abundante y la política fiscal y monetaria muy laxas. A nivel valoración, la bolsa ya no está barata, pero los inversores aún asignan una prima de riesgo excesiva a la renta variable norteamericana. En relación a la renta fija, la rentabilidad potencial del mercado de acciones es más atractiva. La transición de dinero desde esa clase de activo hacia las bolsas debería limitar la profundidad de potenciales correcciones.

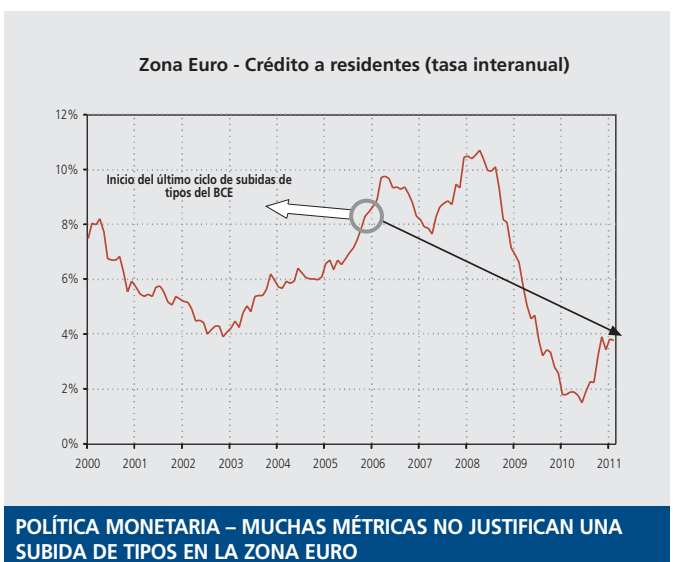
Seguimos manteniendo un posicionamiento de sobreponderación en el activo con precio objetivo 2011 para el S&P

500 de 1427 puntos. El segundo programa de compra de activos de la Fed, enfocado en reactivar el consumo vía efecto riqueza, seguirá otorgando apoyo al mercado por lo menos hasta junio. Preferencia sectorial: industriales, tecnológicas, energía, consumo discrecional y financieras.

Tono correctivo el experimentado por los índices europeos durante buena parte del mes de marzo, aunque en el caso del EuroStoxx 50 se respetaron niveles técnicos de soporte importantes (zona de 2750 puntos). En líneas generales, los mercados de la zona Euro han estado condicionados por elementos exógenos y otras variables más controvertidas: (i) seísmo en Japón y la incertidumbre asociada sobre sus consecuencias en el crecimiento global, (ii) protagonismo del plano geopolítico, con el aumento de la tensión en la región del Magreb, y (iii) extensión de la alfombra roja por parte del BCE a una subida de tipos inminente. Por su parte, el mercado británico se ha quedado rezagado en términos absolutos frente a los principales índices europeos o estadounidenses. La debilidad mostrada por la libra en las últimas semanas tampoco ha ayudado a mejorar el atractivo de la renta variable británica frente a los mercados continentales.

A nivel estratégico (medio-largo plazo) permanecen vigentes elementos fundamentales de soporte para el activo: por un lado, en el plano macro, los datos muestran señales de una recuperación gradual de la economía global; por otro, el ciclo de beneficios mantiene un *momentum* de solidez. Por tanto, hay razones para mantener la sobreponderación en renta variable Europa, sobre todo en relación al hecho que seguimos pensando improbable uno escenario de "W". A nivel táctico, los últimos eventos podrían seguir constituyendo una fuente de volatilidad a corto plazo, dando lugar a otra fase lateral. Desde una óptica técnica, los niveles importantes han resistido y los fundamentales y las valoraciones pueden representar un suelo para la clase de activo.

En un escenario correctivo para las bolsas desarrolladas, los índices emergentes mostraron una mayor estabilidad durante el mes de marzo. Por mercados, dentro de Asia, recomendamos mantener posiciones en China -por refugio- y Malasia -por fundamentos (baja inflación y exposición a materias primas)-. Dentro de Latinoamérica, apostamos por Brasil y México por exposición a materias primas y ciclo EEUU. En otras zonas geográficas, nos gustan Rusia y Sudáfrica por su apalancamiento a *commodities*.





## PRODUCTO DESTACADO BANCO BANIF

Nuestra meta en **Banif** es poner siempre a su disposición los productos y servicios que mejor se ajusten a sus necesidades financieras y a la evolución de los mercados. Nos encontramos en un momento y en un entorno de bajos tipos de interés, por lo que los inversores buscan alternativas que les ofrezcan mayor rentabilidad. Con esta premisa en mente, en Banif hemos diseñado un fondo que le garantiza su inversión al vencimiento, además de asegurarle una rentabilidad adicional.

Se trata del fondo **BANIF TIPO FIJO, FI<sup>1</sup>** con el cual usted obtendrá:

- La **recuperación del 100% de su inversión** a vencimiento, el 03 de abril de 2014<sup>2</sup>.
- **Y una rentabilidad adicional del 3,0245% TAE**, repartida en rentas trimestrales<sup>3</sup> a lo largo del periodo de garantía<sup>4</sup> para las inversiones realizadas hasta el 17 de mayo de 2011 y mantenidas hasta vencimiento.

Si desea recibir más información, le rogamos a contacte con su Banquero Privado antes de la finalización del **período de comercialización** que finaliza el **próximo 16 de mayo**.

**1.** Consulte el folleto informativo del fondo, en la web de la CNMV, en [www.banif.es](http://www.banif.es), o en cualquier oficina de Banco Banif, donde se recoge las condiciones de garantía de este fondo. **2.-** Reembolsos ajenos al plan de rentas y anteriores a la fecha de vencimiento no gozarán de la garantía indicada y se aplicará una comisión de reembolso del 5%. **3.-** 11 rentas trimestrales de 45 euros brutos y una renta final de 22,19 euros brutos por cada 6.000 euros invertidos. **4.-** Fecha inicio garantía 17 de Mayo 2011, fecha de vencimiento 03 de Abril de 2014



[www.banif.es](http://www.banif.es) | 902 22 44 22

**MEJOR BANCO PRIVADO DE ESPAÑA**  
PART OF SANTANDER PRIVATE BANKING GLOBAL DIVISION

El presente informe ha sido preparado por Banco Banif, S.A. y se facilita sólo a efectos informativos. La información que incluye esta presentación se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables. Si bien se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no debe considerarse como totalmente exacta o completa. En ningún caso la información y los análisis que pudieran contenerse garantizan resultados o rentabilidades futuras de las inversiones. Esta información no proporciona ningún tipo de recomendación de inversión, ni asesoramiento legal, fiscal, ni de otra clase y nada de lo que en ella se incluye debe ser tomado como base para realizar inversiones o tomar decisiones. Asimismo, la información contenida no tiene en cuenta objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades particulares de cualquier persona. Antes de decidir sobre cualquier inversión, el receptor debería obtener el asesoramiento profesional adecuado y específico. El valor de las inversiones puede subir o bajar, circunstancia que el inversor debe asumir incluso a riesgo de no recuperar el importe invertido, en parte o en su totalidad. Igualmente, el anuncio de rentabilidades pasadas no constituye promesa o garantía de rentabilidades futuras. Los contenidos tienen únicamente finalidad informativa y bajo ninguna circunstancia deben usarse ni considerarse como oferta de venta, solicitud de una oferta de compra ni recomendación para realizar cualquier otra transacción. Cualquier decisión de compra por parte del receptor sobre un valor o instrumento financiero al que, en su caso, pudiera aludirse en este informe, debería adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre el valor o instrumentos financiero y, de existir, atendiendo al contenido del folleto registrado en el organismo supervisor correspondiente disponible tanto en dicho organismo o en el mercado donde pudiera estar admitido a negociación (de ofrecerse dicho servicio) como a través de la sociedad emisora. Banco Banif, S.A. excluye expresamente toda responsabilidad por errores u omisiones en esta información. Banco Banif, S.A. o las filiales del Grupo Santander Central Hispano, sus consejeros o empleados, podrán en cada momento tener una posición o interés directo o indirecto sobre valores, instrumentos financieros y entidades emisoras que, en su caso, puedan mencionarse en el presente documento. El presente informe no podrá ser utilizado, reproducido, distribuido ni publicado por ningún receptor del mismo, salvo que medie el consentimiento expreso de Banco Banif, S.A. Copyright BANCO BANIF 2006. Reservados todos los derechos.