



RESUMEN Y CONCLUSIONES

- **Seguimos sin apostar por un escenario central de retorno de la recesión en economías avanzadas...** pero la moderación del crecimiento en la segunda mitad del ejercicio parece inevitable.
- **Consideramos positiva la publicación de los test de estrés bancarios en Europa.** Deberían servir para desviar poco a poco el foco de atención del mercado desde el riesgo soberano al cíclico.
- A pesar del contexto global de ralentización de la actividad económica que se avecina, **en los meses venideros hay argumentos** (valoración, flujos, resultados empresariales, normalización de las curvas soberanas, amplio margen de mejora del mercado interbancario...) **para otorgar apoyo a los activos de riesgo.**
- En cualquier caso, las posiciones de riesgo deben seguir siendo complementadas con una intensa gestión activa y una elevada diversificación en las carteras. **La preservación de capital debe continuar siendo la premisa prioritaria** en la gestión.
- **El euro se perfila como ganador frente al dólar en un combate a tres asaltos, pero no así en uno a quince.** Posibles aproximaciones a la zona de 1,35 EUR/USD deberían ser aprovechadas para retomar posiciones largas en dólares con una óptica más estructural.

PERSPECTIVAS MACROECONOMICAS

La importancia del crédito

Durante el mes de julio hemos contado con una mayor acumulación de señales de enfriamiento de una de las pocas economías que han liderado hasta hace poco, junto a las emergentes, la recuperación de la economía mundial. Los datos contemporáneos han confirmado, sobre todo, la pérdida de pulso en aquellos sectores que han sido más objeto de estímulo: i) el consumo de las familias acumula varios meses de caída, ii) aflora un incipiente estancamiento de la producción industrial, y iii) los índices de confianza empresarial, que fueron los primeros indicadores que adelantaron la recuperación económica a partir del tercer trimestre de 2009, han comenzado a ceder con cierta claridad.

Si bien no manejamos como escenario central una recaída del PIB en tasas negativas de crecimiento, esperamos un segundo semestre de 2010 de baja tracción, con una tasa de paro enquistada en niveles superiores al 9%. Antes, de cara al segundo trimestre del año, prevemos una tasa de avance del PIB sólo ligeramente superior al 2% en tasa anualizada, en un contexto de ralentización del consumo privado, mantenimiento de la contribución al PIB de la inversión residencial en la zona de mínimos históricos, menor acumulación de inventarios y aportación negativa del sector exterior. Sólo el consumo público y la inversión empresarial mantendrían el tipo.

En el plano macro europeo, el mes de julio ha podido suponer la estación de paso desde el riesgo soberano/financiero, como principal motivo de preocupación para el mercado, al riesgo cíclico. Y en ello habrá tenido mucho que ver la publicación el pasado 23 de julio de las pruebas de resistencia al sector bancario del Viejo Continente. Los resultados de los test de estrés aplicados sobre 91 entidades financieras europeas deberían contribuir a una asignación más eficiente del riesgo (específico) por sistemas financieros y entidades concretas y a despejar las dudas sobre la capacidad de resistencia del conjunto financiero europeo ante un eventual escenario adverso. La estrecha correlación entre el riesgo de crédito del sistema financiero y el correspondiente a los estados soberanos, muy estrecha desde 2009, bien podría romperse si el mercado es capaz de acotar qué entidades son más vulnerables a los distintos escenarios de tensión planteados en el análisis europeo. Con estas pruebas de resistencia, los inversores y las entidades financieras tienen casi toda la información necesaria para tomar decisiones con mayor seguridad. Con dificultad podrán disponer los mercados y los bancos otras vías de información tan detallada y exacta como esta. En condiciones normales, por tanto, debería darse por superada la primera fase de la crisis bancaria e iniciar la segunda, que sería la recuperación del crédito y la normalización de los préstamos interbancarios. Ello sería de enorme trascendencia en el momento actual del ciclo.

En suma, la mejor noticia que podría derivarse de los test de estrés es una mejor asignación de riesgos por parte de los inversores, un escenario que, al mismo tiempo, podría provocar una reducción en la percepción de riesgo sistémico durante los próximos meses, reducción que probablemente coexistirá con una ampliación del componente más cíclico de la prima de riesgo. En el caso europeo, el balance reciente es ciertamente mejor desde la óptica de los indicadores de confianza empresarial (PMI

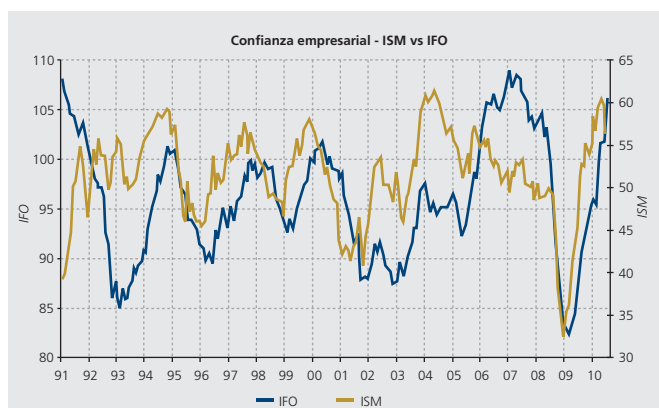
de manufacturas y servicios, componente de condiciones actuales del índice IFO alemán), pero los componentes de expectativas del IFO alertan de una segunda mitad del ejercicio que se puede caracterizar por un menor dinamismo económico que podría materializarse en algún dato de crecimiento del PIB *cuasi* plano en los trimestres venideros. Escenario consistente con una demanda doméstica que va a mantener un tónica frágil sin la ayuda todavía del flujo de crédito (de aquí, la importancia que otorgamos al paulatino reestablecimiento de la normalidad en la actividad interbancaria) y con el lastre de los efectos de los planes de austeridad fiscal.

RENTA FIJA Y DIVISAS: Al calor de los test de estrés

El comportamiento de la deuda soberana en dólares durante el último mes continuó condicionado por el movimiento de "huída hacia la calidad" ante los temores de "double-dip", y tanto el tramo a 2 como el 10 años siguieron negociando en torno a niveles mínimos de los últimos 12 meses. El aplanamiento de la curva se vio acentuado por la sensible caída en TIR de los bonos a 5 y 10 años. Por su parte, el crédito corporativo presentó un buen comportamiento en nombres de primera línea; no obstante, los flujos fueron livianos durante la mayor parte del mes.

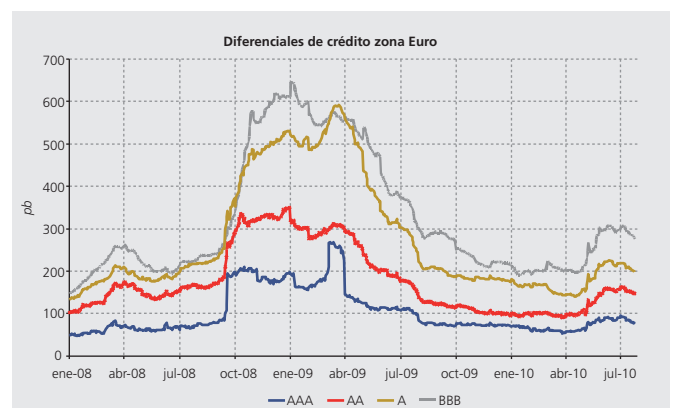
El crédito continúa siendo el activo más atractivo en términos de rentabilidad/riesgo. Atractivo que, en un entorno de tipos bajos, crecimientos modestos (por debajo del potencial), balances saneados (poco apalancamiento) y tendencia a la baja en las tasas de impago, podría mantenerse intacto en el medio plazo. Recomendamos carteras diversificadas con extremo cuidado en la selección de emisores. En este entorno (favorecer crédito sobre duración), la selectividad en el *stock picking* es determinante. Seguimos viendo oportunidades en *High Yield*; no obstante, es una clase de activo que seguirá sujeta a la volatilidad del mercado. De cara a los próximos meses reiteramos la necesidad de mantener exposición mediante vehículos especializados.

La relajación en las curvas de la "periferia" europea ha avanzado poco a poco en las últimas semanas en paralelo a la elevada demanda que han tenido las subastas celebradas y la contención en los costes de financiación de las mismas (sigue siendo elevado, pero menos). Julio ha sido un mes de grandes vencimientos en bonos de deuda soberana y corporativa (cerca de 50.000 millones de euros). No obstante, el mercado no ha reinvertido todo la liquidez generada en la clase de activo, básicamente a la espera de los resultados del *stress test* bancario. A priori, una vez publicados, con resultados satisfactorios desde nuestro punto de vista, los resultados de las pruebas de resistencia deberían ser un factor de importancia para impulsar la demanda por activos denominados en euro en los próximos meses. Sin abandonar la cautela en el caso de la deuda soberana de las economías "periféricas", papel como el 2-3 años de la curva española sigue mostrando atractivo. No obstante, con un prisma más global, continuamos viendo más valor en crédito corporativo que en riesgo soberano. Sigue habiendo una importante bolsa de liquidez, aumentada tras los recientes vencimientos, en búsqueda de rentabilidad, lo que mantiene el buen *momentum* del activo.



SENTIMIENTO DIVERGENTE POR EL RETARDO DEL CICLO DE INVENTARIOS EN EUROPA

Fuente: Thomson Reuters Datastream



LA DINÁMICA RECIENTE DE ESTRECHAMIENTO DE DIFERENCIALES DEBERÍA IR A MÁS

Fuente: Thomson Reuters Datastream

En el mercado cambiario, la transparencia que debería generar la publicación de los test de estrés bancarios y el probable margen de sorpresas positivas en Europa vs EEUU a muy corto plazo (ciclo de inventarios más rezagado), junto a la incomodidad creciente que las autoridades americanas pueden estar experimentando con la erosión que la apreciación generalizada del dólar está causando en su sector exterior, podrían seguir apoyando la tendencia de apreciación del euro. Importante sería la consolidación por encima de 1,30 EUR/USD para dotar de más consistencia

al movimiento en próximas semanas. Posibles aproximaciones a la zona de 1,35 EUR/USD deberían ser aprovechadas para retomar posiciones largas en dólares con una óptica más estructural, ya que las medidas de consolidación fiscal y la debilidad de la iniciativa privada pueden mermar la capacidad de crecimiento a medio y largo plazo de la zona Euro y, derivado de ello, el BCE no llevaría a cabo movimientos alcistas en los tipos de interés a año y medio vista (la Fed lo haría antes). Por tanto, la tendencia de fondo sigue siendo de depreciación para el euro.

CARTERA MODELO GLOBAL

Del riesgo soberano y financiero al riesgo cíclico

Después de haber logrado evitar una nueva "Gran Depresión" de la economía global, y de los ingentes esfuerzos presupuestarios, monetarios y políticos empleados en combatirla, a lo largo del último mes hemos podido volver a comprobar que las bases de la recuperación se muestran menos sólidas de lo que aparentaban o de la percepción que el mercado pareció albergar durante buena parte de la segunda mitad del año pasado y algunos tramos del presente.

Hay señales que confirman, al menos de forma parcial, estas sensaciones desde diferentes prismas. Por ejemplo, el índice de fletes Báltico, que mide el coste del transporte marítimo de mercancías y sirve para comprobar la salud del comercio mundial, se encuentra en su nivel más bajo desde enero de 2009. Este indicador se acompaña de una caída del 9% en junio, y por tercer mes consecutivo, de las importaciones de mineral de hierro en China, consecuencia de los esfuerzos de sus autoridades para gestionar un "aterrizaje suave" de su sector de construcción.

Asimismo, las encuestas de confianza empresarial, sobre todo en EEUU, han cambiado su tendencia al alza. Y pese a los abultados volúmenes de liquidez inyectados en el sistema financiero para asegurar el mantenimiento del flujo del crédito, los préstamos al sector privado siguen sin remontar y la desconfianza entre las entidades ha obligado a los bancos centrales a seguir inyectando fondos en el sistema.

Y es que, tal y como hemos venido defendiendo desde hace más de un año, y seguimos haciéndolo, al apostar por una recuperación en "U" como escenario central y mantener como hipótesis alternativa una "W" con un porcentaje de probabilidad nada despreciable, en el mejor de los casos ya habíamos previsto que la economía mundial, en su versión desarrolladas, básicamente sólo puede afrontar un período de crecimiento anémico, por debajo del potencial, mientras se lleva a cabo un proceso de desapalancamiento de los hogares, instituciones financieras y Gobiernos, que afectará al consumo y a la inversión.

Con estos mimbres, la cuestión más importante de cara a lo que resta del ejercicio es poder determinar la cercanía o lejanía de un escenario de doble suelo o retorno de la recesión económica. Haciendo un repaso del pasado, la caída en la recesión, tras un corto período de crecimiento, ha tenido en otros episodios características bastante comunes que apenas han aflorado en la coyuntura actual, tomando como referencia EEUU.

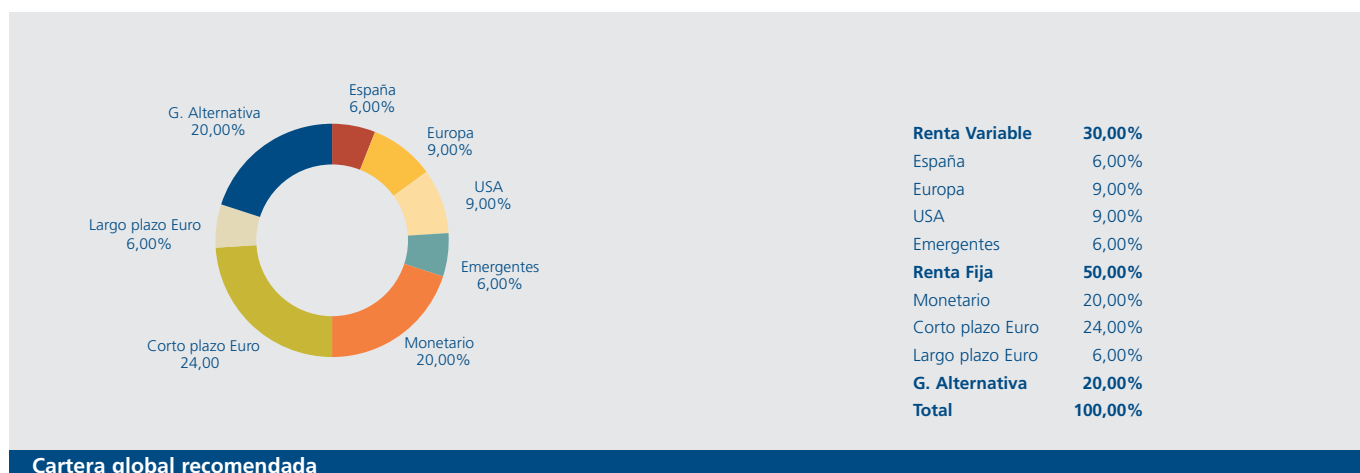
Entre ellas, podríamos citar varios ejemplos: i) una repentina y agresiva elevación de los tipos de interés, provocada por las tensiones inflacionis-

tas que provocan los planes de estímulo introducidos para combatir la crisis, de la que el ejemplo más claro fue el de 1981, ii) un fuerte aumento de los precios del petróleo, que genere un frenazo de la actividad (algo que ha ocurrido en todas las recesiones en EEUU, salvo en la de 1960), iii) una caída de los beneficios empresariales en el período comprendido entre uno y tres años previo al ingreso en una recesión, iv) una escasa apelación al comercio con economías emergentes, puesto que los desequilibrios que presentaban en capítulos pretéritos de recesión en economías avanzadas eran mayores incluso que los de estas últimas.

Al contrario, a fecha de hoy no prevemos que la Reserva Federal o el Banco Central Europeo vayan a subir sus tipos de interés hasta bien avanzado 2011, en el primer caso, o 2012, en el segundo. Tampoco se observan tensiones de oferta ni de demanda que permitan proyectar alzas sustanciales del precio del crudo a medio plazo. Asimismo, en estos momentos los beneficios corporativos están inmersos en una etapa alcista que no aparece amenazada a medio plazo, sobre todo por el elevado apalancamiento operativo generado en el último año y medio. Y por último, el sólido tono que mantienen los fundamentos estructurales en los países emergentes invita a pensar en ellos como factor compensatorio para las economías avanzadas en un entorno de menor crecimiento vía demanda interna.

Si a todos estos factores sumamos la recuperación de la riqueza familiar en EEUU, la recomposición del ahorro en Europa o el incremento del poder adquisitivo vía precios, el escenario de retorno de la recesión en economías desarrolladas ("W") sigue sin ser nuestra apuesta central. Sin embargo, hay que seguir vigilando muy de cerca variables clave como el crédito. En condiciones normales, la publicación reciente de las pruebas de resistencia al sistema bancario europeo debería despejar muchas dudas sobre su solidez financiera y dar por superada la primera fase de la crisis bancaria e iniciar la segunda, que sería la recuperación del crédito y la normalización de los préstamos interbancarios. Ello sería de enorme trascendencia en el momento actual del ciclo.

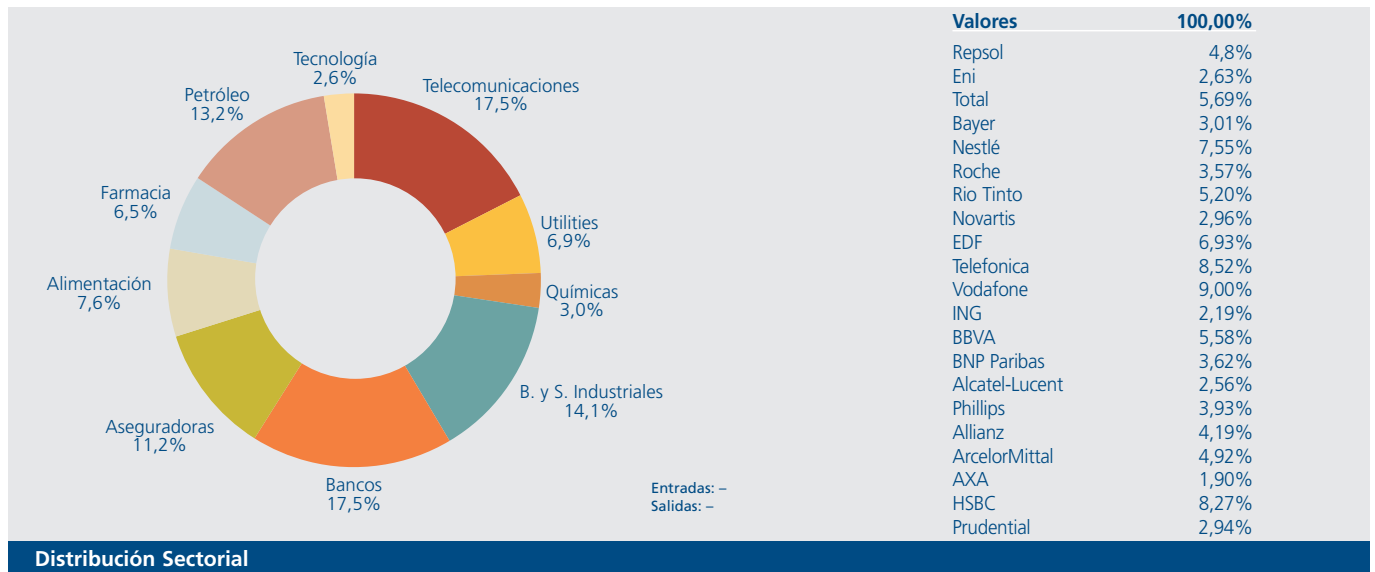
A pesar del contexto global de ralentización de la actividad económica que se avecina, en los meses venideros hay argumentos (valoración, flujos, resultados empresariales, normalización de las curvas soberanas, amplio margen de mejora del mercado interbancario...) para otorgar apoyo a los activos de riesgo. Ello no es óbice para que las posiciones de riesgo sigan siendo complementadas con una dinámica gestión activa y una elevada diversificación en las carteras. La preservación de capital debe continuar siendo la premisa prioritaria en la gestión.



CARTERA DE RENTA VARIABLE

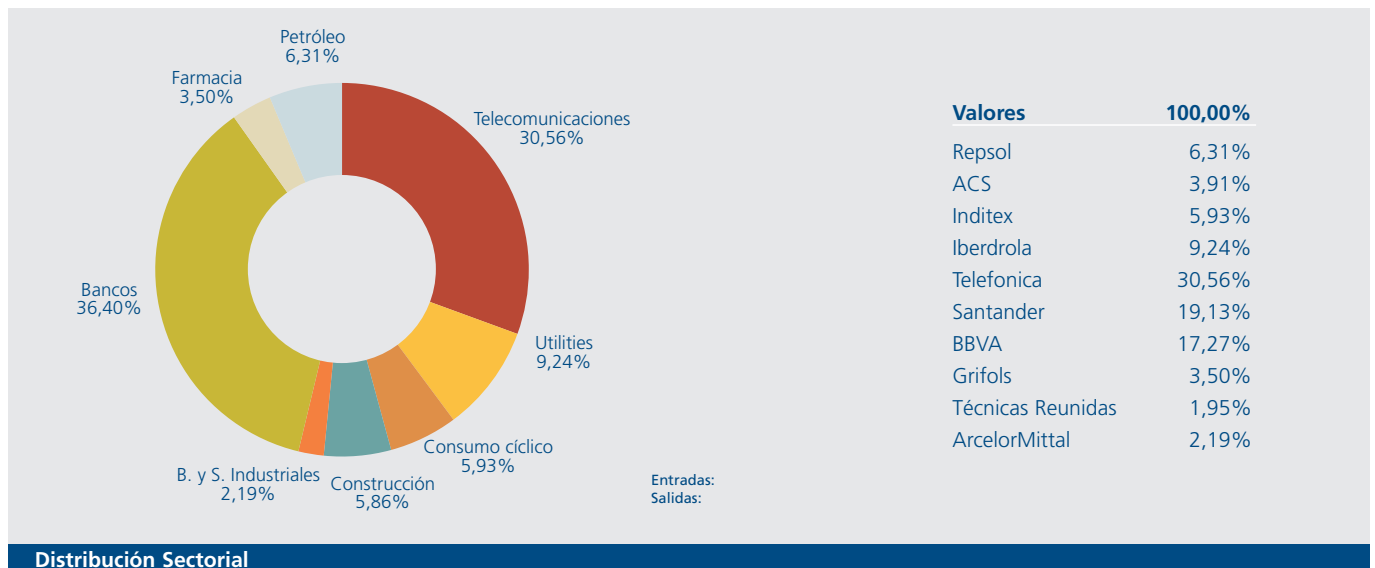
Al calor de la publicación de las pruebas de esfuerzo

Europa



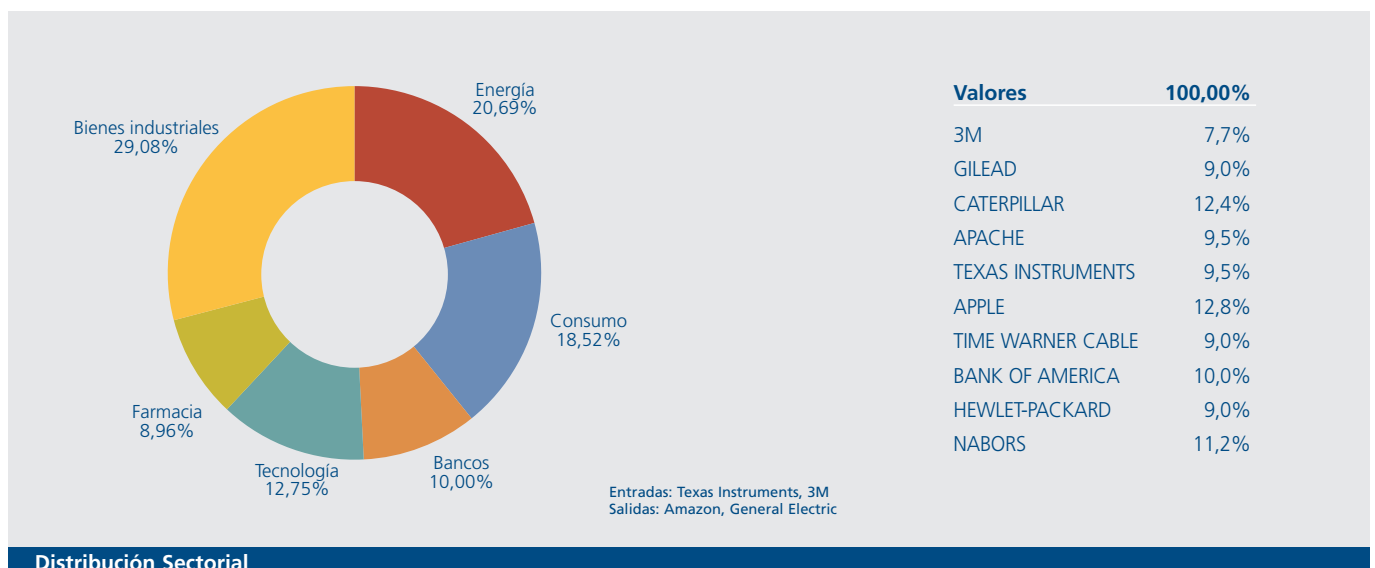
El futuro se despeja para nuestra principal apuesta en Telecomunicaciones

España



Leve reducción de peso en el sector industrial

América



ESTRATEGIA

Bancos Centrales: Puerta abierta. La visión del banco central estadounidense coincide *grosso modo* con nuestro escenario. El presidente de la Reserva Federal, en su reciente comparecencia bianual ante el Congreso de EEUU, subrayó que todavía espera una recuperación moderada de la economía (sigue otorgando una probabilidad baja al retorno de la recesión), calificando de esperanzadoras las recientes ganancias en materia de empleo y el sensible crecimiento de la inversión en bienes de equipo, aunque indicó que el proceso de reducción del desempleo va a ser muy lento en un contexto de empeoramiento de las condiciones financieras, donde el riesgo soberano ha jugado un papel importante, y de crédito anémico. En consonancia con este escenario, en su última reunión de política monetaria, la Fed decidió llevar a cabo un modesto recorte de sus previsiones de crecimiento para 2010 (desde un rango del 3,2%-3,7% en abril a uno del 3,0%-3,5%), rebajando asimismo sus estimaciones de inflación (el rango para el deflactor subyacente del consumo personal pasa del 0,9%-1,2% al 0,8%-1,0%).

Sin embargo, Bernanke no señaló explícitamente que deben esperarse estímulos adicionales por parte de la Fed. Eso sí, la Fed los baraja en el caso de que la situación empeore, manejando entre las alternativas: 1) fortalecimiento del mensaje de "extended period" relativo al mantenimiento de los tipos de interés en niveles históricamente bajos durante un período prolongado, 2) reducir el tipo de interés sobre el exceso de reservas bancarias, 3) nuevos programas de compras de activos. Es decir, la Fed sigue dejando la puerta abierta a nuevos estímulos, pero sólo los adoptará si el riesgo de "double-dip" crece.

Por lo que respecta al Banco Central Europeo, además de mantener el nivel del tipo de referencia en el 1%, Trichet reiteró que están dispuestos a continuar, tal y como estaba previsto, proveyendo liquidez al mercado vía subastas a semana y tres meses. En materia económica, el presidente del BCE reiteró el mensaje de la última reunión del Consejo de Gobierno, destacando que la recuperación será dispar entre los distintos miembros de la zona Euro, en un entorno de elevada incertidumbre. Sin embargo, Trichet destacó que el mercado ha sobrestimado los riesgos de "double-dip", y descartó un retorno de la recesión a la zona Euro.

Renta Variable: Europa cobra atractivo.

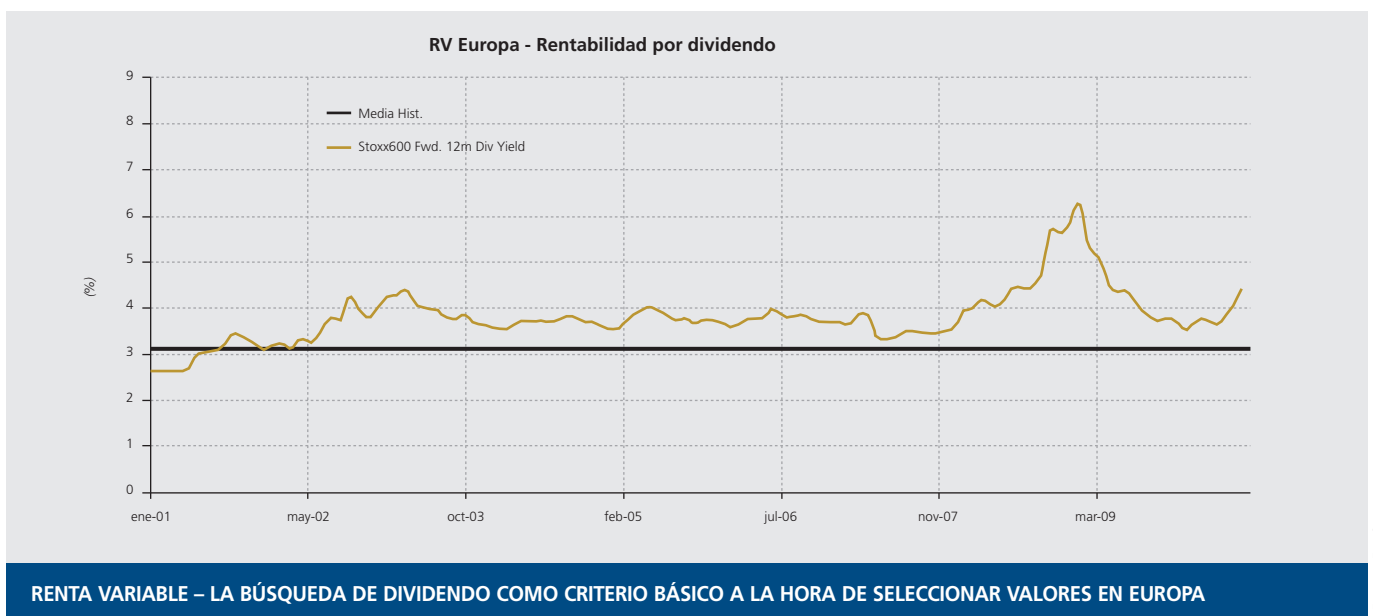
Seguimos apostando por la sobreponderación en renta variable EEUU, con precio objetivo para el S&P 500 de 1260 puntos (la toma de más peso estructural sigue condicionada a la reducción de las probabilidades a nuestro escenario alternativo en "W"). La temporada de resultados 2T10 vuelve a marcar un elevado porcentaje de sorpresas posi-

tivas en beneficios (de nuevo cercano al 80% de las compañías que ya han publicado), pero las expectativas de BPA para 2010, y sobre todo 2011, nos parecen exigentes. No obstante, la valoración aún es razonable. Ante un entorno de mayor volatilidad, favorecemos una estrategia *barbell* enfocada en sectores de crecimiento donde las expectativas de incremento en márgenes no sean agresivas (Tecnología, Industriales, Defensa y Salud). La corrección en valores del sector Energía por los vertidos en el Golfo de México ofrece un punto interesante de entrada.

Vemos argumentos para que las bolsas europeas gocen de recorrido alcista en lo que resta de año, sobre todo después del verano. Por un lado, el EuroStoxx 50 cotiza con descuentos del 40% con respecto a la media de los últimos 20 años. Por otro lado, el posicionamiento en el activo sigue siendo muy bajo con respecto a medias históricas, con un sentimiento extremadamente negativo. Además, aunque prevemos un crecimiento anémico a partir de la segunda mitad del ejercicio en la zona Euro, de momento no compramos el escenario de retorno de la recesión.

El sentimiento de los inversores sigue siendo negativo por la falta de visibilidad que hay respecto al crecimiento económico, con el riesgo soberano (a pesar de la relajación de las últimas semanas) todavía sobrevolando, el proceso de tensionamiento monetario de las economías emergentes (si bien la percepción en este terreno está cambiando, ya que podría empezar a ralentizarse su ritmo en lo que resta de año) y el miedo a que no se reestablezca la confianza entre los bancos que podría llevar a un problema de liquidez. Por todos estos factores, pensamos que los *stress test* van a ser importantes de cara a devolver confianza al mercado. Por ello, neutralizamos la exposición al activo, después de varios meses de infraponderación.

En el mes de julio han aflorado divergencias entre las distintas bolsas emergentes, en un contexto de cierta estabilidad tomando como referencia un índice global del activo. El aspecto más positivo de los últimos meses ha sido que algunos índices que cotizaban con múltiplos de valoración exigentes a comienzos del año, lo hacen ahora a niveles más atractivos de entrada. Dentro de estos mercados, nuestras preferencias siguen situándose en aquellas economías que irían reduciendo de forma progresiva su dependencia del sector exterior en favor de un crecimiento más basado en demanda doméstica, y donde la inversión en infraestructuras vaya a ser un pilar de crecimiento importante en los años venideros. Un claro exponente de estas características es Brasil. La región asiática (China, Indonesia, India, Corea del Sur) es otra alternativa que cumple con estos parámetros. México, por su parte, gana atractivo desde una óptica más táctica.





PRODUCTO DESTACADO BANCO BANIF:

Realice sus compras con la máxima seguridad en cualquier parte del mundo.

Porque BANIF pone a su disposición los medios de pago más aceptados del mundo, para sus viajes, para su día a día y para que pueda realizar sus compras en cualquier lugar sin ningún problema y con la máxima seguridad.

- **Para su día a día: Tarjeta 4B Mastercard**
 - Seguro de Atraco en Cajeros¹ hasta 600€, cobertura 48 horas posteriores.
 - Sin comisiones por reintegro en cualquier cajero 4B.
- **Para sus compras: Visa Oro BANIF**
 - Exención de responsabilidades² en caso de falsificación o uso fraudulento por robo, hurto o extracción.
 - Seguro de compra protegida³ en caso de robo o daños accidentales.
 - Alertas SMS, para su seguridad le informaremos a través de un mensaje a su móvil, de los pagos efectuados y disposiciones de efectivo realizados con su tarjeta.
- **Para sus viajes: American Express Gold⁴**
 - Seguro de Accidentes de Viaje de hasta 600.000€ y Programa de puntos Membership Rewards Club, con el que podrá conseguir gratuitamente vuelos, estancias en hoteles, acceso a ofertas especiales.
- **Para sus desplazamientos: Telepeaje (ViaT)**
 - Nuevo sistema, rápido, cómodo, exclusivo y seguro, que permite abonar el peaje sin necesidad de detener el vehículo.

Además de todas estas ventajas, si usted contrata nuestra Cuenta Privada podrá disponer de la tarjeta 4B Mastercard, Visa Oro Banif, ViaT y American Express⁵ de forma gratuita.

Si desea más información no dude en ponerse en contacto con su Asesor.

- 1 600 Euros por siniestro con un máximo anual acumulado de 1.200 Euros.
- 2 Salvo negligencia por parte del titular.
- 3 Hasta 601,01€ por siniestro con un máximo de 2.404,05€ por año y tarjeta/asegurado.
- 4 Oferta sometida a los criterios habituales de aprobación de American Express. Gratuita hasta su caducidad (3 años).
- 5 Exenta de cuota de emisión el primer año, a partir del segundo será gratuita si el consumo es superior a 4.200€/año.



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 equivoca 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.