

## RESUMEN Y CONCLUSIONES

- **Aunque en la primera mitad del año el crecimiento económico se resentirá...** las sorpresas positivas siguen predominando en la parcela macro.
- **Planteamos un año “de menos a más” en actividad:** el elevado grado de incertidumbre institucional todavía presente concentra los mayores riesgos en la primera mitad del ejercicio.
- **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 crédito en dólares consolida su atractivo...** con el nuevo horizonte de política monetaria que dibuja la Reserva Federal.
- **El banderín para incrementar de manera más sostenida el peso del activo renta variable en las carteras deben levantarlos las instituciones europeas...** sellando las grietas de incertidumbre que todavía están abiertas.

## PERSPECTIVAS MACROECONOMICAS

### Predominio de sorpresas positivas

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. 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 senti-

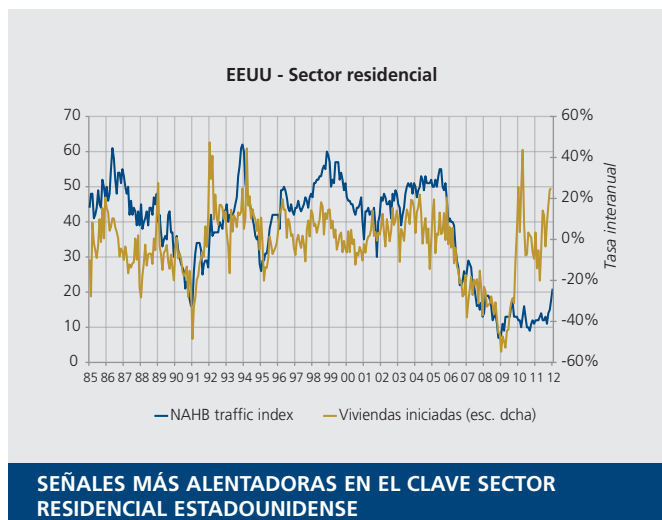
miento, actividad y empleo, podría estar adelantando un buen comportamiento en el segmento inmobiliario de cara a los próximos meses, aspecto que consideramos de elevada trascendencia, probablemente el más importante (por la influencia notable que tendría en el mercado laboral) para dotar de verdadera solidez a la recuperación cíclica estadounidense.

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.

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.

### RENTA FIJA Y DIVISAS: El crédito en dólares refuerza su atractivo

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 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



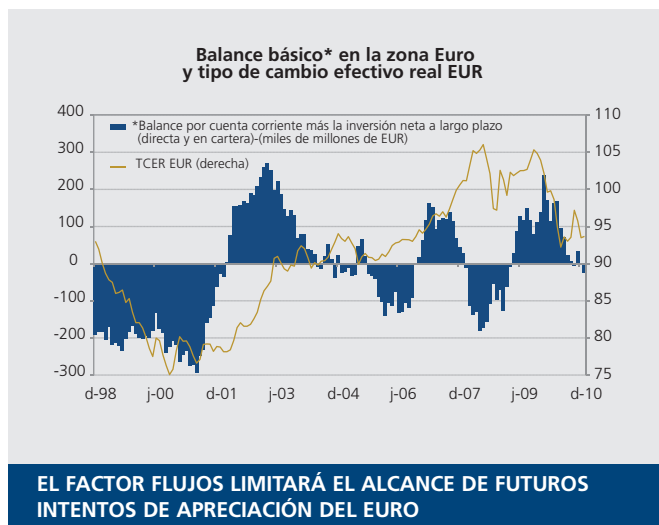
2014), apostamos por incrementar el peso en crédito *Investment Grade* y *High Yield* (históricamente, la renta fija privada lo ha hecho mejor cuando la Fed mantiene un escenario de estabilidad de tipos).

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.

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. Esperaríamos al segundo semestre

de 2012 para incrementar posiciones en renta fija *local currency*.

En el mercado de divisas, 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 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.



## CARTERA MODELO GLOBAL

### 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 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.

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.

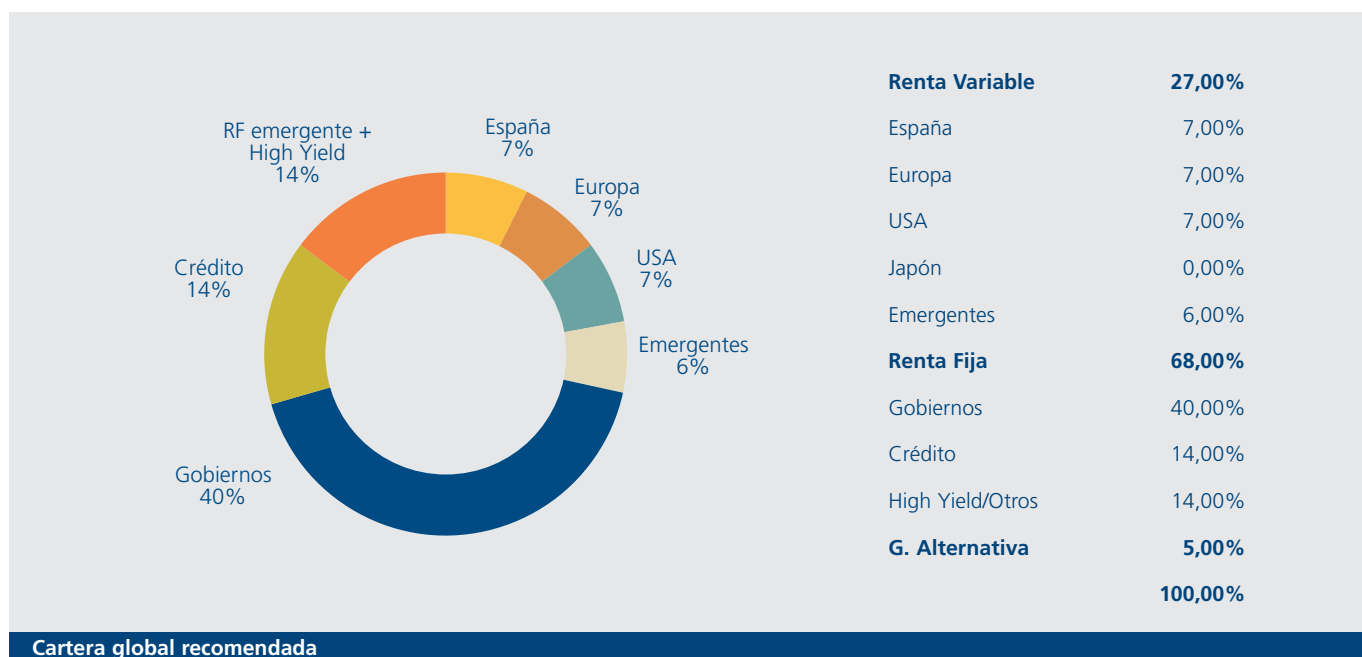
Pensamos que la clave para asistir a una relajación más consistente en las primas de riesgo volverá a residir en un horizonte cercano en la “mesa” de negociaciones europea, y en concreto, en la voluntad de Alemania de ampliar la capacidad de préstamo efectiva del mecanismo de estabilidad, como paso previo 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.

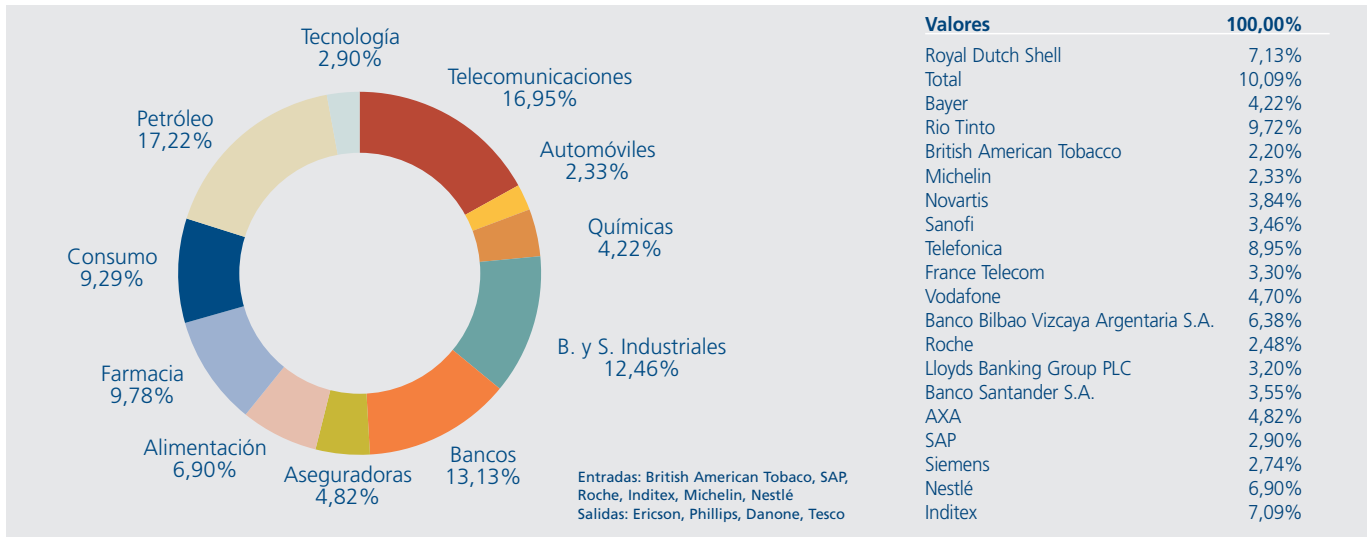
Con los ingredientes citados ¿qué activos priorizaríamos en este inicio del ejercicio?: (i) Tesoro español, con preferencia por el tramo corto de la curva (2-3 años), plazo que ofrece el mayor potencial de revalorización en precio así como de protección ante posibles repuntes de tipos, (ii) crédito corporativo 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.



# CARTERA DE RENTA VARIABLE

## Vuelta de tuerca al sector consumo

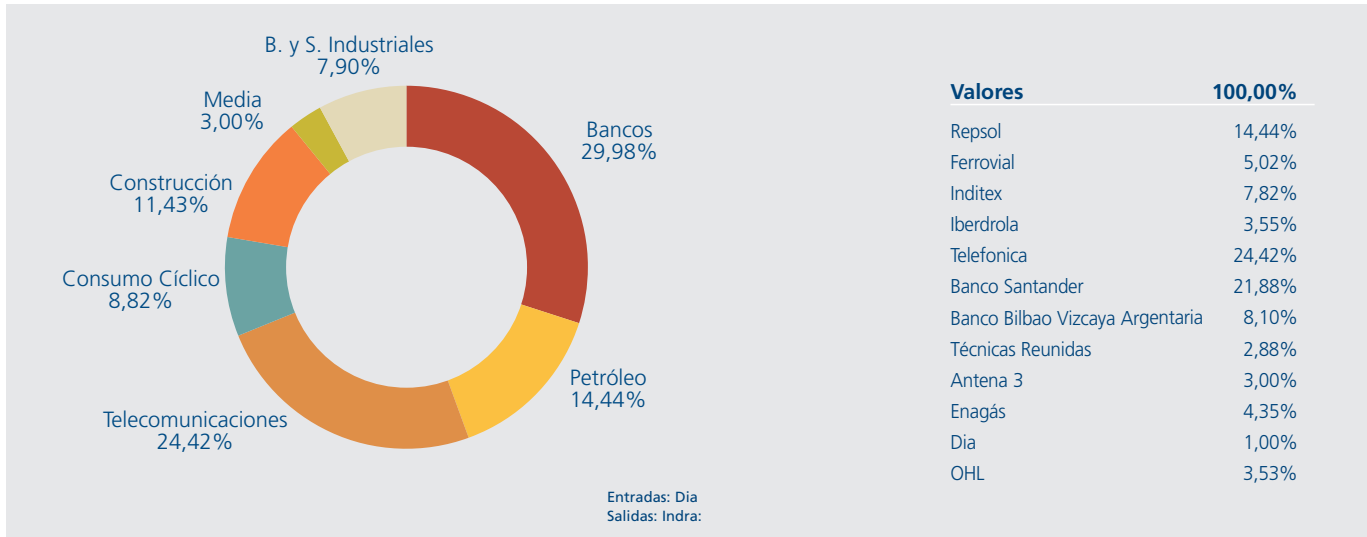
Europa



Distribución Sectorial

## Reduciendo la exposición a la tecnología

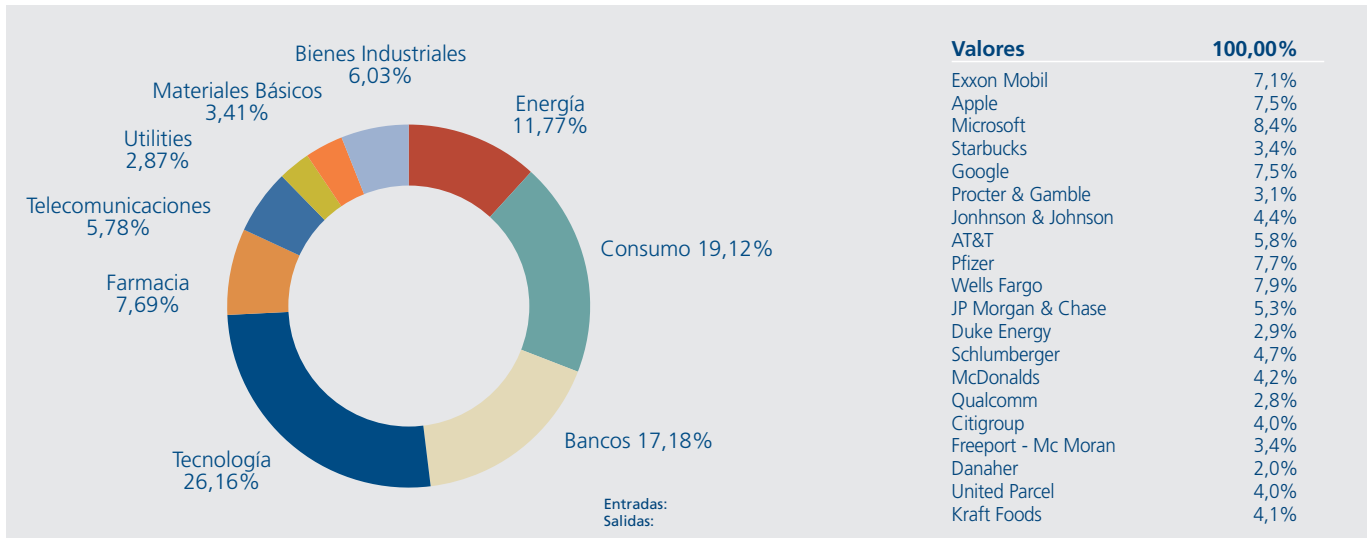
España



Distribución Sectorial

## Tecnología y consumo principales apuestas sectoriales

América



Distribución Sectorial

## ESTRATEGIA

**Bancos Centrales: Bálsamo para el mercado.** A pesar de las 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 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.

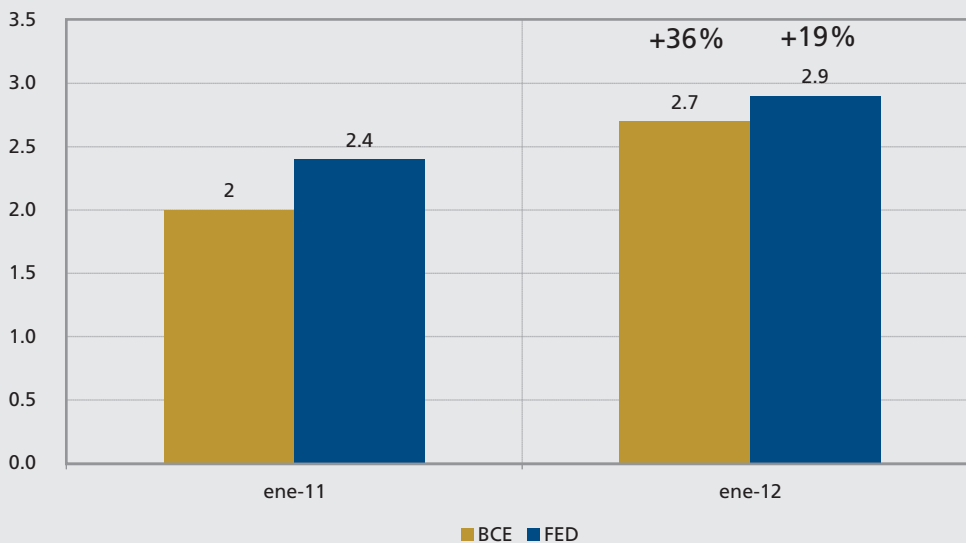
Resultaba muy probable que el Banco Central Europeo digiriera los "excesos" en materia de medidas adoptadas el pasado mes de diciembre y abriera un paréntesis en el Consejo de Gobierno celebrado en enero. Y así fue, aunque con casi total seguridad se trate sólo de un mero respiro. La autoridad monetaria europea dejó la puerta abierta a nuevas decisiones de política monetaria, supeditando sus próximas acciones en clave convencional (bajadas de tipos) a la evolución del ciclo económico

(seguimos previendo otro recorte adicional de 25 pb en el tipo repo, que lo situaría en el 0,75%). Lo que parece indiscutible es la disposición del BCE a seguir velando por la correcta transmisión de la política monetaria y limitar el impacto de la restricción crediticia sobre el conjunto de la región.

**Renta Variable: Ganancias apoyadas en la reducción de la prima de riesgo.** 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.

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 compa-

Comparativa activo de BCE y Reserva Federal



\*Cifras en billones de euros para el BCE y en billones de dólares para la Reserva Federal

ñas no diversificadas en un contexto de *momentum* de beneficios con menos tracción.

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.

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.

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.



## PRODUCTO DESTACADO BANCO BANIF

En estos momentos de elevados tipos de interés y tras las nuevas medidas fiscales que, con carácter general, penalizan las rentas del ahorro en los próximos dos años, nos podemos en contacto con usted para presentarle **Banif Futuro Renta Vitalicia\***. Se trata de un seguro de vida, dirigido a personas entre 60 y 85 años, **especialmente diseñado para su tranquilidad y la de los suyos**, porque:

- **Le garantiza el cobro de una renta fija constante, con la periodicidad que usted elija, para toda la vida**, a cambio del pago de una prima única inicial. Ejemplo para una inversión para un preceptor de 65 años y una única inversión de 100.000 €:

Prima Única	Interés Técnico Aplicado	Renta Anual Bruta	Renta Mensual Bruta
100.000 €	4,22%	4.020 €	335 €

- Le ofrece **grandes ventajas fiscales, al quedar una parte importante de la renta recibida exenta de tributar**, en función de la edad del preceptor en el momento de su contratación y permaneciendo invariable durante toda la vida del producto:

Edad	60-65	66-69	>=70
Ahorro Fiscal sobre Renta percibida	76%	80%	92%

- Incluye una **cobertura de fallecimiento que permite, a los beneficiarios que usted designe, recibir el 101.01% de la prima inicial**.

Una vez transcurridos los dos primeros años, podrá rescatar su seguro, aunque se perderán los beneficios fiscales que ofrece el producto y el valor de rescate podría ser inferior o superior a la prima inicial aportada.

Puede venir a visitarnos o llamar al **902 22 44 22**, su Banquero Privado le informará de todas las ventajas que le ofrece Banif Futuro Renta Vitalicia.

\* Seguro mediado por Santander Mediación Operador de Banca-Seguros Vinculado S.A., CIF A-28360311, a través de su Red de Distribución Banco Banif, S.A. Operador inscrito en el registro de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones con nº OV-0042. Responsabilidad Civil y Capacidad Financiera del operador, cubiertas según legislación vigente. Aseguradora del riesgo: Santander Seguros y Reaseguros Compañía Aseguradora S.A., con CIF A46003273 y domicilio social en Boadilla del Monte, Avda. de Cantabria, S/N – 28660 MADRID.

Banif parte de Santander Private Banking



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 equivocada 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 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.