

RESUMEN Y CONCLUSIONES

- **Viraje del foco de riesgo del mercado...** desde el *"double dip"* o la deflación al cambio de sentido de la política monetaria, el abandono progresivo de los estímulos y el plano geopolítico.
- **Los indicadores adelantados siguen dibujando un escenario favorable de crecimiento económico en la primera mitad de 2011.** El flujo de datos publicados en EEUU y Alemania viene sorprendiendo de forma favorable desde el inicio del año.
- **El mercado hace lectura del encarecimiento de las materias primas en clave de endurecimiento monetario.** Pensamos que la "sangre no llegará al río" este año ni por el lado de la Reserva Federal ni por el del BCE.
- **El escenario de fondo sigue siendo constructivo para los activos de riesgo.** No obstante, el entorno de corto plazo se adivina volátil.
- **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.

PERSPECTIVAS MACROECONOMICAS

El ciclo en economías OCDE sigue cobrando impulso

Una de las mejores noticias con las que ha comenzado el año 2011 ha sido la confirmación de la ganancia de tracción del tono cíclico en EEUU. La batería de datos publicada en las últimas semanas así lo atestigua. Destacamos, en primer lugar, el crecimiento del PIB 4T10 (+2,8% anualizado), donde valoramos de forma positiva su composición cualitativa, sobre todo por el sensible avance del consumo privado (+4,1% anualizado) y el tono positivo de la inversión fija (la parte de estructuras pasó a crecer un 4,5% anualizado tras contraerse un 3,5% en 3T10), señales que confieren estabilidad al proceso de recuperación económica. Asimismo, de la contribución negativa del nivel de inventarios (-3,7 puntos porcentuales) hay que extraer una conclusión favorable en términos de probable mayor actividad industrial en la primera mitad del ejercicio.

En el plano inflacionario, el IPC general repuntaba un 0,4% intermensual en enero, mientras que el índice subyacente lo hacía un 0,2% m/m. Centrándonos en este último, que a fin de cuentas es el principal termómetro utilizado por la Fed para calibrar las presiones de precios, su crecimiento en tasa interanual se eleva hasta el 1,0%, todavía en la parte más baja del rango de confort (1%-2%) del banco central estadounidense en materia de estabilidad de precios.

En la Unión Económica y Monetaria, la lectura preliminar del PIB 4T10 arrojó un crecimiento del 0,3% intertrimestral (una décima por debajo de las estimaciones del consenso), con lo que el avance promedio anual en el ejercicio 2010 habría sido del 1,7% (-4,0% en 2009). A nivel países, Alemania avanzó un 0,4% t/t en el período, situándose el crecimiento promedio para el conjunto de 2010 en un 3,5% (-4,7% en 2009). Tanto el sector exterior como el consumo privado contribuyeron de forma positiva, contrarrestando la contracción de la inversión, donde la rúbrica de construcción se vio especialmente perjudicada por un clima muy adverso. Lo más positivo es que las encuestas cualitativas proyectan una extensión de la recuperación del PIB apoyada sobre el motor de la actividad industrial en un contexto de inventarios en mínimos y pedidos en la cota más alta del ciclo actual (escenario a priori avalado por el nuevo máximo histórico registrado por el índice IFO de sentimiento empresarial en febrero, que encadena nueve meses consecutivos de subidas). El consumo privado también aportaría su grano de arena, apoyándose en un

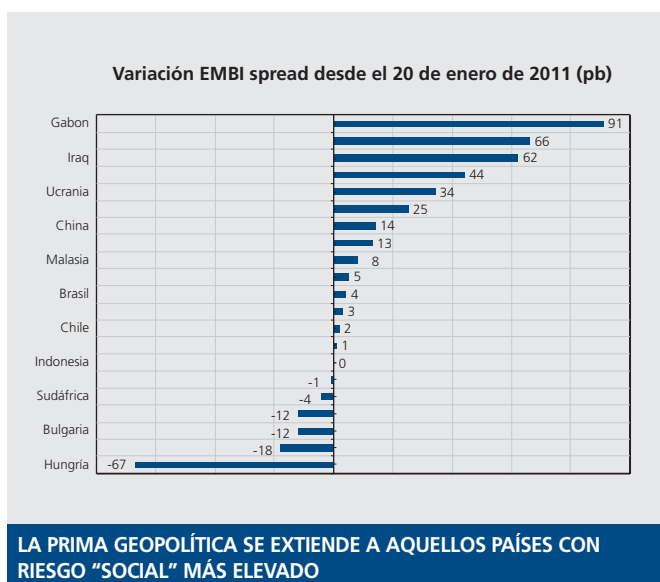
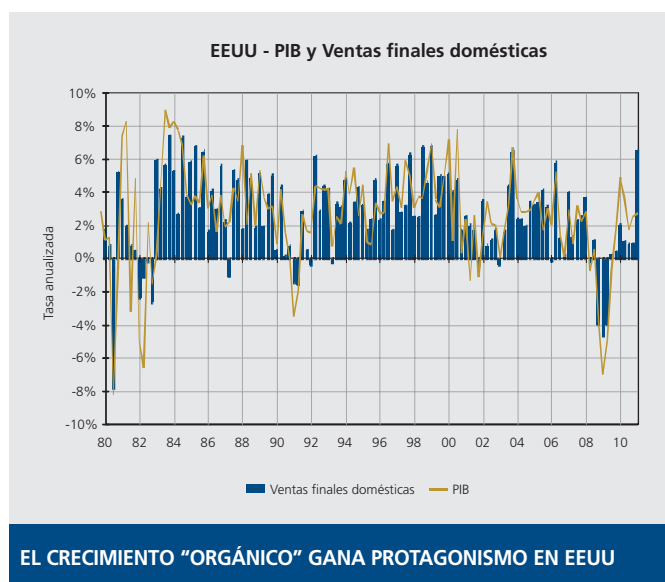
mercado laboral que goza de la mejor salud desde la reunificación.

Por su parte, la economía española logró crecer en el último trimestre de 2010 un 0,2% t/t, tras un 3T10 de estancamiento, pero lo hace con un perfil de demanda interna todavía altamente recesivo, y un sector exterior que se erige como el principal soporte del PIB desde el inicio de la crisis. Es más que significativo el hecho de que el volumen de producción agregada haya recuperado niveles de mediados de 2009, con la demanda nacional todavía sin tocar suelo en su senda de ajuste. El balance para 2010 es de una cesión del crecimiento promedio anual del PIB del 0,1%, que aleja a España del patrón de recuperación de las principales economías del euro.

De cara al conjunto del presente ejercicio esperamos un crecimiento promedio para el PIB español del 0,7% (lo hemos revisado dos décimas al alza), debido a: (i) un mayor crecimiento al esperado de las exportaciones, aunque desacelerándose respecto a 2010 debido a la contención prevista en la mejora de la demanda interna de los principales socios comerciales –“periferia” de la zona Euro y el Reino Unido– al hallarse en fase de ajuste fiscal y al reducido peso relativo que todavía tienen las economías emergentes en el comercio español, y (ii) una reducida acentuación del ajuste en componentes vinculados a la participación del sector público: consumo público y “otra construcción”. Los riesgos en este punto provendrían de la necesidad de adoptar medidas de consolidación fiscal adicionales ante potenciales desviaciones del objetivo de déficit público fijado para 2011.

RENTA FIJA Y DIVISAS: Política por partida triple

Durante el mes de febrero, la volatilidad ha vuelto a hacer acto de presencia en la curva soberana en dólares, oscilando la rentabilidad del bono del Tesoro a 10 años entre las cotas del 3,40% y el 3,75%, dinámica dirigida por factores contrapuestos (recuperación cíclica e inflexión de los índices de precios, por un lado, y búsqueda de refugio por tensiones geopolíticas, por otro). En el plano corporativo, los *spreads* de crédito continúan con su contracción, especialmente en los rangos bajos de *Investment Grade* y en todo los niveles de *High Yield*. A nivel sectorial, destacó el estrechamiento de las



emisiones financieras, apoyado por los resultados publicados por las compañías de este sector.

Seguimos sin apostar por posiciones en duración en dólares. Ante unas perspectivas de rentabilidad más parcas en el crédito de mayor calidad (*Investment Grade*), de cara a 2011 preferimos decantarnos por el segmento *High Yield*, donde las expectativas de rentabilidad continúan siendo favorables. La reducción en las tasas de *default* -que se mantendrán estables al menos hasta 2012- y el número de revisiones al alza del *rating* y los flujos hacia fondos dedicados, son factores que lo soportan y lo hacen atractivo en términos de rentabilidad absoluta frente a otras clases de activo. No obstante, ante 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 fundamentales, a pesar del tensionamiento acumulado en lo que va de año, seguimos sin ver valor en posiciones en duración en Tesoro alemán. Aunque el *momentum* todavía no es el más propicio, sí vemos valor en la gestión activa en las curvas "periféricas" ante una pérdida de correlación que debe intensificarse a medida que avance el año y se adquiera mayor visibilidad en materia de riesgo soberano (a lo que deben contribuir las autoridades europeas). Los fundamentos de cada país difieren y esa circunstancia debería percibirse tarde o temprano el mercado. En este sentido, seguimos

viendo una buena oportunidad de fondo en la curva española, especialmente en los tramos cortos. Asimismo, la compra de *covered bonds* es una buena opción defensiva contra los riesgos todavía latentes en el mercado "periférico". En este sentido, las conversaciones relativas a la inclusión de cláusulas "bail-in" para la deuda senior financiera o la potencial expansión de la EFSF, mantendrán en las próximas semanas la volatilidad en cotas altas.

El mes de febrero se ha caracterizado por correcciones generalizadas en RF Emergente, más intensas en los tramos largos por el repunte de las expectativas de inflación y por riesgo geopolítico. Ni mucho menos podemos descartar que la prima de riesgo geopolítico continúe presionando la deuda en el corto/medio plazo. Con una óptica estratégica, recomendamos, en moneda local, mantener duraciones cortas en aquellos países con buenos fundamentos económicos, menor riesgo geopolítico y expectativas de apreciación de las divisas (Brasil, Chile, Perú, China, Malasia, Indonesia y Rusia). En divisa extranjera, mantendríamos exposición en aquellos países donde exista margen de mejora en la calidad crediticia y corrección de diferenciales. Nuestras preferencias: China, Chile, Rusia y Polonia.

En el mercado de divisas, pensamos que a partir del ecuador del ejercicio debería ser la ampliación de la brecha de crecimiento entre EEUU y la zona Euro la que propiciase un movimiento de depreciación hacia el rango 1,20-25 EUR/USD.

CARTERA MODELO GLOBAL

Las variables de riesgo cambian de traje

Si obviamos el brote de riesgo geopolítico localizado en el Norte de África y Oriente Medio y las renovadas presiones inflacionistas con lectura en clave de política monetaria, el menú que tan bien digirieron las bolsas del bloque OCDE en el mes de enero se repitió *grosso modo* en febrero: (i) macro en fase de mejora cíclica, (ii) predominio de sorpresas positivas -resultados y operaciones corporativas- en el terreno micro, (iii) buena aceptación del flujo emisor de papel por parte de los Tesoros europeos, y (iv) reapertura del mercado primario de emisiones, con especial importancia en el caso de España y su sector financiero.

En el primer punto, de cara a la primera mitad del año, las encuestas cualitativas proyectan -tanto en EEUU como en las economías "núcleo" de la zona Euro, con Alemania a la cabeza- una extensión de la recuperación del PIB apoyada sobre el motor de la actividad industrial en un contexto de inventarios en niveles muy bajos y pedidos en la cota más alta del ciclo actual.

El segundo plato del menú, el terreno micro, continúa instalado en su papel de catalizador benigno para la renta variable. Y es que el guión de los últimos trimestres vuelve a escribirse: predominio de sorpresas positivas en la temporada de resultados empresariales (dentro del S&P 500, cerca del 70% de sus compañías ha batido las expectativas del mercado en términos de beneficio por acción en el último trimestre de

2010). Si a ello le sumamos el incremento de la actividad corporativa, en sus diferentes modalidades, el terreno empresarial está asumiendo también un papel protagonista en las revalorizaciones bursátiles acumuladas en los dos primeros meses del ejercicio.

En tercer lugar, la absorción de deuda soberana por parte del mercado sigue siendo más que aceptable, lo que tiene mucha importancia para las bolsas europeas por la elevada correlación de su comportamiento con la evolución de los diferenciales "periféricos". Y de postre, un aspecto más centrado en el mercado español, y en particular en su sector financiero. No se trata de otra cosa que la paulatina normalización en el mercado primario de emisiones en un momento clave como el actual, ya aprobada la nueva legislación para el reforzamiento del sector, con dos elementos positivos: a) la reapertura del segmento de mercado cerrado desde noviembre (deuda avalada), y b) la consolidación de la tendencia de reapertura del mercado primario para entidades financieras más pequeñas.

En conclusión, cúmulo de factores que configuran un escenario de fondo constructivo para los activos de riesgo, pero que no deben hacernos perder de vista las amenazas latentes en materia de riesgo soberano, riesgo geopolítico, inflación o respuestas de política fiscal o monetaria que actualmente no están reflejadas implícitamente en las cotizaciones del mercado y que podrían seguir constituyendo focos de volatilidad para el mercado a corto plazo.

En el terreno del riesgo soberano (deuda pública), la evolución de los países "periféricos" de la Unión Económica y Monetaria ha perdido algo de peso como factor condicionante de los movimientos de los mercados globales, una vez que parece evitarse el escenario de quiebras incontroladas y la posible ruptura del euro. Pero el mes de marzo va a ser determinante de cara a lograr avances en materia de gobernanza europea y de ampliación de la capacidad de los mecanismos de estabilidad financiera. Europa, por tanto, seguirá en el punto de mira, con unas negociaciones políticas que se adivinan arduas, con Alemania como epicentro.

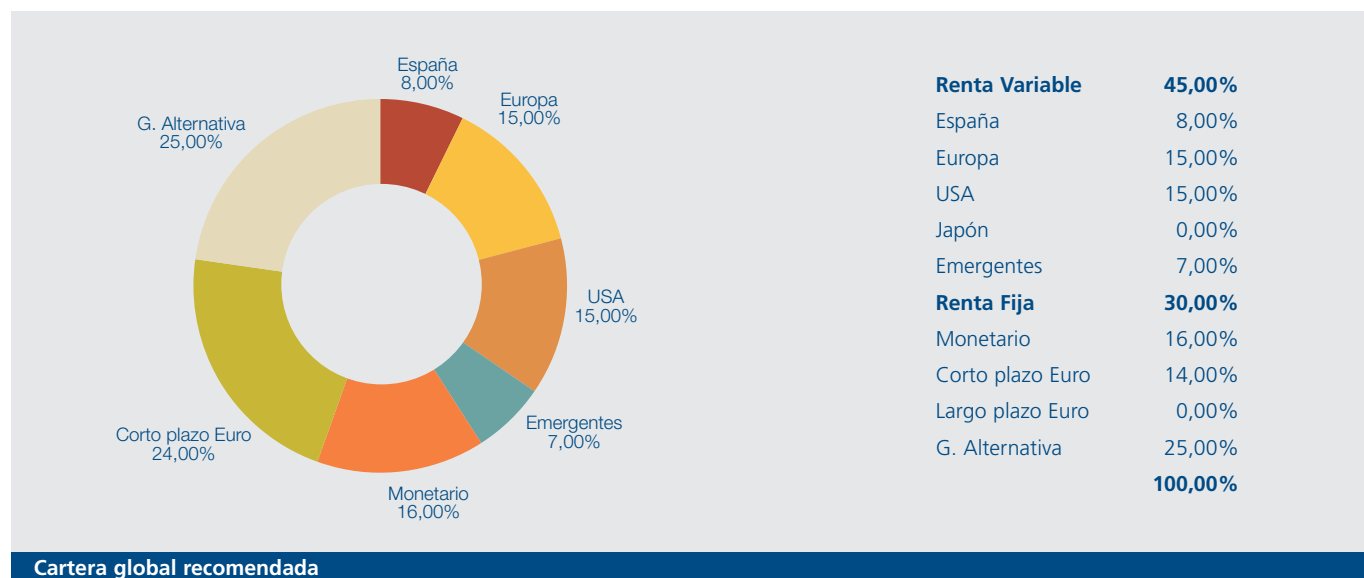
En el plano geopolítico, el mercado extrapola las tensiones acaecidas en el Norte de África y Oriente Medio al ámbito económico y su derivada en materia de presiones inflacionarias a través de un potencial encarecimiento sostenido del petróleo. La clave para la estabilización del precio del crudo sigue pasando por que el contagio no se extienda a los grandes países productores de la zona (Arabia Saudita e Irán).

Un efecto inducido del alza de los precios de las materias primas es que se han avivado los temores a subidas en las tasas de inflación general que cuestionen la laxitud monetaria mantenida todavía, a día de hoy, por los bancos centrales de las principales economías desarrolladas. No obstante, pensamos que, en el caso de los dos más importantes –Reserva Federal y Banco Central Europeo–, la "sangre no llegará al río" este año.

Y es que la presión en los núcleos subyacentes de precios se vería limitada por los reducidos niveles de crecimiento de la oferta monetaria y del crédito al sector privado, 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 y tiene interconexión con la posición de balance del sistema bancario.

La conclusión es que, a la espera de que amaine con mayores garantías la prima de riesgo soberano y geopolítico, el contexto de recuperación en curso, inflación –aunque repuntando– todavía baja en perspectiva histórica y políticas monetarias aún acomodaticias en bancos centrales OCDE debería seguir siendo favorable para los activos de riesgo en los próximos meses.

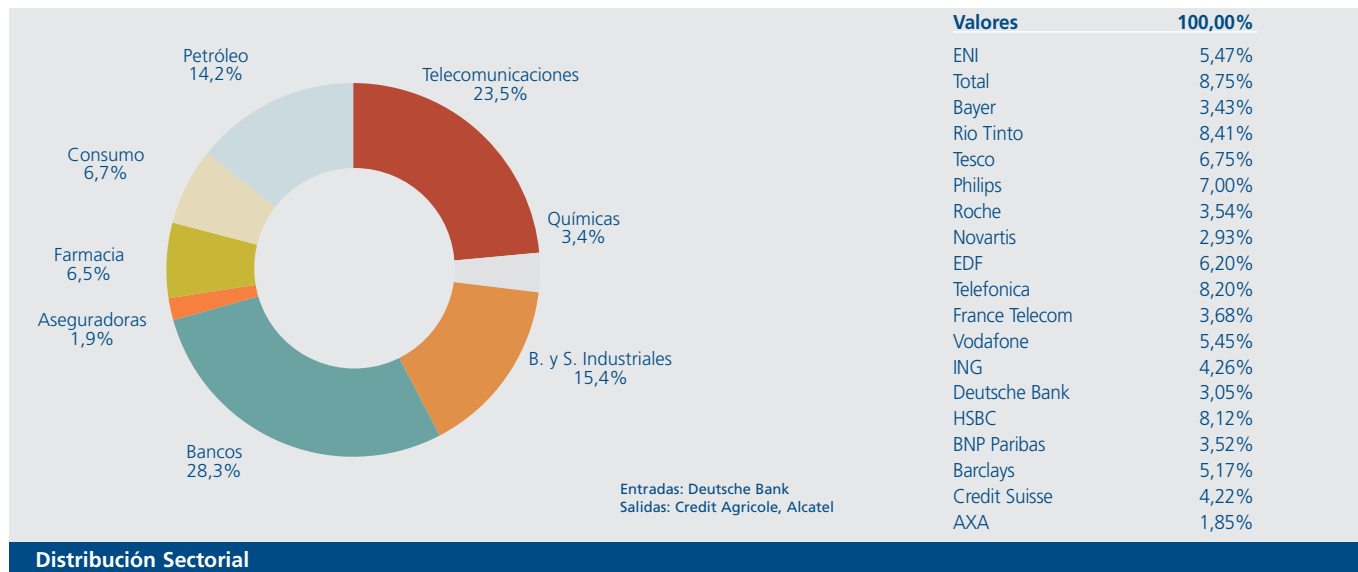
Recomendamos, no obstante, diversificar las posiciones en los activos de riesgo. En 2009 y 2010 apostamos por una elevada concentración en bonos corporativos. En 2011 hay que diversificar. La Renta Fija Privada debería ir perdiendo peso en las carteras, a favor de Gestión Alternativa y Renta Variable. Asimismo, no hay que olvidar la gestión del riesgo a pesar de las oportunidades. Apostamos por gestores y soluciones de inversión con orientación a la protección de capital.



CARTERA DE RENTA VARIABLE

Recogida de beneficios en el sector tecnológico

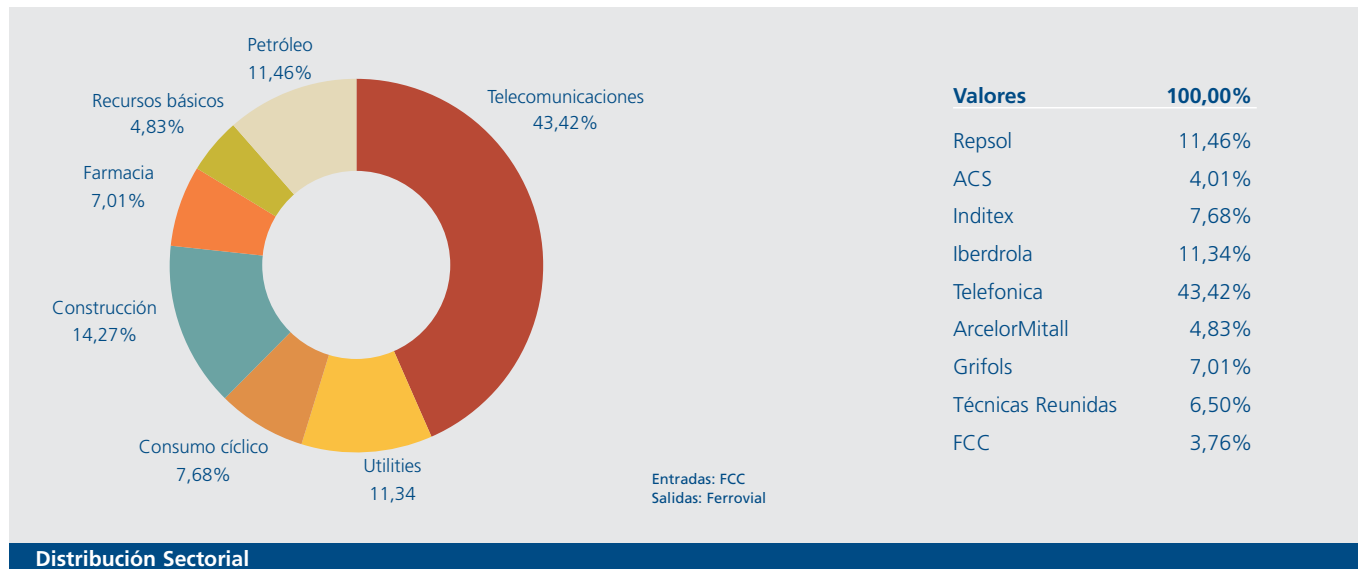
Europa



Distribución Sectorial

Cambio de nombres en el sector de la construcción

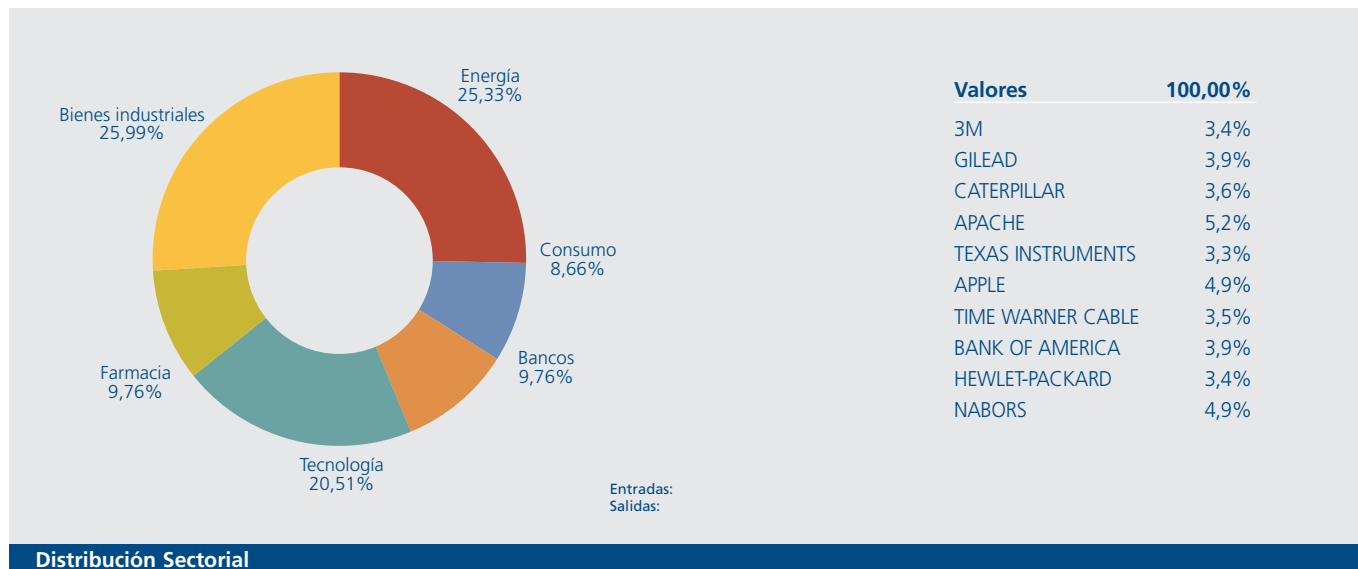
España



Distribución Sectorial

Reforzando nuestra apuesta cíclica

América



Distribución Sectorial

ESTRATEGIA

Bancos Centrales: En el punto de mira una vez más.

Un efecto inducido del alza de los precios de las materias primas es que se han avivado los temores a subidas en las tasas de inflación general que cuestionen la laxitud monetaria mantenida todavía, a día de hoy, por los bancos centrales de las principales economías desarrolladas. No obstante, pensamos que, en el caso de los dos más importantes –Reserva Federal y Banco Central Europeo–, la “sangre no llegará al río” este año (no contemplamos por el momento elevaciones en sus tipos de referencia antes del final del ejercicio). La presión en los núcleos subyacentes de precios se vería limitada por los reducidos niveles de crecimiento de la oferta monetaria y del crédito al sector privado, 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 y tiene interconexión con la posición de balance del sistema bancario.

Renta Variable: Fondo constructivo no exento de volatilidad a corto plazo. La extensión a los recortes impositivos de la etapa Bush, el subsidio extraordinario de desempleo, el descuento en los impuestos de Medicare y Seguridad Social y el incentivo en 2011 a los planes de *capex* nos han llevado a revisar al alza el crecimiento del PIB para 2011 (hasta el 3,2%). A nivel micro, la temporada de resultados empresariales 4T10 repite *grosso modo* el patrón de los últimos trimestres (cerca del 70% de sorpresas positivas en BPA). Asimismo, la valoración relativa debería proporcionar soporte en los niveles actuales, y la renta fija empieza a despertar dudas, lo que está provocando que los flujos comiencen a darse la vuelta. La transición de dinero desde esta clase de activo hacia la renta variable debería limitar la profundidad de potenciales correcciones.

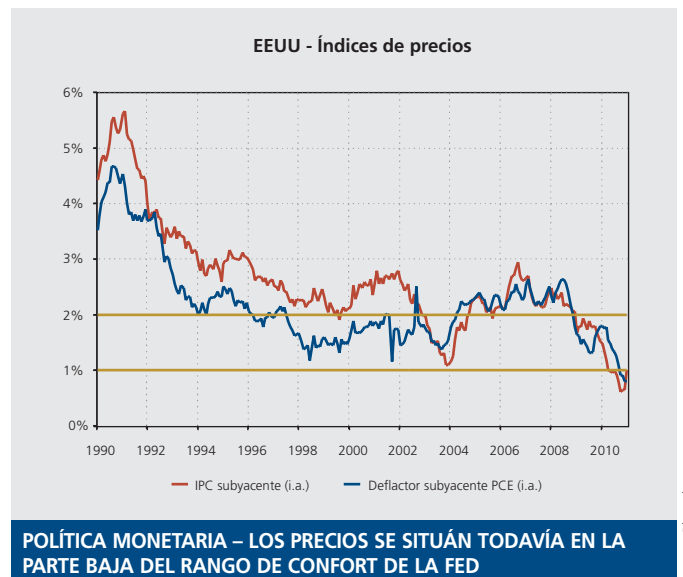
Seguimos manteniendo un posicionamiento de sobreponderación en renta variable EEUU con precio objetivo 2011 para el S&P 500 de 1409 puntos. Los márgenes operativos marcan máximos y el mercado va a premiar a las empresas que demuestren capacidad de trasladar los incrementos de costes de producción al cliente final. Favorecemos también compañías de alta calidad de balance y de gran capitalización con buenas políticas de retribución a los accionistas. Una posible sorpresa en el crecimiento económico 2011 justifica sobreponderar industriales, tecnológicas, energía y consumo discrecional. Financieras pueden ser la sorpresa en 2011 (pago de dividendos, normalización en nivel de provisiones, pendiente de la curva nuevamente en máximos...).

El fondo del mercado continúa siendo constructivo para el activo en Europa sobre la base de la consolidación del ciclo de crecimiento en las economías del “núcleo” de la región, *momentum* todavía positivo en estimaciones de beneficios, valoraciones no exigentes y escasez de alternativas de inversión convincentes.

La renta variable europea presenta por valoración un mayor recorrido desde los niveles actuales que otras áreas geográficas, lo que nos lleva a mantener una recomendación de sobreponderación estratégica en el activo. Si bien, su comportamiento, en buena medida, estará a merced de la velocidad y las soluciones que se adopten a la crisis soberana “periférica”, siendo marzo un mes importante en esta cuestión. Grandes compañías alemanas bien posicionadas en negocio global siguen presentando unas expectativas atractivas bajo el binomio rentabilidad/riesgo.

Estabilización en febrero de las bolsas emergentes después del *sell off* de las primeras semanas de 2011. China lideró el rebote, actuando como refugio en Asia. En el lado opuesto, India y Corea. El deterioro de la prima de riesgo geopolítico (focos de inestabilidad en Oriente Medio) y el proceso de endurecimiento monetario podrían desplazar al índice de apetito por el riesgo hacia zonas más próximas a mercado depresivo (en las últimas semanas se había desplazado hacia zona eufórica).

En cualquier caso, los períodos de aumento de la inflación identificados en la última década vinieron acompañados de forma generalizada por revalorizaciones bursátiles. Además, a todas luces, la fortaleza de los fundamentos estructurales de buena parte de estas economías se mantiene intacta. Por ello, recomendamos mantener posiciones estratégicas en Asia (prefiriendo China, por refugio, y Malasia, por baja inflación y por tratarse del principal exportador neto de petróleo de la región); en LatAm (Brasil y México, por exposición a materias primas y ciclo EEUU); y en Rusia y Sudáfrica, por su vinculación a *commodities*. Al margen de ello, una forma de reducir el riesgo de manera táctica es adoptar una exposición más indirecta a estos mercados a través de grandes multinacionales de países OCDE cuyas exportaciones se benefician del tirón de la demanda interna en el entorno emergente.





PRODUCTO DESTACADO BANCO BANIF

En **Banif** nuestro objetivo es poner siempre a disposición de nuestros clientes los productos y servicios que mejor se ajusten a sus necesidades financieras y a la evolución de los mercados.

Siguiendo los estudios de nuestros analistas y dado el entorno actual de bajos tipos de interés, hemos diseñado **BANIF EURIBOR GARANTIZADO DIVIDENDO FI¹**.

Un fondo que le garantiza su inversión a vencimiento y un dividendo trimestral, pensado para **los inversores que buscan alternativas que ofrezcan una mayor rentabilidad que los fondos monetarios**.

De esta forma usted obtendrá en el plazo de duración de este fondo²

- La **recuperación del 100% de su inversión inicial³** a vencimiento el 4 de febrero de 2014.
- **Un dividendo trimestral igual al Euribor 3M más 0,65%⁴**, que usted recibirá en cuenta.
- En caso de que lo desee, podrá obtener **liquidez mensual⁵**, solicitando el reembolso de sus participaciones sin comisión y al valor liquidativo del fondo a la fecha correspondiente.

Si desea ampliar información, le rogamos contacte con su Banquero Privado antes del próximo **24 de marzo, fecha en que finaliza el periodo de comercialización**.

1. Consulte el folleto informativo del fondo, registrado en la CNMV, en www.banif.es, o en cualquier oficina de Banco Banif, donde se recoge las condiciones de la garantía de este fondo. 2. Fecha inicio garantía 25/03/2011, fecha vencimiento de garantía 4/02/2014. 3. El participante tiene garantía del 100% del valor liquidativo inicial del 25 de marzo de 2011. 4. Presentado el 4 de Marzo de 2011 ante CNMV un nuevo folleto recogiendo una mejora del margen sobre Euribor 3 meses hasta el 0,65%, ya que actualmente en folleto actualmente registrado figura un margen de un 0,45%. 5. Reembolsos anteriores a la fecha de vencimiento no gozarán de la garantía indicada.



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.