



## RESUMEN Y CONCLUSIONES

- **Mejora generalizada, pero asimétrica, del *momentum* macro.** Ampliación de la brecha de crecimiento entre EEUU y la zona Euro, con visos de agudizarse el año que viene.
- **Mantenemos en un 30% las probabilidades asignadas a la materialización de un escenario en “W” o de retorno de la recesión a escala global.** Los riesgos no se han incrementado en el último mes.
- **Los últimos pasos institucionales en la zona Euro perfilan un entorno algo más constructivo, al menos a corto plazo, para que los precios de las variables financieras comiencen a reflejar una menor percepción de riesgo sistémico.** En adelante, será la concreción y los avances coordinados en los pilares propuestos lo que puede sentar las bases para que la senda de mejora tenga continuidad.
- **Sin abandonar la cautela, reducimos las posiciones defensivas, convergiendo hacia una mayor neutralidad en activos de riesgo.** El crédito *High Yield* en dólares constituye un vehículo idóneo para hacerlo.
- Mientras el principal catalizador de la dinámica del mercado siga siendo un factor imponderable como la política, **preferimos optar por un posicionamiento más prudente en las carteras.**
- **Diversificación y control sistemático de la volatilidad,** claves en la aproximación táctica al mercado.

## PERSPECTIVAS MACROECONOMICAS

### Se amplía la brecha entre EEUU y la zona Euro

Los indicadores parciales de actividad y demanda publicados a lo largo de los dos últimos meses en EEUU ya venían señalando un avance del PIB en 3T11 sensiblemente superior al 0,8% anualizado promedio de la primera mitad del ejercicio. En efecto, el crecimiento registrado en el período julio-septiembre sorprendió de forma positiva respecto a los pobres augurios que se empezaban a manejar en verano, al elevarse hasta el 2,5% anualizado. El aspecto más positivo del dato es la ganancia de tracción cualitativa, puesto que el componente de ventas finales domésticas (definido como la contribución de los componentes de demanda interna dentro del PIB excluida la aportación de los inventarios) repuntó un más que notable 4,1%, sobre la base de un consumo privado más sólido (+2,5%) y una inversión fija —especialmente por los componentes de bienes de equipo y software— que vuelve a creer a doble dígito (+17,4%).

De cara al 4T11, encontramos varias señales alentadoras. La primera, que el rebote del consumo no ha sido un guión escrito por el sector de automoción (de hecho, el consumo real de autos cayó ligeramente), sino que ha reflejado, sobre todo, una mejora en un componente menos volátil y con más peso dentro del PIB como es el de servicios (+3,0%). Por tanto, un impulso procedente del sector autos en los meses venideros y un avance en los ingresos reales (la inflación podría permitirlo) daría soporte a un crecimiento incluso más fuerte del consumo privado en el período octubre-diciembre. La segunda, que la fortaleza de los beneficios y los elevados niveles de liquidez en los balances corporativos podrían apuntalar ganancias adicionales en la rúbrica de inversión. Y la tercera, que el descenso que ha registrado la acumulación de inventarios en 3T11 constituye una señal de que las empresas respondieron con celeridad a la debilidad de la demanda interna de la primera mitad del año, proceso que será difícilmente repetible en 4T11. Por tanto, respec-

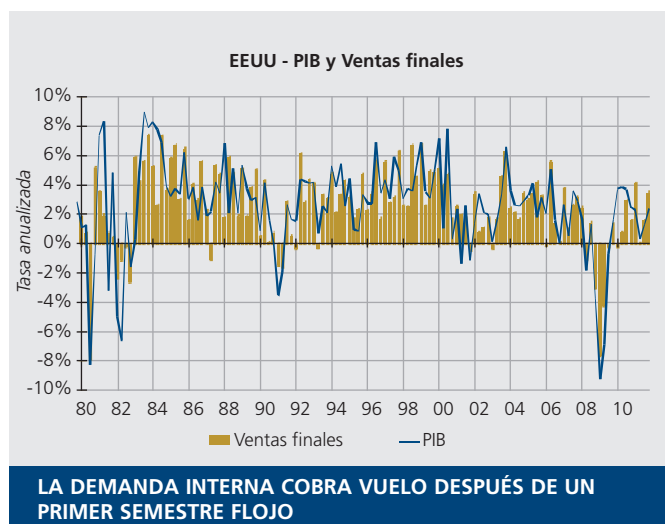
to a nuestra previsión actual de crecimiento del PIB de cara al 4T11 (1,7% anualizado) los riesgos se hallarían segados al alza.

En la zona Euro, pensamos que en la cumbre celebrada el pasado 26 de octubre se dio un paso importante en la búsqueda de soluciones a la crisis soberana, aunque lamentablemente llegue tarde por la erosión en clave de confianza que se ha producido en el íterin que ha transcurrido desde la reunión del Eurogrupo del 21 de julio. A pesar de que se sientan las bases para solucionar el problema, hay que destacar que quedan algunos flecos de carácter técnico y de implementación cuya resolución no debería demorarse si quiere evitarse que el mercado comience a cuestionarse la validez de las decisiones adoptadas, como ocurrió tras la cumbre de verano citada.

Mientras tanto, la publicación de los índices PMI preliminares de octubre dio continuidad a la cesión que experimentaron otros termómetros de sentimiento en la región en el mismo período, llámese índice ZEW o índice IFO. El indicador compuesto cayó más de lo esperado por el consenso, desde 49,1 hasta 47,2, profundizando en zona de contracción de la actividad (lectura más baja desde julio de 2009). El nivel actual sería compatible con una cesión del PIB del orden del 0,3% intertrimestral en 4T11. Con independencia de que la confianza empresarial siga o no retrocediendo en los meses venideros (va a depender en buena medida de las soluciones que se formalicen de cara a afrontar la crisis de deuda), lo que subyace de las cifras contemporáneas a nivel cualitativo y real es que los mayores riesgos en clave de crecimiento dentro de las economías OCDE los asume en estos momentos la zona Euro. Por ello, no hay que esperar grandes alegrías de cara al año que viene. Difícilmente el crecimiento promedio anual del PIB superaría niveles del 1% promedio anual en 2012 en un contexto de severa consolidación fiscal y con un apoyo más moderado del sector exterior.

### RENTA FIJA Y DIVISAS: Buscando nichos de valor

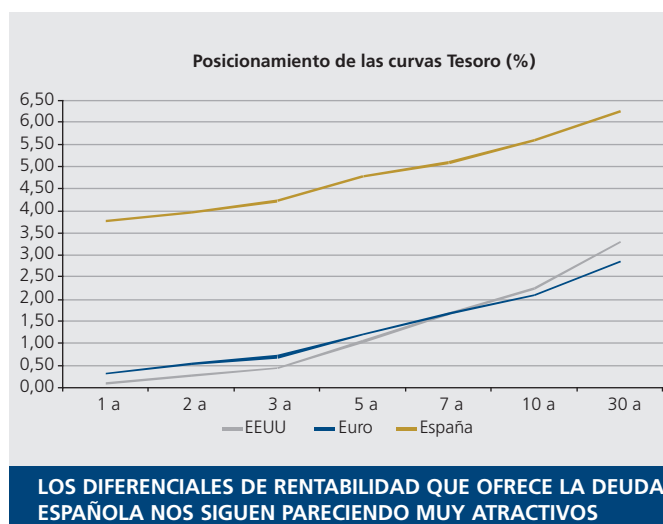
En clave de inversión en el activo renta fija, seguimos recomendando un posicionamiento de infraponderación en deuda soberana estadounidense: el tramo más corto de la curva apenas ofrece valor, mientras que el largo puede experimentar nuevos incrementos de rentabilidades. En el segmento de crédito corporativo, reforzamos la apuesta por *High Yield*, dado que vuelve a aflorar valor debido a la ampliación de diferenciales reciente. La ruptura al alza de la barrera de los 800 pb por primera vez en dos años indicaría cierta sobrerreacción del mercado (implicaría una tasa de impago del 8,5%) a la vez que la situación de las compañías es bastante diferente a la de 2008 (mejor capitalización, menores niveles de deuda, mayor liquidez disponible...).



En el mercado europeo, las bajadas del *rating soberano* a Italia y España, junto al temor a una posible pérdida del AAA por parte de Francia, se tradujeron en octubre en repuntes generalizados de las curvas Tesoro. A pesar de lo comentado, el escenario de base que ya planteábamos el mes pasado no ha cambiado y esperamos un buen comportamiento de las referencias de deuda pública española. Si bien el proceso de recapitalización del sistema bancario podría suponer una mayor carga de riesgo para los Estados, también debería contribuir a reducir la prima de riesgo sistémica soportada por las áreas de mercado más estresadas, incluida la deuda española. Esperamos, eso sí, una volatilidad elevada a corto plazo.

La renta fija soberana emergente está siendo uno de los activos financieros con mayor rentabilidad en el año, apoyada en una posición estructural más sólida que la del bloque de países avanzados (músculo fiscal, fortaleza de la demanda interna, nivel de reservas). Ahora bien, ¿podemos seguir apostando por la renta fija emergente de cara a los próximos 6-12 meses? En nuestra opinión, sí. En un escenario de estabilización de los mercados, la ampliación acumulada de los *spreads* (deuda emergentes vs deuda de EEUU) desde el mes de agosto supone una oportunidad clara de compra. Asimismo, la renta fija en divisa local podría encontrar apoyo en la relajación de las condiciones monetarias, aunque una reducción excesiva del nivel de tipos de interés (más bien pensamos que será paulatina) podría presionar a las divisas emergentes a la baja, lo que supondría un lastre para la rentabilidad de estos activos. Aunque una depreciación intensa de las divisas emergentes es algo que no contemplamos en nuestro escenario central, entendemos que el riesgo existe, motivo por lo que preferimos diversificar exposición con fondos que invierten en renta fija emergente denominada en USD.

La diferenciación entre el corto y el medio/largo plazo en las perspectivas para el cruce EUR/USD sigue siendo obligada. A corto plazo, su consolidación por encima del nivel de resistencia de 1,41 vendría de la mano de una digestión favorable de los avances contemporáneos en la agenda institucional. Ello no es óbice para que nuestra visión estratégica siga inalterada: continuamos apostando por una apreciación del dólar a 12 meses vista hacia niveles más próximos a su nivel de equilibrio –medido por PPA– frente al euro (cota de 1,21), con el factor macro como principal elemento explicativo. El *momentum* cíclico relativo entre EEUU y la zona Euro del último mes (claramente favorable para el primero) podría constituir la antesala de la ampliación de la brecha de crecimiento entre ambas economías que prevemos de cara a 2012, con las consiguientes implicaciones en clave de política monetaria (esperamos un estrechamiento del diferencial de tipos de interés entre la curva dólar y la euro a favor de la primera).



## CARTERA MODELO GLOBAL

### Altibajos

Los dos focos de atención, y de preocupación, presentes para el mercado financiero –el cíclico y el soberano– no experimentaron a lo largo del mes de octubre un deterioro adicional respecto a lo acaecido en los dos meses precedentes, si bien todavía quedan muchas aristas por pulir, sobre todo en el segundo ellos, antes de poder afirmar que el camino para los activos de riesgo queda despejado.

En el plano cíclico, un denominador común en todas las regiones durante las últimas semanas ha sido que los registros de actividad han rebasado las expectativas del consenso: el índice de sorpresas económicas en el conjunto de los países del G-7 ha registrado uno de los mejores

comportamientos mensuales en los últimos diez años (incluso en la zona Euro, donde los datos son consistentes con una desaceleración acusada del crecimiento).

Por tanto, puede decirse que se ha producido una mejora generalizada del *momentum* macro, aunque la misma no haya sido simétrica. El hecho contemporáneo más positivo es que no se ha incrementado la percepción de riesgo recesivo en EEUU, habiendo ejercido el crecimiento del PIB en el tercer trimestre un efecto balsámico.

No ocurre lo mismo en la zona Euro, donde, a pesar de que las sorpresas positivas en las referencias de actividad también han abundado en el último mes, existe una elevada probabilidad de contracción del crecimiento en el

último trimestre del ejercicio. Por último, dentro de las economías emergentes, se han acumulado señales que apuntan hacia un proceso de “aterrizaje suave”, compatible con la reconducción de su crecimiento hacia tasas más sostenibles, con el espaldarazo que supone gozar de un margen de actuación monetario y fiscal muy holgado.

Pero cualquier mejora en la vertiente cíclica a escala global, y no nos limitamos sólo a Europa, caerá en saco roto si la gestión de la crisis soberana no termina de ofrecer soluciones contundentes.

De momento, el resultado de la cumbre europea celebrada el pasado 26 de octubre se limitó a avances (tímidos y lentos) en los principales puntos de acuerdo –dotación de mayor capacidad financiera y de actuación al mecanismo de estabilidad (EFSF), proceso de reestructuración de la deuda griega (voluntaria y del 50% sobre el nominal a expensas de lo que finalmente decida el Gobierno heleno), fortalecimiento del capital del sector financiero- pero sin la dimensión que sólo podría otorgar el Banco Central Europeo como herramienta complementaria comprando deuda de Tesoros periféricos en el mercado secundario.

No por ello debemos restar importancia a los últimos pasos institucionales en la zona Euro, puesto que, con independencia de su dimensión, perfilan un entorno algo más constructivo, al menos a corto plazo, para que los precios de las variables financieras comiencen a reflejar una menor percepción de riesgo sistémico.

En adelante, será la concreción y los avances coordinados en los pilares propuestos, junto a la reconsideración del Gobierno griego acerca de la conveniencia de convocar un referéndum sobre el segundo plan de rescate de la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional, lo que puede

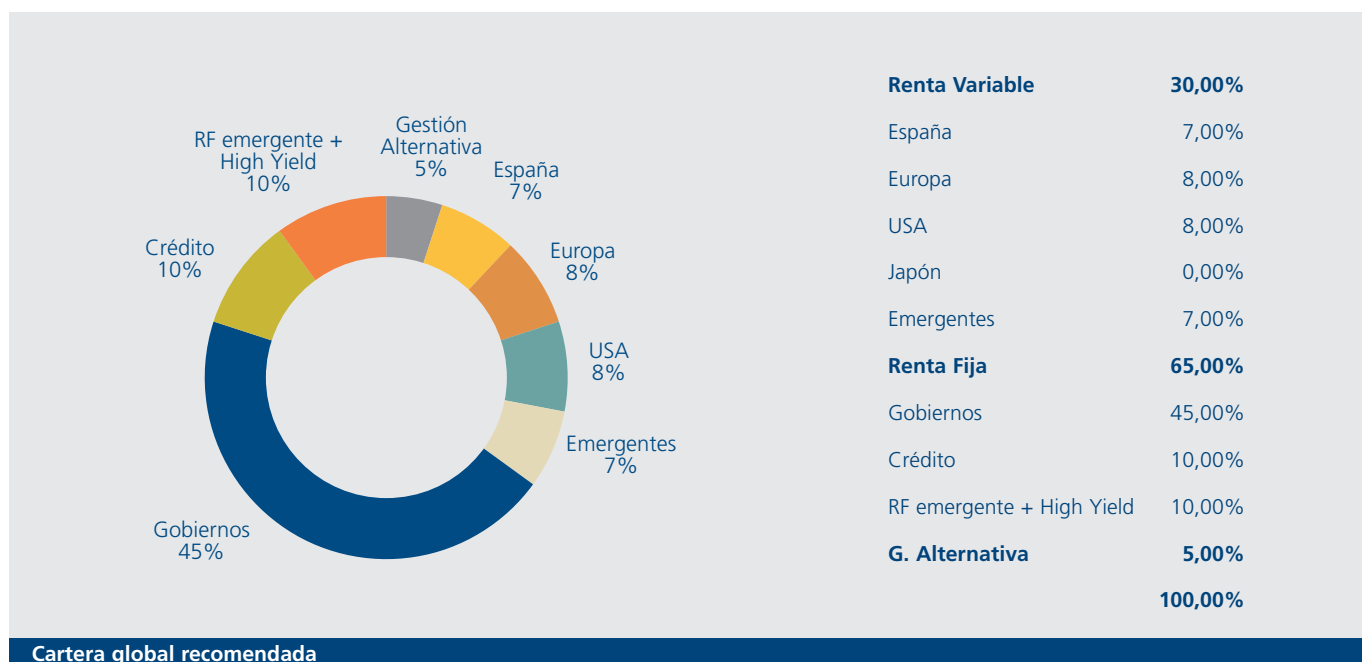
sentar las bases para que la senda de mejora que pudiera producirse de forma más inmediata tenga continuidad.

En cualquier caso, somos conscientes de que será un proceso gradual y no exento de altibajos. Y es que el hecho de excluir al BCE de la estrategia de resolución de la crisis añade un componente significativo de incertidumbre: si no funciona el esquema de apalancamiento del EFSF que le dota de mayor funcionalidad, podemos volver a entrar en una espiral de contagio.

Por tanto, una actitud más constructiva de Grecia, la concreción del desarrollo operativo en muchas de las propuestas y un BCE que no haga “dejación de funciones”, junto con la confirmación de la participación del Fondo Monetario Internacional y de países emergentes en el proceso, podrían servir para que el foco de los inversores vuelva a centrarse en los aspectos más puramente macro y para que catalizadores que han permanecido en la sombra en los últimos meses (especialmente las valoraciones) afloren, generando una reentrada de flujos en activos de riesgo.

De cumplirse los requisitos citados, reduciríamos las posiciones defensivas, convergiendo hacia una mayor neutralidad en nuestro posicionamiento. El crédito *High Yield* en dólares constituye un vehículo idóneo para hacerlo. Bonos convertibles y renta fija emergente en divisa fuerte, otras alternativas de valor.

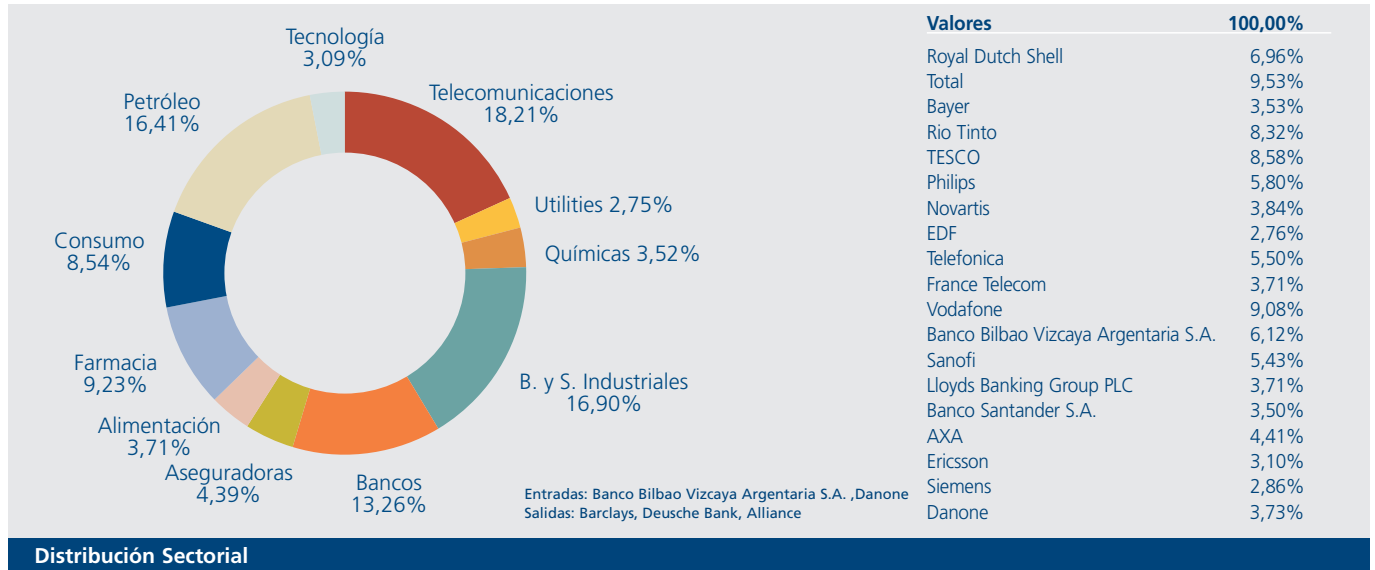
Pero, por el momento, la cautela sigue siendo obligada: el objetivo prioritario continúa siendo la protección del capital, con especial énfasis en los perfiles de riesgo más conservadores, a través de (i) una elevada diversificación, y (ii) el control sistemático de la volatilidad, lo que conlleva un elevado dinamismo en la aproximación táctica al mercado.



# CARTERA DE RENTA VARIABLE

## Reduciendo exposición al sector financiero europeo

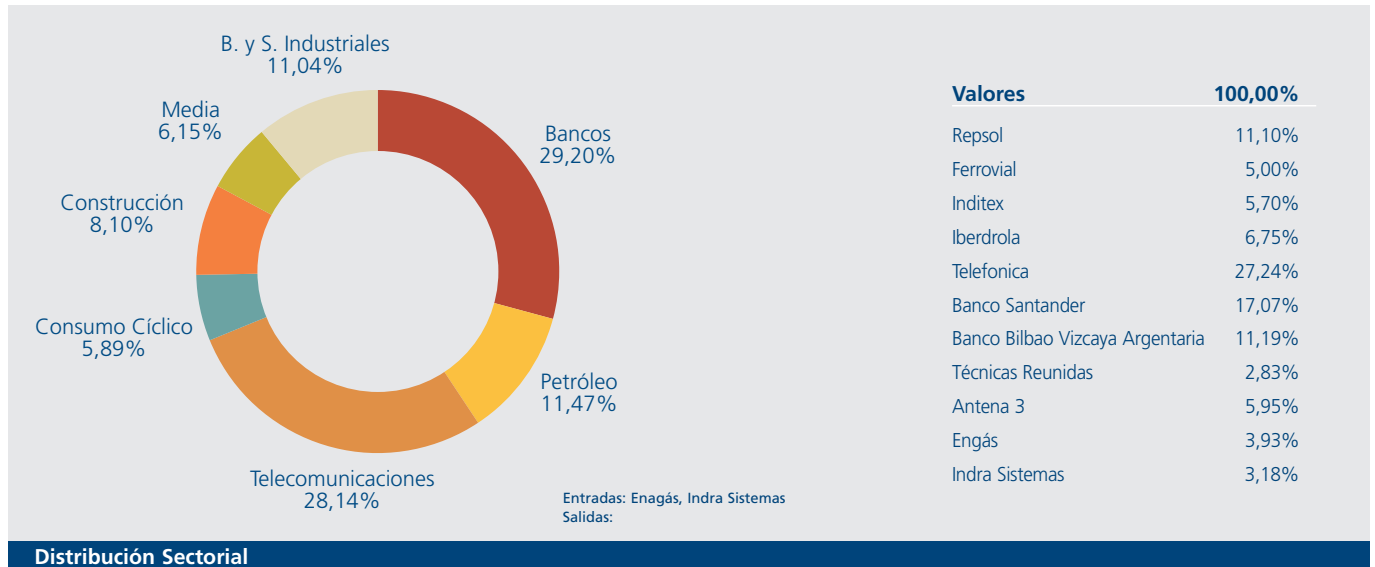
Europa



### Distribución Sectorial

## Dando entrada a compañías con un perfil algo más defensivo

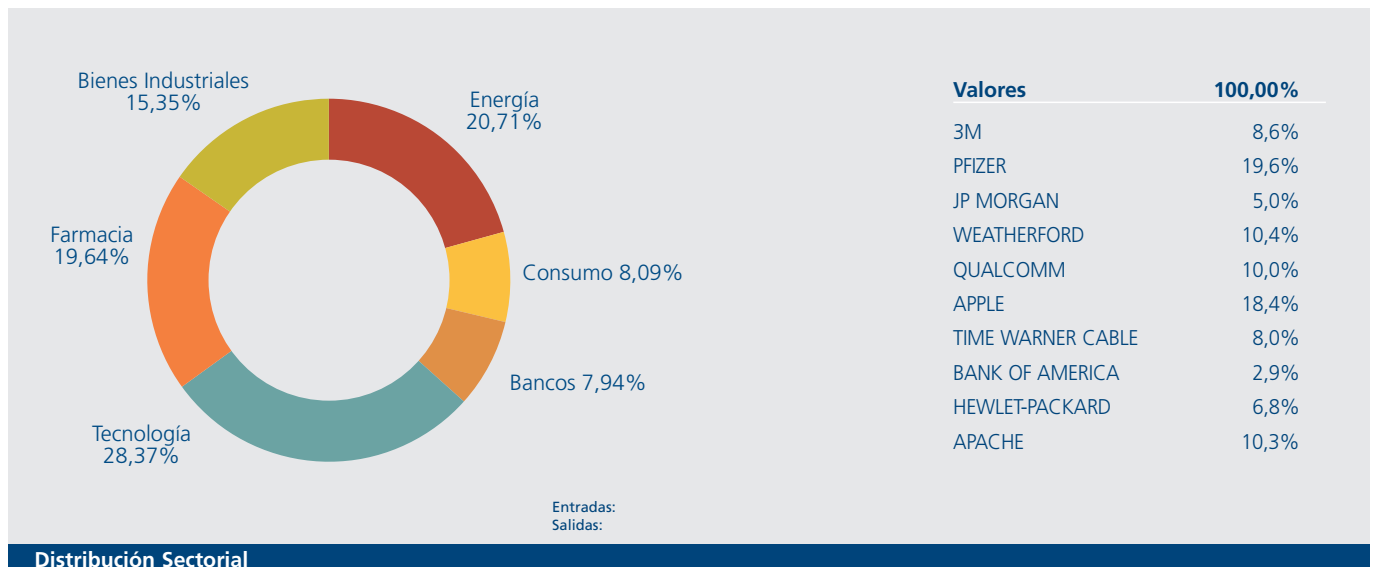
España



### Distribución Sectorial

## Farma y Tecnología ganan peso en las carteras

América



### Distribución Sectorial

## ESTRATEGIA

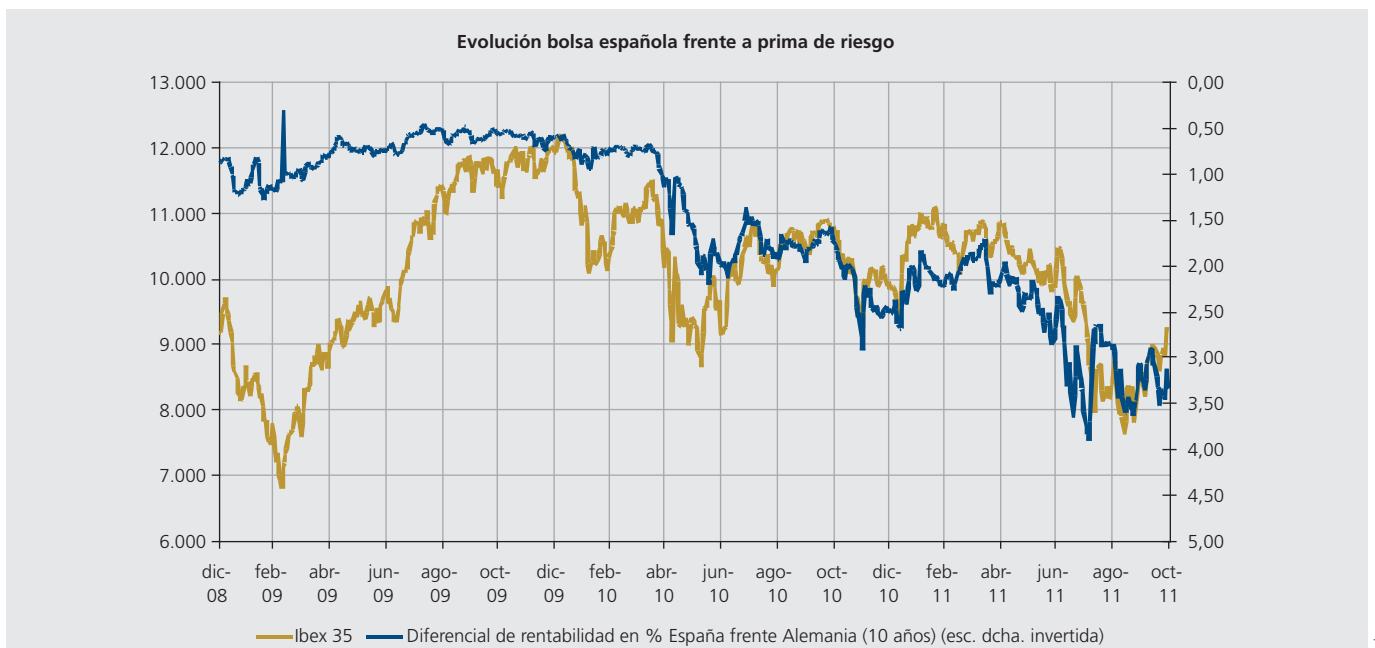
**Bancos Centrales: La inflación pasa definitivamente a un segundo plano.** Las novedades más relevantes que arrojó la publicación de las actas del último Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal celebrado en septiembre son que las cuestiones relativas a la comunicación estarían situándose a la vanguardia de las discusiones de política entre sus integrantes. En la vertiente macro, la Fed revisó sus previsiones de crecimiento del PIB para la segunda mitad del año y también a medio plazo. A pesar de lo cual, sigue previendo un crecimiento más elevado que en la primera mitad del ejercicio. Por el lado de la inflación, pocas novedades: la Fed plantea un escenario de crecimiento modesto de los precios en los próximos años, en un contexto de estabilización de las expectativas de inflación a largo plazo y de capacidad ociosa. La conclusión es que, a pesar de que en apariencia la Fed habría rebajado ligeramente su escenario, y salvo que la política fiscal tornara claramente más restrictiva o se recrudeciera la crisis soberana en Europa con tintes sistémicos, no esperamos estímulos de política monetaria adicionales a corto plazo, más allá de una mayor transparencia en la política de comunicación que pudiera producirse.

El papel del Banco Central Europeo, en la versión de política monetaria convencional, debe ser lo más generoso posible a partir de ahora, además de que, en la medida de lo posible, sería conveniente que complementara al EFSF (Facilidad europea de Estabilidad Financiera) como “guardián” del mercado secundario de deuda pública. Es cierto que la inflación (en el entorno del 3%) sigue situada muy por encima del objetivo compatible con la estabilidad de precios, pero no lo es menos que no es descabellado asistir a un proceso de deflación de salarios en un contexto

donde los multiplicadores monetarios (crédito) siguen con un comportamiento disfuncional. Por consiguiente, a corto plazo sería razonable que el organismo emisor retomara el ciclo bajista en tipos de interés.

En conclusión, el papel que quiera asumir el BCE a muy corto plazo va a ser un pilar básico para la resolución de la crisis soberana europea. El mero refuerzo de los esquemas de liquidez –reinstaurando la operativa de “barra libre” de fondos a largo plazo- junto a la reintroducción del programa de compra de *covered bonds*, en conjunción con un discurso en clave de tipos de interés más sensible al deterioro del escenario macro y no tan sesgado a la vigilancia inflacionaria, ya constituyen un primer paso importante. Pero no debe ser el único.

**Renta Variable: Suma la macro americana, no resta el factor institucional.** El mes de octubre se caracterizó por una fuerte recuperación de la bolsa estadounidense, apoyada básicamente en dos pilares: (i) las sorpresas positivas en la vertiente macro, y (ii) un más que aceptable desempeño de la temporada de resultados empresariales 3T11 (71,1% de sorpresas positivas en beneficio por acción hasta la fecha, habiendo publicado algo más de la mitad de las compañías que componen el S&P 500). El reajuste de expectativas que podría provocar el *momentum* macro reciente, facilitaría la relajación de la prima de riesgo. De hecho, la volatilidad implícita se ha normalizado tras el *shock* de verano, facilitando un pequeño ajuste de la prima de riesgo a la media (4,5%). Comienza, por tanto, a reducirse el riesgo sistémico implícito en la bolsa. Será el *call* macro el que siga determinando nuestro posicionamiento en la clase de activo. En base a nuestro esce-



nario central (no materialización de recesión), y aunque los riesgos de cola no sean para nada despreciables, la aproximación a posiciones de neutralidad está justificada. De acuerdo a nuestro modelo de valoración, nos damos cuenta de que la cotización actual del S&P (1245 puntos) descuenta un escenario intermedio entre la desaceleración y una recesión normal. Por tanto, en función de nuestro escenario de referencia ya comentado, pensamos que el índice estadounidense sigue ofreciendo margen de revalorización desde los niveles actuales.

En relación a los puntos de la cumbre europea celebrada el pasado 26 de octubre con los que podría quedar mínimamente satisfecho el mercado, pensábamos a priori que se concretarían en: (i) una dotación de capacidad financiera y de funcionamiento holgada al EFSF (Facilidad Europea de Estabilidad Financiera) para que pueda actuar de "cortafuegos" sistémico de manera consistente a largo plazo, (ii) un porcentaje de quita suficiente en Grecia que genere credibilidad en términos de sostenibilidad de su endeudamiento de cara a los próximos años, (iii) unas cifras en clave de requerimientos de capital en el sector financiero que generen confianza en el seno del mercado de cara a que no tengan que repetirse en un futuro cercano nuevas

pruebas de estrés y que permitan la reapertura de los canales de financiación bancaria, pero que a su vez no supongan un escollo insalvable para la concesión de crédito, (iv) un BCE que siga actuando de complemento mediante la compra de deuda periférica en el mercado secundario, sin que sobrepase las funciones grabadas en sus estatutos, (v) la concreción de apoyo financiero por parte del FMI y los países emergentes. Aunque todavía hay lagunas en algunos de ellos, sí consideramos que las conclusiones de la reunión citada deberían servir, al menos, para actuar de soporte a los índices europeos a corto plazo.

Recuperación de las bolsas emergentes en el mes de octubre, lideradas por Rusia, Polonia, Corea y México. Tailandia y China, los únicos índices que cierran por debajo del nivel de hace un mes. Es destacable que el mejor comportamiento relativo reciente lo hayan anotado los índices con el *scoring* fundamental (valoración y *earnings momentum*) más pobre, pero con un aspecto técnico saludable en el que se suelen apoyar los índices para "apalancar" los rebotes. A nivel global, nuestras herramientas de *timing* y valoración siguen situadas en zona de compra: China, Indonesia, Tailandia, Brasil y México, nuestras preferencias.

## RECOMENDACIÓN BANCO BANIF

### PLAN DE PENSIONES TIPO FIJO

En Banif, nuestro objetivo es buscar siempre las mejores oportunidades del mercado. Por eso, con motivo del cierre del año, le presentamos una solución que le ayudará a **obtener ventajas fiscales**.

Los planes de pensiones son vehículos que, además de ofrecerle una cobertura para la jubilación, reducen la base imponible del IRPF, pudiendo conseguir un ahorro de hasta el **45% de lo aportado** (llegando incluso a ser superior en función de la Comunidad Autónoma en la que sea residente). Los derechos consolidados no tributan en el Impuesto sobre el Patrimonio.

Con el objetivo de invertir en aquellos planes que se adapten mejor a la situación de los mercados, puede traspasar los derechos consolidados **entre diferentes planes**, incluso de diferentes entidades, sin que le suponga **ningún gasto ni impuesto**.

En esta ocasión, ponemos a su disposición **PP BANIF G. TIPO FIJO** un plan de pensiones pensado para quienes buscan tranquilidad, ya que **está 100% garantizado<sup>1</sup>** y le ofrece **un cupón del 23,80%, 3,25 % TAE en el plazo de 6 años y 8 meses**.

Si desea recibir más información, le rogamos **contacte con nosotros antes del próximo 15 de Enero** de 2012, fecha en que finaliza el periodo de comercialización.

---

1- Banco Santander, S.A. asume el compromiso de abonar al partícipe/beneficiario la diferencia por cada una de las unidades de cuenta que el mismo suscriba en virtud de aportaciones o traspasos de derechos consolidados o derechos económicos realizados efectiva y necesariamente hasta el 16 de enero de 2012 (incluido), al plan de pensiones Banif G. Tipo Fijo, que sean mantenidas en el plan de pensiones el día 18 de septiembre de 2018, en las condiciones expresadas anteriormente.

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 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.