



## RESUMEN Y CONCLUSIONES

- **A lo largo del mes de septiembre, no se ha incrementado la percepción de proximidad de un doble suelo en las tasas de crecimiento de las economías desarrolladas...** pero los fundamentos clave todavía no nos permiten descartarlo.
- **La política monetaria ha pasado de ser una amenaza a una oportunidad para el mercado.** Los bancos centrales están dispuestos a “quemar todas las naves” para garantizar una recuperación sostenida de la economía.
- Mientras no veamos señales de mejora más consistentes a nivel macro y una reducción más estructural de la volatilidad, **las prioridades deben seguir siendo la gestión activa del riesgo y la protección del capital.**
- **En la búsqueda de *yield*, la renta fija emergente sigue ofreciendo una buena oportunidad para complementar las carteras.** La solidez de los fundamentales de estas economías refuerza la apuesta de fondo por estos mercados.
- **La dinámica cambiaria sigue muy ligada a la actitud de los bancos centrales.** La dilución aparejada al posible incremento de las compras de deuda por parte de la Fed aproxima al dólar a nuestras previsiones de corto plazo.

# PERSPECTIVAS MACROECONOMICAS

## Crédito y empleo, con lupa

Los registros reales de actividad (ventas minoristas, producción industrial, pedidos de bienes duraderos, inventarios empresariales, balanza comercial...) publicados a lo largo del mes de septiembre en EEUU son consistentes con una ligera mayor fortaleza del crecimiento en 3T10 vs 2T10, pero los indicadores cualitativos, de forma generalizada, continúan en fase de deterioro, sin que, por ello, hayan abandonado, en la mayoría de los casos, niveles compatibles con la expansión de la actividad. Con estos mimbres, estamos previendo un crecimiento en tasa anualizada del PIB en el período julio-septiembre del 1,8%, registro similar al que proyectamos de cara al último trimestre del ejercicio.

Por tanto, seguimos sin manejar como escenario central uno de recaída de la economía americana en la recesión, pero nos mantenemos alerta y de momento no podemos rebajar las probabilidades que otorgamos al escenario de "W" (40% de ocurrencia) mientras: i) el número de desempleados de larga duración siga cerca de máximos, lo que explica en buena medida una serie de hechos poco usuales, como los deprimidos niveles de la confianza del consumidor en este momento del ciclo, que la tasa de natalidad haya caído a mínimos históricos o que el nivel de pobreza haya repuntado hasta cotas máximas de los últimos 15 años, ii) el índice de confianza empresarial en PYMES (NFIB) se halle en niveles inusualmente bajos, lo que explica que el "granero" de empleo fijo del último ciclo expansivo siga cerrado (incertidumbre regulatoria, dificultad de acceso al crédito), iii) el sector residencial americano no sea capaz de emitir señales de una recuperación autónoma mínimamente consistente, por las implicaciones que ello tiene en términos de empleo y de efecto riqueza.

Por su parte, en la zona Euro, después de la sorpresa positiva generada por el fuerte registro de crecimiento del PIB en el período abril-junio (1,0% intertrimestral), los indicadores coincidentes y, en mayor medida, los adelantados han vuelto a poner de manifiesto la pérdida de tracción del ciclo económico. En primer lugar, la caída de los índices PMI de manufacturas y servicios en septiembre (ambos en niveles de 53,6; compatibles con avances del PIB del 0,3% t/t) y del componente de expectativas del IFO también en septiembre (no así en el promedio trimestral), suponen nuevas señales que adelantan desaceleración en el último trimestre del año. Al mismo tiempo, la caída de los pedidos industriales en julio (-2,4% intermensual) también anticipa debilidad de la producción industrial en meses venideros.

A pesar de lo susodicho, la mayor parte de los organismos internacionales que elaboran previsiones económicas han llevado a cabo en sus últimas publicaciones revisiones sensibles al alza, situando el crecimiento del PIB promedio anual en 2010 para el conjunto de la región en el entorno del 1,5%. De cara a 2011, estimamos un crecimiento algo más parco (cercano al 1,2%), derivado de un proceso generalizado de ajuste fiscal que, con los planes concretados a fecha de hoy (sujetos a revisión en los borradores de presupuestos que los diferentes gobiernos presentarán en las próximas semanas), podría drenar directamente 1 punto porcentual de crecimiento de PIB el próximo ejercicio. Este drenaje, sin embargo, se vería en gran medida compensado por la depreciación acumulada este año por el tipo de cambio efectivo del euro y sus implicaciones positivas en términos de inversión vía sector exterior.

No debemos perder de vista la problemática "periférica", que en último mes ha tenido dos protagonistas –Irlanda y Portugal– que han desviado algo el foco de atención de Grecia, después de que en fechas recientes el Fondo Monetario Internacional diera un espaldarazo a las reformas acometidas por el Gobierno heleno, recalando que, de momento, no es necesaria la aprobación de más medidas de consolidación fiscal, calificando los pasos dados hasta ahora como "exitosos".

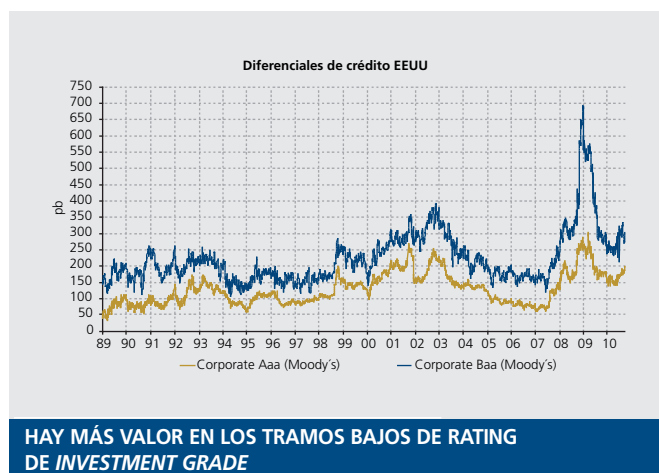
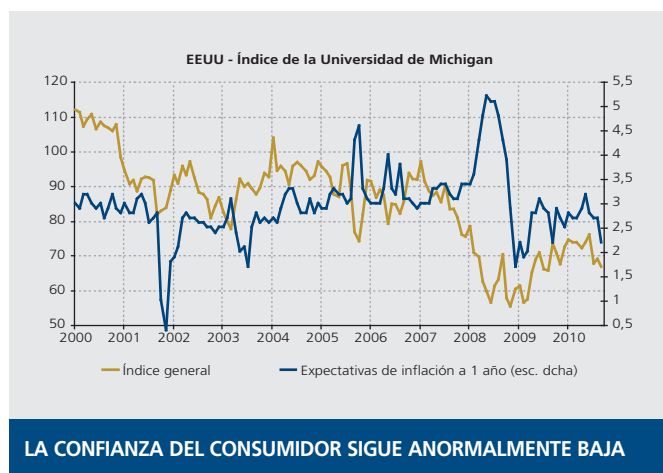
## RENTA FIJA Y DIVISAS: Condicionados por la Reserva Federal

Es destacable el replanteamiento por parte de la Fed relativo al aumento del tamaño de su balance, lo cual seguirá dando soporte en precio a toda la curva soberana dólar a corto plazo, pero no por ello deben tomarse posiciones en duración, en la medida en que los fundamentales, a no ser que compremos el escenario de retorno de la recesión, no las justifican. En cambio, la reducción en las tasas de *default* y el alto número de revisiones al alza de *rating* para este año, son factores que soportan el crédito *High Yield*. En este segmento, una política de selección de activos basada en valor relativo será la estrategia que mejor resulte ante el entorno actual. Recomendamos carteras diversificadas con extremo cuidado en la selección de emisores. De cara a los próximos meses reiteramos la necesidad de mantener exposición mediante vehículos especializados.

En Europa, 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 nos sigue pareciendo atractivo. No obstante, con un prisma más global, continuamos viendo más valor en crédito corporativo que en riesgo soberano (en la parte baja de *Investment Grade* y en el universo *High Yield*).

A pesar del nuevo episodio de cesión de la curva estadounidense, en septiembre volvió a producirse una relajación generalizada de los diferenciales de crédito en el espectro emergente, demostrando que el apetito por el activo se mantiene en cotas altas en un contexto donde está primando cada vez más la búsqueda de *yield* por parte de los inversores. En renta fija soberana en dólares, recomendamos exposición en Asia (concentrando riesgo en Indonesia y Malasia), LatAm (Brasil, Chile y Perú) y, como principal novedad, dentro de Europa del Este, en Rusia y Polonia. En renta fija soberana en moneda local, la región más atractiva sigue siendo la asiática, por mayor potencial de apreciación de sus divisas en un contexto de tensionamiento monetario cada vez más moderado.

En el mercado de divisas, de aquí a final de año, dos factores contrapuestos podrían tener influencia sobre el cruce Euro/Dólar. El primero de ellos, a priori negativo para el dólar, sería la confirmación del aumento del tamaño del balance de la Fed (efecto dilución sobre el dólar por la compra de activos y su no esterilización, generando un exceso de oferta de dinero), lo que a fin de cuentas supone una mayor laxitud de la política monetaria no convencional en EEUU que en la zona Euro. El segundo, perjudicial para el euro, es el rebrote del riesgo soberano, aunque la puesta ya en marcha de una red de seguridad a nivel europeo (fondo de estabilidad) y el castigo más selectivo que el mercado está haciendo entre emisores (esta vez, España e Italia, países con mayor importancia sistémica, están quedando más al margen) debería restar



capacidad de impacto a este factor, sin descartar focos de inestabilidad puntuales. Por tanto, poniendo los dos factores citados en la balanza, debería tener más influencia el primero que el segundo. Sin embargo, no otorgamos al dólar demasiado recorrido a la baja desde los niveles actuales, puesto que en el caso de que la Fed decida finalmente introducir nuevas medidas de expansión cuantitativa, la cuantía de las mismas pensamos que no será excesiva (sobre todo porque supondría

trasladar el problema al año que viene a la hora de diseñar una estrategia de salida que no generase fuertes distorsiones en la curva cuando la propia Fed se ha convertido en uno de los principales agentes del mercado de deuda, acaparando casi una quinta parte del saldo vivo en circulación de MBS y bonos del Tesoro excluyendo letras). Por ello, situamos el nivel de llegada en el cruce EUR/USD a final de año en el rango 1,35-1,40.

## CARTERA MODELO GLOBAL

### De “enemiga” a “aliada”: la política monetaria se configura como un elemento de apoyo a los activos de riesgo en el último tramo del año

Con el transcurrir del año, las prioridades del mercado en cuanto a focos de atención han ido cambiando. A lo largo del primer trimestre, el principal catalizador del movimiento de las cotizaciones de los diferentes activos fue la incertidumbre relativa, por un lado, al momento en el que los bancos centrales de las economías desarrolladas podían empezar a retirar los estímulos introducidos desde el inicio de la crisis y, por otro, a la intensidad del tensionamiento de la política monetaria que podrían comenzar a acometer las autoridades de las economías emergentes para controlar las incipientes señales inflacionistas que empezaban a aflorar.

Durante el segundo trimestre, las prioridades del mercado viraron hacia el plano soberano y financiero, traduciéndose en un fuerte incremento de la prima de riesgo en ambas vertientes por los temores asociados al sostenimiento de los niveles de endeudamiento en muchas economías, sobre todo en las “periféricas” europeas, y a la insuficiencia de los niveles de capital en el sistema bancario.

Gracias, por una parte, al Fondo de Estabilidad de 750.000 millones de euros instrumentado por la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional y, por otra, a la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia a las que fue sometido el sistema financiero europeo, el cambio de trimestre prácticamente coincidía de nuevo con un cambio en las prioridades del mercado. La prima de riesgo soberano y financiero cedía el testigo al riesgo cíclico, elevando la temperatura del debate acerca de la probabilidad de una recaída en recesión de las economías desarrolladas, con EEUU a la cabeza.

Es cierto que los datos macro publicados desde el comienzo del mes de septiembre en la economía norteamericana han servido para atenuar ligeramente los temores a la materialización del escenario de retorno de la recesión (“W”), pero también es una realidad que la reapertura de ese debate, y la consiguiente incertidumbre asociada al ciclo, podrían tener consecuencias positivas para el mercado en términos de política monetaria, invirtiendo los temores a un tensionamiento prematuro e intenso en este terreno que sobrevolaron el mercado a lo largo del primer trimestre del año.

De hecho, en las economías emergentes, esa incertidumbre cíclica, por las implicaciones que una recaída de EEUU podría tener en su sector exterior, ha estado presente en todas y cada una de las últimas reuniones de sus bancos centrales, y la prueba de ello es que el proceso de subidas de tipos se ha ralentizado respecto a hace unos meses.

En el caso de los países OCDE, con EEUU a la cabeza, el mercado, que suele tener buena memoria, no olvida la elevada correlación existente entre la recuperación bursátil desde mínimos de marzo de 2009 y la ampliación del tamaño del balance de la Reserva Federal. Por ello, la especulación reciente en torno a que la Fed pudiera adoptar antes de finalizar el año un segundo programa de expansión cuantitativa, mediante compras adicionales de deuda, ha tenido una buena acogida por parte de los activos de riesgo.

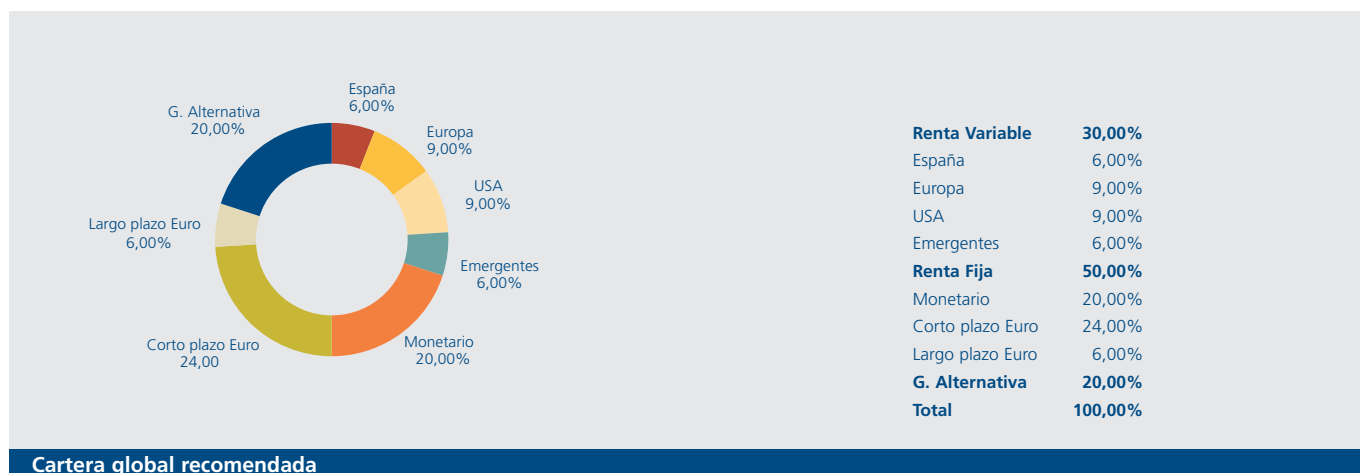
Especulación que tiene su razón de ser en el último comunicado oficial del banco central estadounidense, en el que situó su incomodidad ante los actuales niveles bajos de precios en el núcleo del mismo, y en el énfasis que su presidente, Bernanke, ha puesto al señalar que el histórico perfil más suave de las recuperaciones posteriores a crisis con germen financiero podría encontrar explicación en la insuficiencia de las medidas de estímulo aplicadas en su momento.

Sea cual sea la decisión final de la Fed en su próxima reunión (2 y 3 de noviembre), nos parece que con su retórica reciente, al generar expectativas de mayor liquidez en el sistema, ha mostrado una actitud inteligente, persiguiendo un triple objetivo que, de momento, está consiguiendo: 1) mantener en niveles bajos los tipos de interés a lo largo de toda la curva, para, entre otras cosas, permitir una reactivación de la actividad hipotecaria y del sector residencial, 2) favorecer una depreciación del dólar que dé impulso al sector exterior, y 3) dar soporte a los activos de riesgo, evitando así que la riqueza de las familias no se deteriore de forma adicional.

Pero el mercado no puede conformarse sólo con eso. En este punto, nos parece trascendental que el grado de coordinación de la política monetaria con la fiscal sea mayor para favorecer el acceso de los agentes económicos a esos tipos de interés baratos. Dinamizar la concesión de crédito, por tanto, sería cerrar un eslabón de la cadena clave para reducir de manera sustancial los riesgos de retorno de la recesión.

A pesar del contexto global de actividad económica moderada que prevemos, siempre que no se materialice el escenario de retorno de la recesión, encontramos argumentos de fondo (valoración, liquidez, flujos, resultados empresariales, operaciones corporativas, normalización de las curvas soberanas, amplio margen de mejora del mercado interbancario...) para otorgar apoyo a los activos de riesgo.

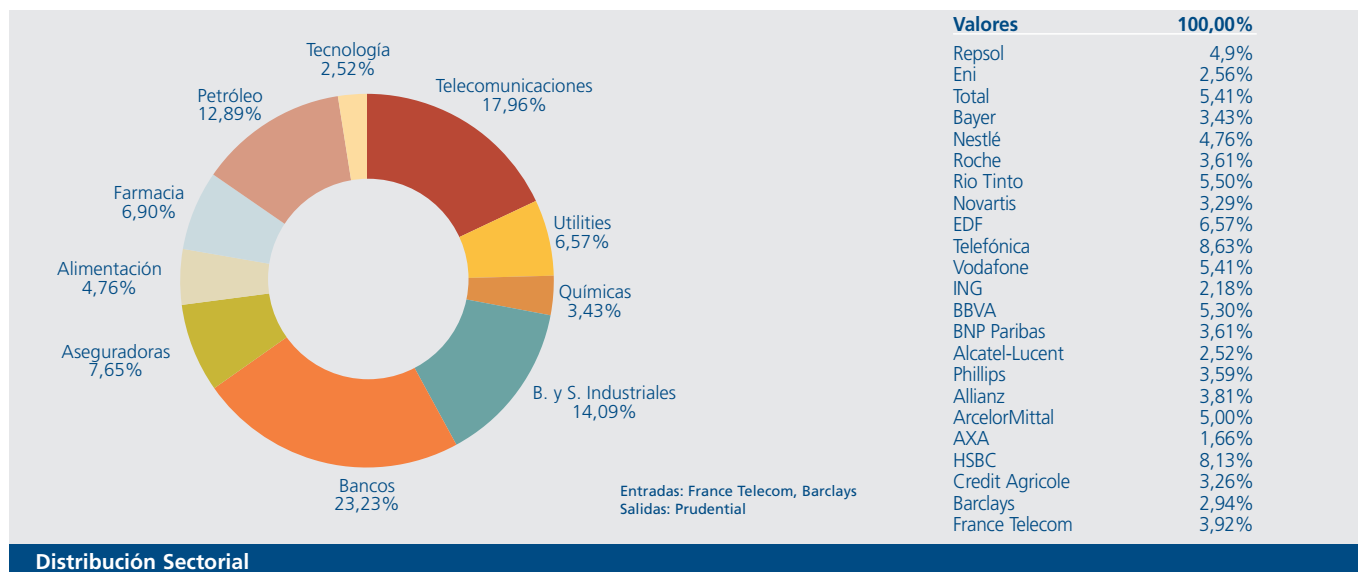
Ello no es óbice para que las posiciones de riesgo sigan siendo complementadas con una dinámica gestión activa y una elevada diversificación en las carteras. La preservación de capital debe continuar siendo la premisa prioritaria en la gestión.



# CARTERA DE RENTA VARIABLE

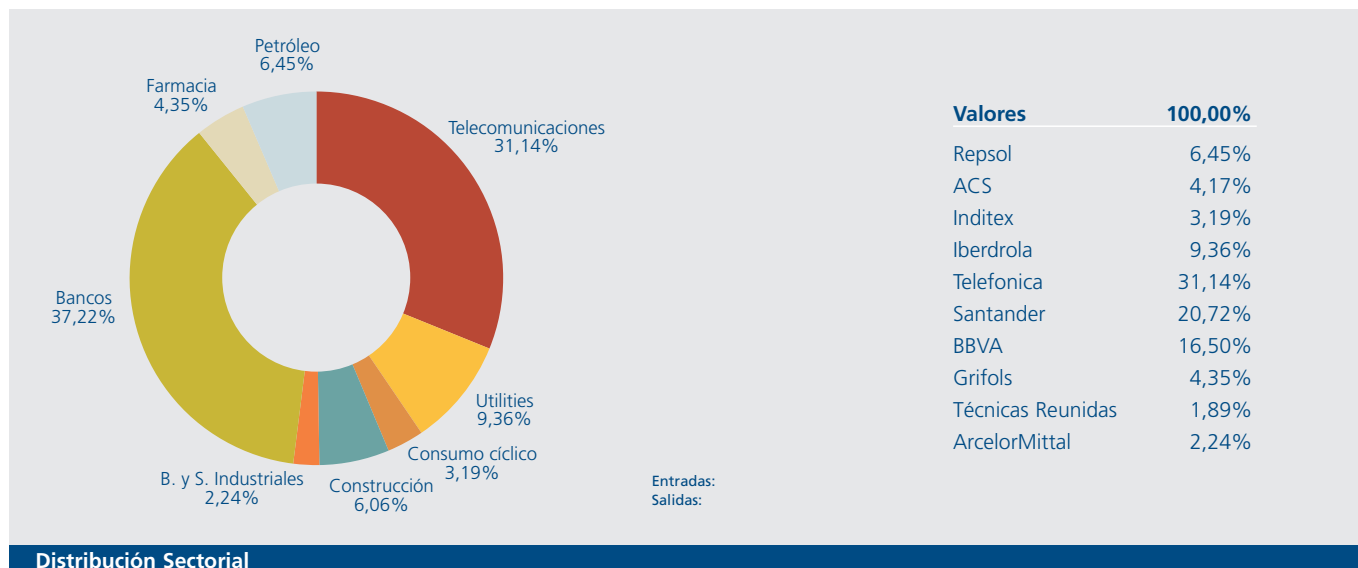
## Reduciendo el peso en el sector seguros

Europa



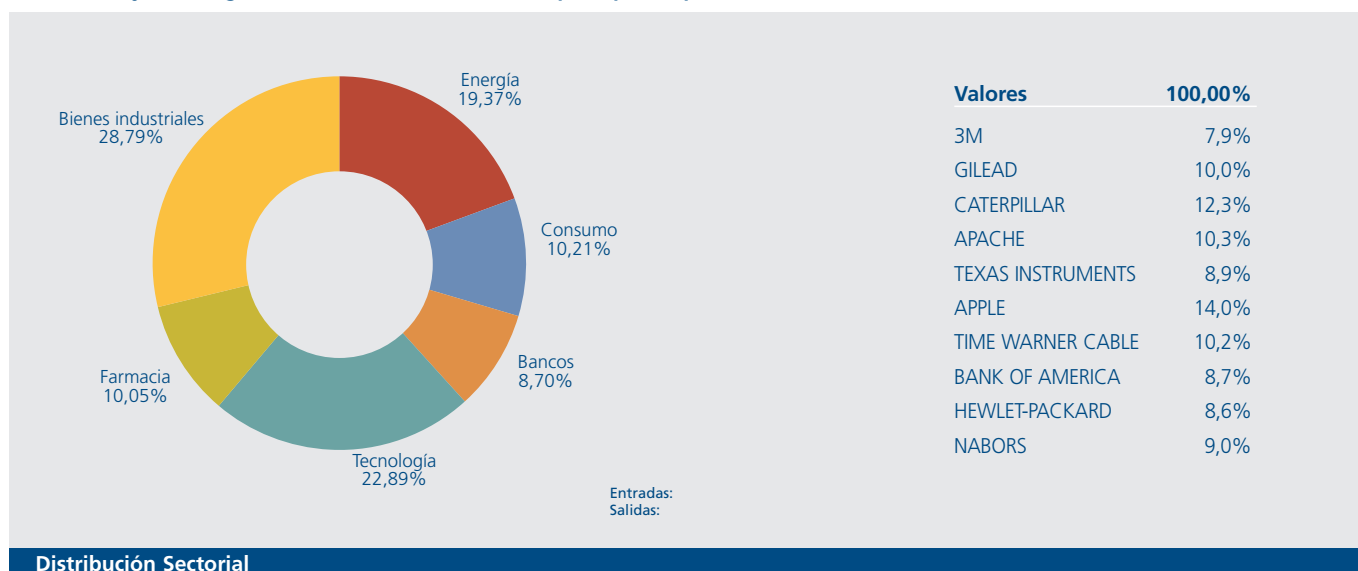
## Exposición diversificada

España



## Industriales y tecnología se mantienen como nuestras principales apuestas

América



## ESTRATEGIA

**Bancos Centrales: La importancia de salvaguardar el crecimiento.** La conjunción del escenario de crecimiento e inflación que maneja en la actualidad la Reserva Federal la ha llevado a 1) volver a incluir en su último comunicado oficial la expresión “*extended period*” relativa al mantenimiento de tipos en mínimos durante un período prolongado, y 2) señalar que el FOMC está preparado para proveer “más política acomodaticia si es necesario para dar soporte a la recuperación económica y para que la inflación retorne, con el transcurso del tiempo, a niveles consistentes con su mandato”. De esta forma, la Fed mantiene el sesgo bajista en su lenguaje; sesgo bajista que no significa otra cosa que mantener la puerta abierta a la adopción de medidas adicionales de política monetaria no convencionales (compra de deuda) en los próximos meses.

Por lo que respecta al Banco Central Europeo, en su reunión de septiembre mantuvo el tipo de intervención en el 1,0%. La comparecencia posterior de Trichet introdujo novedades livianas en las previsiones de crecimiento para la zona Euro. En este sentido, el PIB estimado para 2010 pasó de un promedio del 1,0% a uno del 1,6%, mientras que para 2011 se situó en un 1,4% desde el 1,2% anterior. En materia de precios también hubo una revisión al alza, aunque menos intensa: incremento de una décima del IPC armonizado, hasta el 1,6%, para el año en curso, y de dos, hasta el 1,7%, para 2011. En cualquier caso, Trichet volvió a resaltar que las expectativas de precios a medio plazo siguen firmemente ancladas. Por tanto, el BCE volvió a dibujar en escenario de recuperación moderada con lecturas reducidas de inflación. En cuanto a la estrategia monetaria, confirmó que mantendrá la inyección ilimitada de liquidez en la operativa vigente hasta que sea necesario, y al menos hasta principios de 2011.

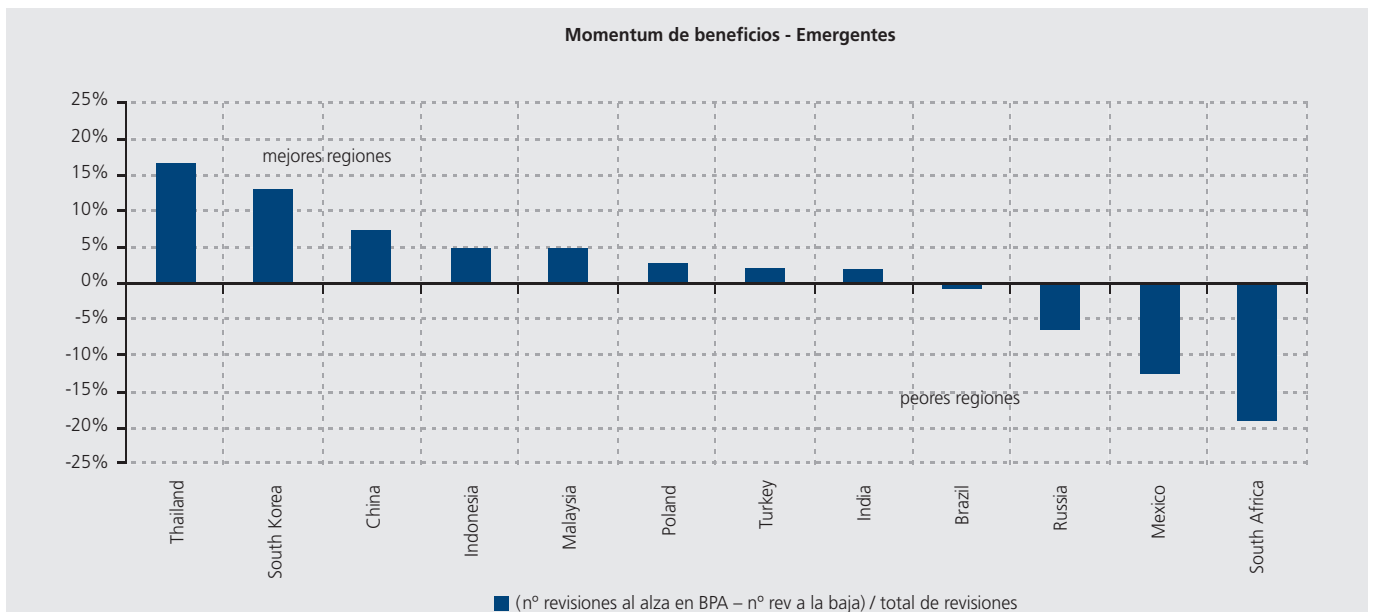
**Renta Variable: Soporte en la liquidez.** Frente a un mes de septiembre que históricamente no ha sido muy propicio para el activo, el que acabamos de dejar atrás ha constituido la excepción. Entre los catalizadores que han permitido la dinámica benigna nos quedamos sobre todo con los movimientos en el balance de la Reserva Federal presentes (y probablemente futuros): las compras de deuda pública han sido especialmente intensas, con implicaciones favorables sobre un entorno de liquidez más abundante.

A pesar de lo anterior, la sensible desaceleración en la mayor parte de los indicadores de actividad empresarial, un mercado laboral

todavía anémico y un sector residencial con muy baja tracción, obligan a actuar todavía con cautela. De esta forma, mantenemos la neutralidad en renta variable EEUU, con precio objetivo para el S&P 500 de 1229 puntos (la toma de más peso estructural sigue condicionada a la reducción de las probabilidades de nuestro escenario alternativo en “W”). Las valoraciones nos parecen razonables en el caso de que no se materialice el “*double-dip*”, pero el *momentum* en revisiones de beneficios ya tiene pendiente negativa. Las expectativas de BPA para 2010 y, sobre todo 2011, nos parecen exigentes. Estimamos una mejora de beneficios en 2010 del 20% hasta 76 dólares por acción de la mano de la estabilización en ventas y la alta rentabilidad operativa de las empresas. Ante un entorno todavía volátil, favorecemos una estrategia *barbell*: Tecnología y Salud, grandes empresas orientadas a emergentes y compañías de calidad (capaces de generar flujos de caja recurrentes y dividendos sostenidos) se muestran como opciones interesantes.

Los principales índices europeos retornaron a la parte alta del rango en el que vienen moviéndose desde hace más de un año, pero en un contexto de bajos volúmenes y volatilidad. A nivel estratégico, encontramos elementos de soporte para el activo: i) a nivel macro, el *momentum* no es positivo, pero las probabilidades de una recuperación gradual de la economía permanecen elevadas, ii) a nivel micro, la temporada de resultados ha acabado bien y hay perspectivas razonables de otro trimestre positivo, los programas de recompras de acciones empiezan a aflorar y aumentan las operaciones de M&A, iii) a nivel de política monetaria, los bancos centrales harán todo lo que pueden para dar soporte al ciclo económico, y iv) a nivel valoración, los múltiplos permanecen atractivos en un escenario de crecimiento moderado. Mantenemos, no obstante, una exposición neutral en renta variable Europa a la espera de una reducción de las probabilidades de nuestro escenario alternativo (“W”) para dar un mensaje más agresivo.

Por último, comportamiento favorable, y de forma generalizada, de las bolsas emergentes en los dos últimos meses. Por la parte de beneficios, Asia concentra el mayor número de revisiones al alza en estimaciones. Dentro de estos mercados, nuestras preferencias de fondo siguen localizándose 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 más apalancadas a la inversión en infraestructuras. China, India, Indonesia, Malasia, Brasil o Sudáfrica cumplen con estos requisitos.





## PRODUCTO DESTACADO BANCO BANIF

**BANIF ACTIVA RENTA VARIABLE** es un seguro de vida. Su estructura se basa en una cartera de valores que nuestros expertos gestionan de manera activa con los siguientes objetivos de inversión:

- Preservación del capital.
- Exposición totalmente libre a valores y acciones
- **Control diario del riesgo**, para conseguir la mayor rentabilidad con el menor riesgo posible.

**BANIF ACTIVA RENTA VARIABLE**, se adapta a cada situación económica, con la finalidad de obtener rentabilidades positivas similares a las que alcance el mercado en los momentos alcistas, y en los momentos bajistas minimizar el riesgo. Para ello utiliza estrategias de inversión a corto o muy corto plazo basadas en Análisis Técnico y "Momentum" del mercado.

Gracias a que la estructura de la cartera es un seguro de vida, tendrá acceso a ventajas fiscales tales como:

- **Exención de tributación** en la compraventa de valores.
- **Diferimiento de la tributación** por las rentas obtenidas en cada movimiento hasta el momento en que se decida el rescate.
- Tiene consideración de **rendimientos de capital mobiliario**.
- No tiene **limitaciones legales** como tienen las Sicav's y los fondos de inversión.
- Los dividendos de las acciones de la cartera, están exentos de retención.

Si lo desea, solicite más información a su **Banquero Privado** y empiece a disfrutar de **BANIF ACTIVA RENTA VARIABLE**



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

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

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