



RESUMEN Y CONCLUSIONES

- **La economía mundial cuenta con una base más sólida** respecto a la que tenía a estas alturas del año pasado. Aunque el riesgo cíclico ha aumentado en las economías desarrolladas, **nuestro escenario central continúa siendo una recuperación paulatina de la actividad en la segunda mitad del año en EEUU.**
- Pensamos que **el escenario actual debe seguir siendo propicio para los activos de riesgo** en un contexto de recuperación económica en curso, inflación todavía baja en perspectiva histórica y políticas aún acomodaticias en bancos centrales OCDE. Asimismo, el tejido empresarial se encuentra en un excelente estado de forma, con unos niveles de liquidez históricos.
- Sin embargo, **consideramos imprescindible que el mercado adquiera mayor visibilidad en el frente cíclico y el soberano**, hasta entonces la volatilidad podría seguir instalada en cotas elevadas.
- A medio plazo, **las alternativas de inversión a la renta variable son limitadas:** con fondos monetarios ofreciendo rendimientos reales negativos, los bonos de Tesoros core cotizando rentabilidades muy parcas de acuerdo a sus fundamentos y el crédito corporativo más ajustado por valoración.
- **El contexto de corto plazo es lo suficientemente complejo para adoptar posiciones de mayor cautela de forma táctica.** El objetivo prioritario sigue siendo la **protección del capital** a través de: 1) elevada diversificación, y 2) control sistemático de la volatilidad, lo que conlleva un elevado dinamismo en la aproximación táctica al mercado.

PERSPECTIVAS MACROECONOMICAS

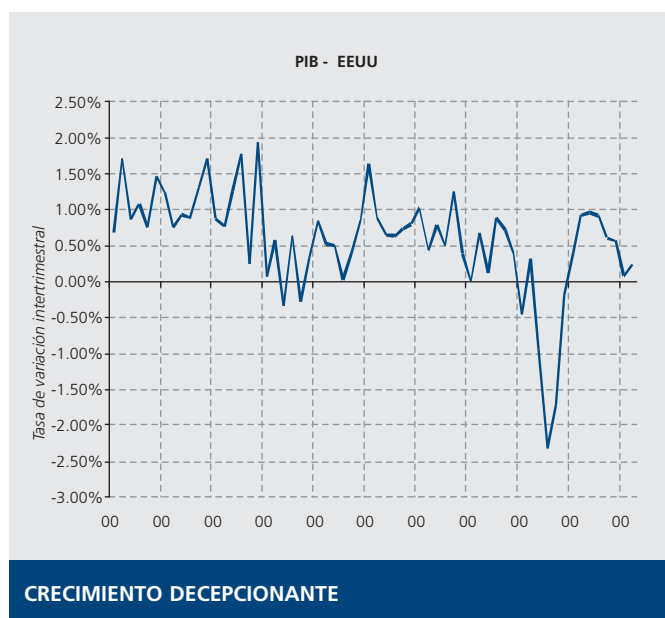
Temor al reingreso en recesión

La importante decepción del crecimiento de EEUU en el 2T11 (+1,0 %t.a) vino acompañada de los primeros datos de actividad real del 3T11, donde se ha apreciado una mejora sustancial respecto al trimestre anterior (ventas minoristas y producción industrial de julio en EEUU), que se han visto empañados por los pésimos registros adelantados en EEUU (caída histórica del índice de confianza empresarial de Filadelfia). Aunque estos últimos datos pueden estar algo "contaminados" por los problemas inherentes al periodo de la encuesta (debate fiscal en EEUU), lo cierto es que son preocupantes puesto que si se confirman (el último ISM publicado se sitúa todavía en niveles de expansión), denotarían una alarmante pérdida de tracción de la economía estadounidense. Así, el pesimismo del mercado tiene mucho que ver con la falta de "munición" desde el plano fiscal y monetario por parte de Gobiernos y bancos centrales para hacer frente a una nueva amenaza de recesión. En este sentido, aunque las medidas fiscales no están completamente agotadas (es posible que se pongan en marcha iniciativas concretas a pequeña escala, como por ejemplo, para fomentar la creación de empleo), sí es cierto que en el contexto actual no podemos esperar grandes programas de gasto público como los utilizados al principio de la crisis. En cualquier caso, aunque el crecimiento de la economía de EEUU podría ser más moderado de lo esperado a principios de año, todo parece apuntar a no se dirige hacia un escenario recesivo debido a la paulatina normalización de la actividad en Japón, el menor drenaje en clave de renta real disponible por la corrección reciente de las materias primas, las señales incipientes de expansión del crédito al consumo, el ajuste sensible ya realizado en bienes de consumo duradero e inventarios, la falta de exceso de capacidad apreciable (ni de capital ni laboral) en el sector empresarial y la contribución del sector exterior que seguirá siendo positiva.

En la zona Euro, el PIB creció a menor ritmo del esperado en el 2T11 (0,7% t.a.) fruto del estancamiento de Alemania y Francia (+0,1% t/t y 0% t/t, respectivamente), países que hasta ahora habían supuesto el principal motor de crecimiento de la región, logrando contrarrestar la debilidad del resto de la región, que se encuentra en pleno proceso de ajustes fiscales. De cara a los próximos trimestres, los primeros indicadores adelantados apuntan a un ritmo de crecimiento más moderado del conjunto de la zona Euro. La problemática soberana continúa perfilándose como el principal escollo para la estabilidad de la región. De hecho, a lo largo de los últimos días se ha empezado a erosionar la inercia positiva alcanzada tras los acuerdos alcanzados a finales de julio. Así, si se prolonga el debate suscitado por el requerimiento por parte de algunos países de mayores garantías para la concesión de nuevas líneas de aval a Grecia podría entorpecer el segundo rescate a Grecia. La esperada reunión bilateral entre Merkel y Sarkozy terminó sin grandes novedades, y con las primeras líneas de actuación en materia de gobernanza europea como principal eje de discusión. Los principales acuerdos fueron: 1) la creación de un Gobierno económico, que estaría formado por los jefes de Estado y de Gobierno, y con presidencia fija de 2 años y medio de duración. Asimismo, proponen que el primer ciclo sea liderado por el presidente del Consejo Europeo (Van Rompuy); 2) la adopción de la "regla de oro", que supone la definición de un límite de déficit público que esté contemplado en la constitución de los estados miembros antes del verano de 2012; 3) la implementación de una tasa a las transacciones financieras, con el fin de frenar los movimientos especulativos en los mercados; 4) avanzar en homogeneizar la fiscalidad de las empresas dentro de la zona Euro. Los mercados continúan demandando mayor contundencia en la toma de decisiones europea, en particular de cara a la próxima reunión del Eurogrupo, donde deberían ratificarse y ampliarse los acuerdos alcanzados a finales de julio.

RENTA FIJA Y DIVISAS: Búsqueda de refugio

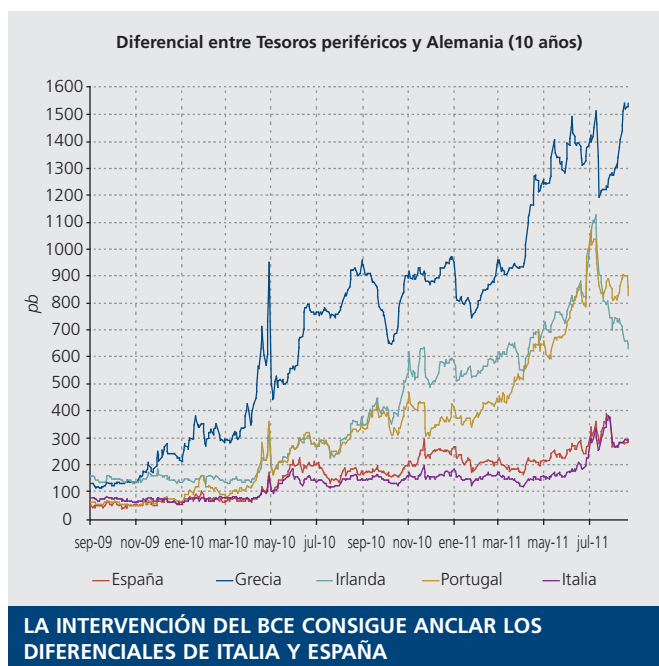
En las últimas semanas, la deuda pública de EEUU ha experimentado un sensible rally (subida en precio, caída en rentabilidad), liderada por el tramo largo, ya que la moderación en las cifras de actividad ha llevado al mercado a especular con nuevas acciones de política monetaria, eclipsando las preocupaciones crediticias, que hubieran llevado a los bonos del Tesoro americano a seguir el movimiento contrario. Y es que la rebaja de la calificación crediticia de la deuda estadounidense por parte de S&P (un escalón hasta AA+) apenas ha tenido impacto en la cotización. Adicionalmente, la incertidumbre soberana en Europa ha alimentado el movimiento de "huída hacia la calidad", siendo el papel soberano estadounidense uno de los principales destinatarios de flujos. Por su parte, la actividad del BCE en los mercados secundarios de deuda (con más de 36.000 millones de euros de compras de bonos italianos y españoles) ha logrado poner freno al deterioro de la cotización de la deuda periférica. No obstante, habrá que esperar hasta la próxima reunión del Eurogrupo a que se concreten las medidas tomadas en el



seno de la zona Euro para poder contemplar una reducción de diferenciales más intensa en las curvas italiana y española. No obstante, en los últimos días del mes el debate abierto por Finlandia sobre el requerimiento de garantías para la concesión de nuevas líneas de aval a Grecia, reforzado por las declaraciones de su primer ministro amenazando que su país no participará en el segundo rescate griego si no es con esta precondition, devolvió las tensiones a las curvas Tesoro de las economías rescatadas (con especial impacto en la curva griega). En contraste con el mundo desarrollado, los mercados de crédito emergentes siguen contando con buenos fundamentos, al tiempo que ofrecen rendimientos atractivos en un entorno global de tipos medios reducidos. A lo largo del último mes, ante un fuerte movimiento de huida hacia la calidad al calor de la inestabilidad en la zona Euro y el aumento del riesgo cíclico, la clase de activo ha tenido un comportamiento relativo razonable, lo que demuestra la fortaleza de sus fundamentos respecto a episodios precedentes de crisis soberanas a nivel global. En la modalidad de divisa fuerte, las valoraciones están todavía ajustadas. El valor se concentra en local currency, donde buscamos yield, ciclos de tipos maduros, divisas con potencial de apreciación y fundamentos estructurales sólidos. Las tensiones inflacionistas deberían continuar moderándose en la mayor parte de economías emergentes, lo que podría frenar el ritmo de subidas de tipos de interés, elevando el atractivo de asumir mayor riesgo duración en el activo.

El cruce EUR/USD se mantuvo relativamente estable a lo largo del mes, cotizando entre las cotas de 1,42-145. En los próximos meses, pensamos, como en el resto de activos, que la variable ciclo tendrá más que decir. En este punto, y a pesar de la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento en el cuadro macro americano y de un

mayor dinamismo institucional europeo, seguimos previendo un mejor comportamiento relativo de EEUU frente a la zona Euro. No obstante, por el riesgo de que la Fed vuelva a la actividad, elevamos el nivel de llegada previsto a finales de 2011 para el cruce EUR/USD hasta la cota de 1,35 EUR/USD. Las divisas que más se deberían beneficiar frente al USD son aquellas de economías con crecimientos razonablemente sólidos y con una política monetaria todavía con sesgo alcista como las emergentes. Con independencia de la visión favorable de fondo que mantenemos para el dólar frente al euro, a muy corto plazo, con un escenario sobre el tapete de fuerzas contrapuestas y una carga profunda de volatilidad, la cotización del cruce podría mantenerse en rango (1,40-1,45).



CARTERA MODELO GLOBAL

Dudas cíclicas

A lo largo de las últimas semanas los activos de riesgo han sufrido un fuerte movimiento correctivo propiciado por el deterioro de la percepción del riesgo cíclico de las economías desarrolladas y las dudas sobre la capacidad de las autoridades europeas para frenar el contagio del riesgo sistémico y estabilizar la situación de la zona Euro. A estos factores, que en cierta medida llevábamos arrastrando desde hace algunos meses, se ha unido el reciente tensio-namiento de los mercados de financiación bancaria.

En lo que se refiere a la situación cíclica, lo cierto es que las cifras de crecimiento del 2T11 en las principales economías desarrolladas fueron bastante débiles, debido a los efectos del terremoto de Japón sobre la cadena de suministro industrial y al incremento de los precios del petróleo (fruto de los distintos *shocks* geopolíticos), que terminó

mermando la capacidad del consumidor. No obstante, la principal preocupación de los mercados es la evolución de la actividad a lo largo de los próximos trimestres, hasta el punto en que se vuelve a hablar de la posibilidad de recesión.

En este sentido, se ha podido apreciar una importante dicotomía en las últimas referencias macro publicadas hasta ahora en EEUU. Por un lado, los primeros datos de actividad real del 3T11, entre los que se encuentran producción industrial, ventas minoristas, pedidos de bienes duraderos, han arrojado un saldo positivo, que no se corresponde en ningún caso con una entrada en un periodo de recesión. Por el otro, los últimos indicadores adelantados, entre los que destacan los distintos registros regionales de confianza empresarial de EEUU, han ofrecido un saldo débil que podría hacer presagiar un retorno a un entorno recesivo.

Aunque los primeros indicadores adelantados conocidos hasta ahora hayan podido estar ligeramente “contaminados” por la incertidumbre introducida por el debate entre Demócratas y Republicanos en lo que se refiere al aumento del techo del gasto y la bajada de calificación crediticia estadounidense, no debemos menospreciar estas señales que alertan sobre un escenario de crecimiento más moderado del esperado inicialmente durante la segunda mitad de año.

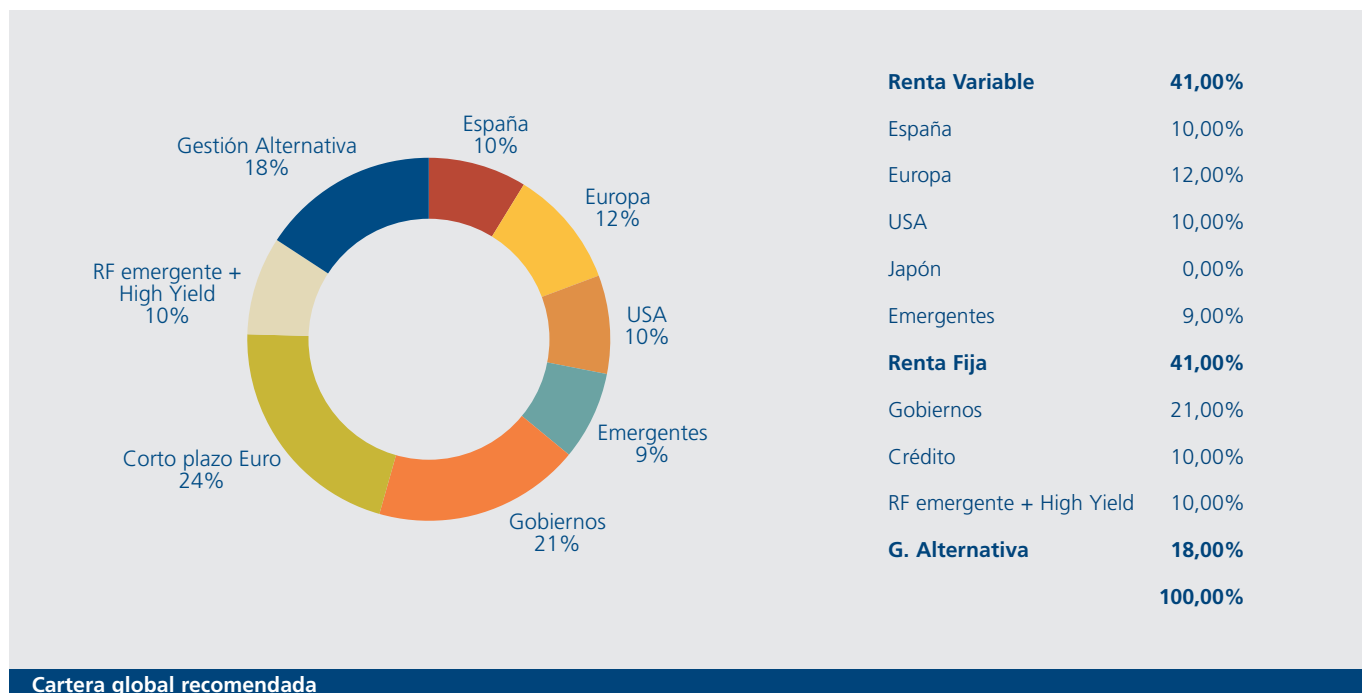
De momento, tras la publicación de los resultados de las principales encuestas de confianza del mes de agosto, seguimos sin considerar como escenario central una recesión en EEUU en los próximos trimestres debido a la paulatina normalización de la actividad en Japón, el menor drenaje en clave de renta real disponible por la corrección reciente de las materias primas, las señales incipientes de expansión del crédito al consumo, el ajuste sensible ya realizado en bienes de consumo duradero e inventarios, la falta de exceso de capacidad apreciable (ni de capital ni laboral) en el sector empresarial y la contribución del sector exterior que seguirá siendo positiva.

En el plano soberano, los mercados continúan siendo bastante escépticos respecto a la capacidad de las autoridades europeas para estabilizar la situación soberana en la zona Euro, a pesar de los acuerdos alcanzados en la reunión del Eurogrupo del 21 de julio. Aunque, el Banco Central Europeo, vía intervención en los mercados secundarios, logró estabilizar las primas de riesgo de Italia y España, la lentitud de la puesta en marcha de las decisiones adoptadas y la falta de concreción en puntos importantes (tamaño y papel definitivo del EFSF) ha contribuido a seguir alimentando las dudas respecto a la problemática periférica.

Por tanto, para obtener mayor certidumbre respecto a la cuestión soberana, habrá que esperar a ver como los distintos miembros de la UE articulan los acuerdos alcanzados en la reunión de julio. En este contexto, se ha producido un importante tensionamiento en los mercados de financiación bancaria, en buena medida derivado de la falta de resolución de la crisis de deuda soberana. Y es que las entidades financieras han vuelto a desconfiar las unas en las otras debido a su fuerte exposición en balance a deuda de Estados cuya solvencia está puesta en entredicho. Dicho esto, una disminución de la incertidumbre soberana sería suficiente para reducir las tensiones en el mercado interbancario.

De todas formas, para que se establezca el mercado y se consiga una tendencia más clara y positiva, se necesita una mayor visibilidad a dos niveles: riesgo soberano y crecimiento global. A corto plazo, el objetivo prioritario sigue siendo la protección del capital a través de a) una elevada diversificación, y b) un control sistemático de la volatilidad, lo que conlleva un elevado dinamismo en la aproximación táctica al mercado.

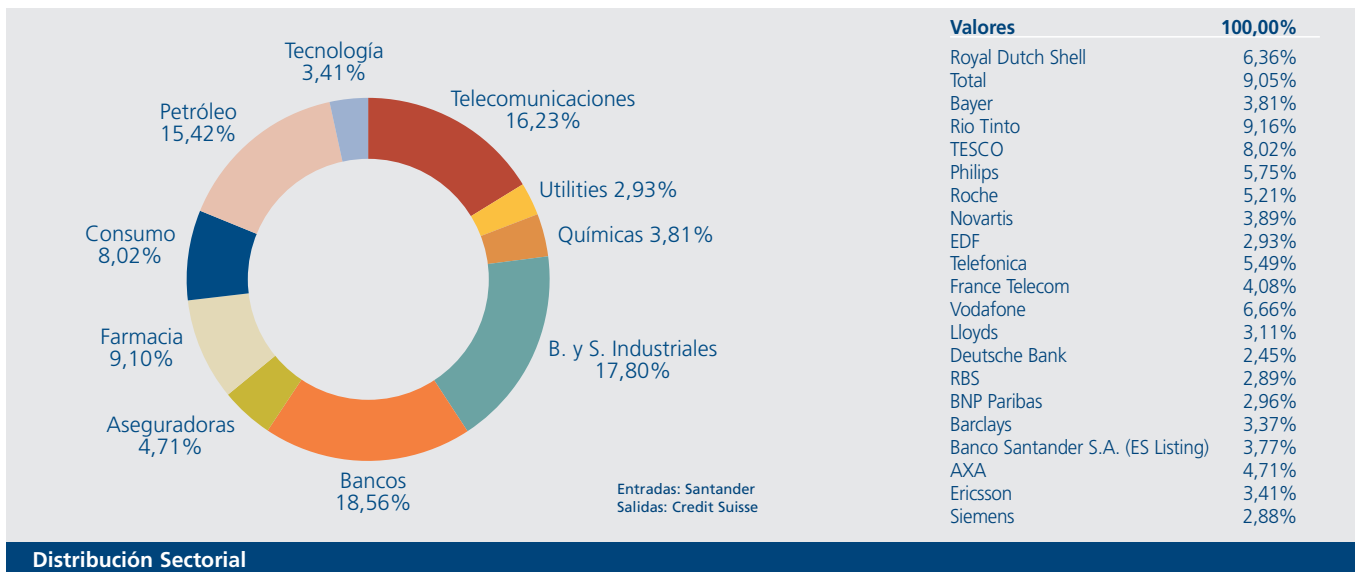
Aunque la complejidad del contexto a corto plazo hace imprescindible una aproximación táctica más cautelosa a renta variable, a medio plazo seguimos viendo valor en esta clase de activo. Así, a nivel estratégico permanecen vigentes elementos de soporte para la renta variable: (i) valoraciones no alejadas de mínimos históricos; (ii) política monetaria acomodaticia; (iii) la actividad económica a nivel macro ha perdido momentum, pero el crecimiento global seguirá cercano al 4%; (iv) los resultados empresariales mantienen coordenadas de solidez.



CARTERA DE RENTA VARIABLE

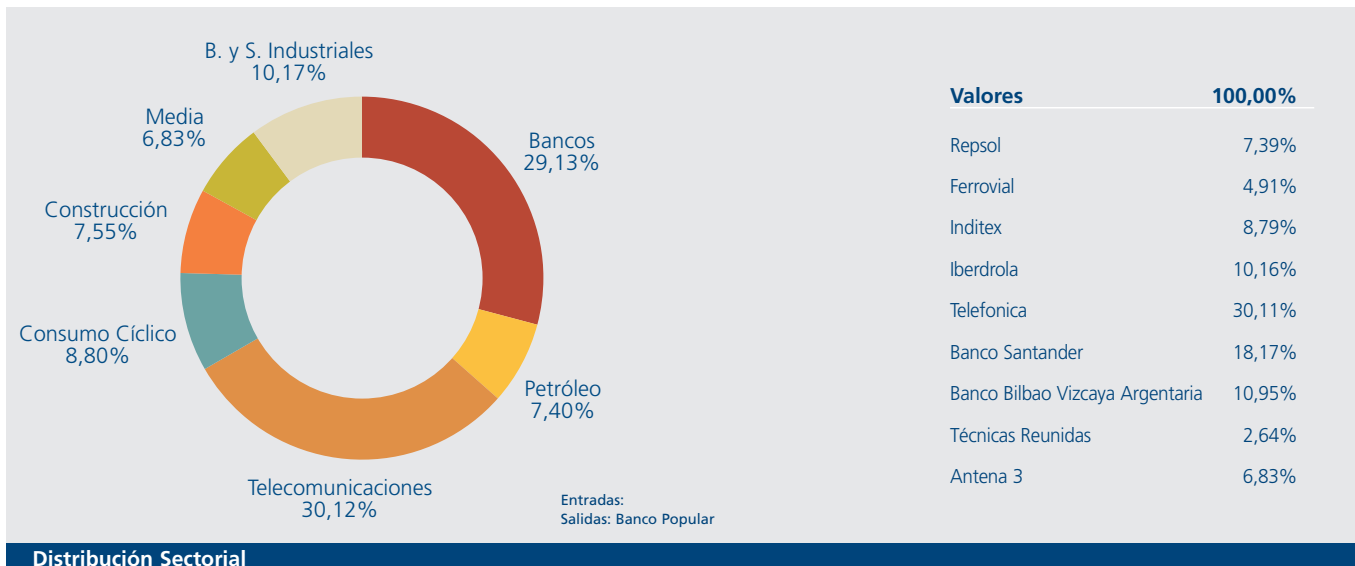
Cambio de cromos en el sector financiero

Europa



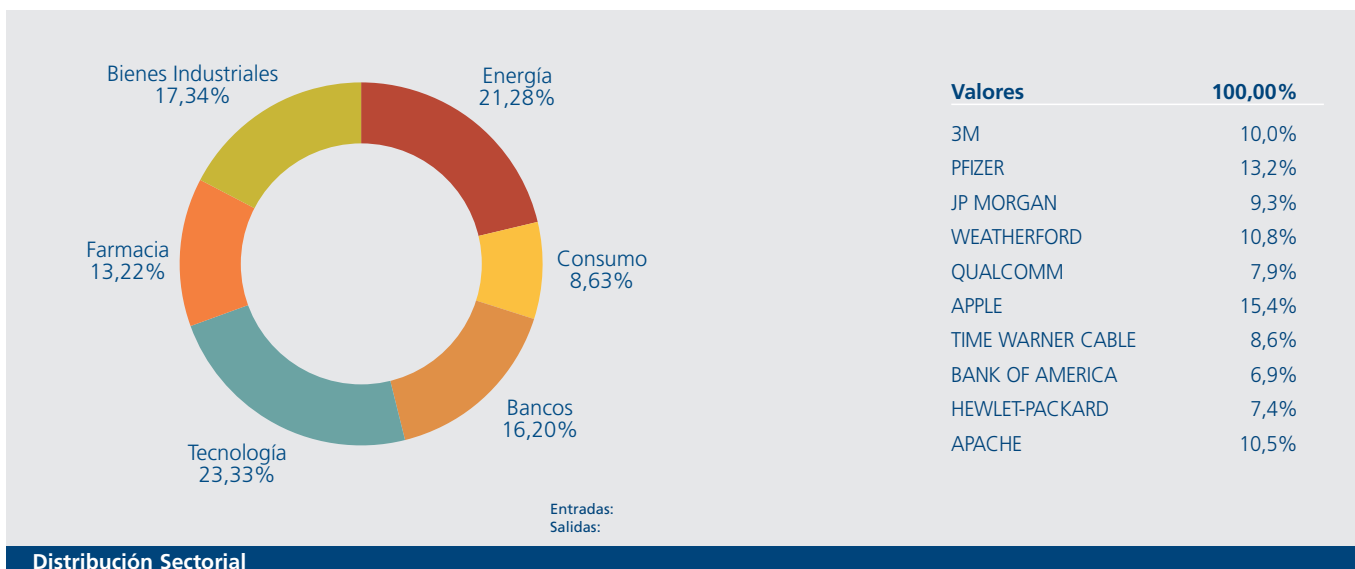
Reducción de la exposición a banca doméstica

España



Posición diversificada

América



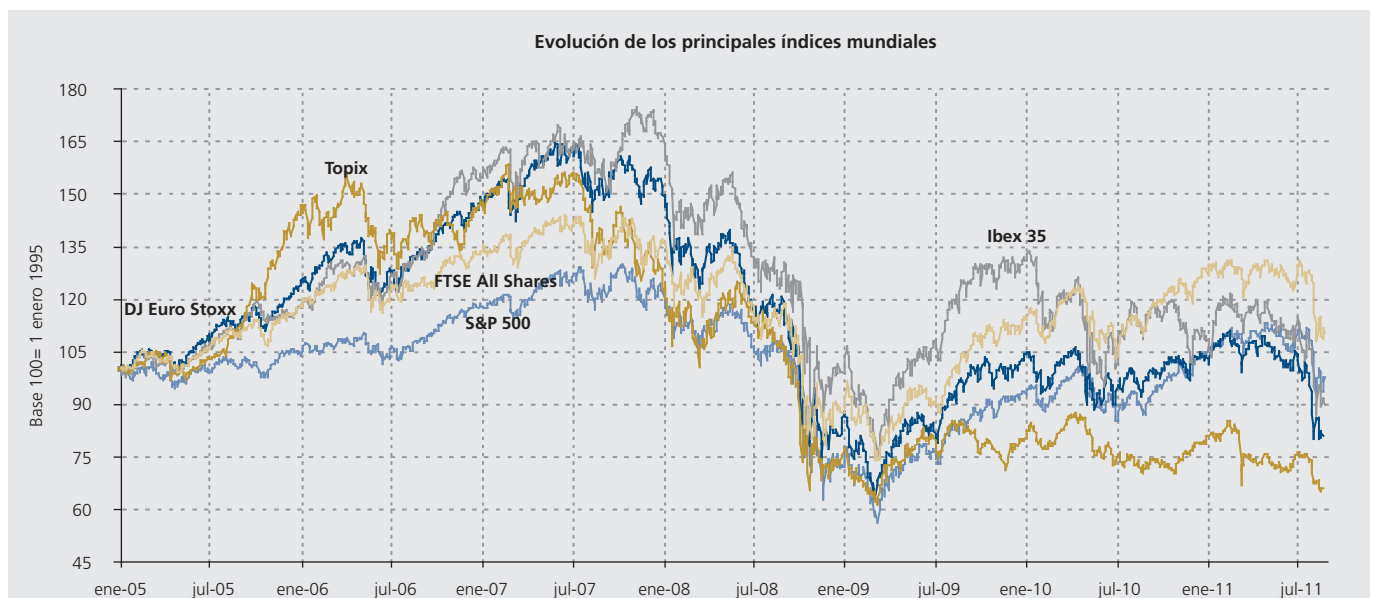
ESTRATEGIA

Bancos Centrales: ¿QE3? El precedente sentado por Bernanke en 2010, cuando anunció la puesta en marcha del segundo programa de expansión cuantitativa, provocó que a finales de agosto todas las miradas se dirigiesen a la conferencia de Jackson Hole, donde había fuertes expectativas de que, ante los temores de desaceleración en EEUU, el presidente de la Reserva Federal anunciara medidas de estímulo adicionales. En un claro intento de responder al principal elemento de incertidumbre en los mercados, Bernanke, con un discurso titulado "Perspectivas a corto y largo plazo de la economía de EEUU", señaló que existen fuertes factores diferenciales entre la situación actual y la que se encontraba la economía estadounidense en 2008. En este sentido, la economía de EEUU ha experimentado nueve trimestres de crecimiento real, cuenta con un sistema financiero más capitalizado, la disponibilidad de crédito es mayor y se están haciendo grandes progresos en materia de reforma fiscal. No obstante, advirtió que tanto la debilidad del sector residencial como la profundidad de la crisis financiera han contribuido a que la recuperación económica sea más lenta de lo esperado. En este contexto, la Reserva Federal espera que el ritmo de crecimiento de la economía de EEUU se acelere en los próximos trimestres, lo que concuerda con nuestro escenario central. Dado que la inflación se encuentra, a priori, controlada, no podemos descartar que la autoridad monetaria tome medidas de estímulo adicionales. Así, en el discurso hizo hincapié en que la Fed cuenta con un amplio rango de herramientas que podrían usarse para estimular la economía estadounidense. Aunque no las enumeró, pensamos que para no descartar ninguna opción de antemano y para evitar la especulación excesiva de los mercados al respecto, señaló que dichas opciones serán discutidas en la próxima reunión de la autoridad monetaria (20 y 21 de septiembre). Por tanto, el foco del mercado a corto plazo se traslada a dicha reunión, donde las expectativas para que la Fed haga algún movimiento son elevadas.

Renta Variable: Los temores cíclicos hacen estragos en la clase de activo. Fuertes caídas en renta variable estadounidense, con recortes cercanos al 10% en el mes debido al incremento de los temores de recesión. Además, los índices han sufrido una fuerte volatilidad intradía, con el VIX llegando a alcanzar niveles de 50. El sector financiero continúa siendo el principal castigado, si bien el conjunto de sectores más ligados a ciclo sufrió una fuerte penalización debido al aumento de la prima de riesgo cíclico. Los principales índices estadounidenses continúan teniendo un mejor comportamiento relativo frente a los europeos fruto de los mejores resultados empresariales y las menores dudas respecto a la posición fiscal.

En Europa, las pérdidas en la clase de activo fueron superiores al 15% en el mes de agosto. En un intento de controlar la volatilidad del sector financiero las autoridades de supervisión bursátil de Francia, Italia, España y Bélgica decidieron instaurar hasta el 30 de septiembre (en el caso francés hasta primeros de noviembre) una prohibición de las ventas al descubierto sobre los valores del sector financiero (incluyendo bancos y aseguradoras).

A nivel estratégico (medio-largo plazo) permanecen vigentes elementos de soporte para los activos de riesgo: (i) valoraciones no alejadas de mínimos históricos, (ii) política monetaria que sigue dando soporte, aunque ya no sea tan expansiva como en el pasado, (iii) el crecimiento a nivel macro ha perdido momentum, aunque nuestro escenario central seguimos contemplando una segunda mitad de año más positiva en materia de crecimiento. De todas formas, para que se establezca el mercado y se consiga una tendencia más clara y positiva, se necesita una mayor visibilidad a dos niveles: riesgo soberano periférico y crecimiento global. A nivel táctico (corto plazo), insistimos en que el objetivo sigue siendo la protección del capital a través de: 1) elevada diversificación, y 2) control sistemático de la volatilidad, lo que conlleva un elevado dinamismo en la aproximación táctica al mercado.



PRODUCTO DESTACADO BANCO BANIF

Queremos presentarle nuestra **Cuenta Privada Banif¹**, una cuenta pensada para su operativa bancaria diaria y diseñada para que nuestros clientes disfruten, también en sus operaciones del día a día, de la calidad de servicio de Banif.

Con la **Cuenta Privada**, podrá obtener una rentabilidad de:

Euribor 3M + 0,50%
2,06% TAE²

En una única cuenta,
su dinero
le da más

- Desde el primer € para saldos superiores a 50.000€
- Liquidación mensual de intereses.
- Ligada a la evolución de los tipos de interés.
- Sin comisiones.
- Sin importes máximos.

Cada vez que los tipos de interés suban se beneficiará de ello al estar referenciada la rentabilidad al Euribor 3 meses.

La cuenta Privada le servirá de soporte a todos sus cobros y pagos habituales **sin ningún coste**, beneficiándose de **productos y servicios exclusivos de forma gratuita**. Entre otros:

- **Tarjeta Banif 4B MasterCard**, para disponer de efectivo **sin comisiones**, en toda la Red 4B (más de 12.000 cajeros).
- **Visa Oro Banif** con **exención de responsabilidad** en caso de falsificación, fraude, robo o uso fraudulento³, y con numerosos servicios y seguros asociados.
- **Tarjeta AMEX GOLD Banif⁴**, una de las tarjetas más exclusivas del mercado.
- **Telepeaje Vía-T.**
- **Servicio Best Doctors**, para segunda opinión médica gratuita.

Si desea ampliar más información no dude en ponerse en contacto con Su Banquero Privado.

¹ Cuenta corriente. Oferta válida para personas físicas titulares de posiciones superiores a 300.000€ en Banco Banif, S.A. Requisitos para remuneración: a) a partir de 50.000€, domiciliar nómina o pensión y cinco recibos; b) a partir de 100.000€, domiciliar cinco recibos. Aplicable a partir del 01/10/2011.

² Tipo de interés nominal variable, Euribor tres meses más 0,50%: media aritmética mensual que resulte de tomar diariamente el tipo de referencia durante el mes anterior a aquél en que tenga lugar la liquidación. Revisión mensual. El tipo de referencia será el EURIBOR, entendiendo por tal el tipo de interés del mercado interbancario europeo que se haya reflejado en la pantalla REUTERS, página EURIBOR01 (o aquella que pudiera llegar a sustituirla), como tipo cotizado a las once horas de la mañana para operaciones de depósito al plazo de tres meses. Liquidación mensual, último día del mes. TAE: 2,06%, calculada según media mensual del mes de agosto 2011 calculada bajo la hipótesis de no variación del tipo de referencia. Ejemplo 2,06% TAE. Para un saldo en cuenta de 100.000€ a 2,06% TAE, mantenido durante 30 días, los intereses a liquidar el último día del mes serían de 168,65€ brutos.

³ Salvo negligencia del titular 4 Gratuita el primer año y los sucesivos siempre que haga un consumo anual superior a 4.200€.



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.