

Informe de Estrategia

Perspectivas 4º trimestre 2011

Desenlace *griego* y posible reentrada en recesión. Ignoremos el resto.

Índice

Resumen	3
Síntesis de Estimaciones	4
Perspectiva Económica	5
Materias Primas	48
Tipos de Interés	51
Divisas	54
Escenario de inversión	58
Anexo I: España, detalle de estimaciones	74
Anexo II: Ratios de compañías cotizadas	75
Anexo III: Fondos de Inversión, Lista de Convicción	78
Anexo IV: ETFs, Lista de Convicción	81

Equipo de Análisis (sujeto al RIC)

Ramón Forcada
David García Moral
Eva del Barrio
Beatriz Martín
Jesús Amador
Victoria Sandoval
Rafael León

Distribución Institucional

José Enrique Renedo
Elisabeth de Linos Escofet
Patricia Gómez Gil
Tels. 91 339 78 11

Disclaimer-Aviso Legal

Los informes del departamento de Análisis de Bankinter, S.A.(en adelante "Bankinter") se realizan con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión de los mismos. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien Bankinter no garantiza la seguridad de las mismas. Los informes reflejan tan solo la opinión del departamento, y están sujetas a cambio sin previo aviso.

El contenido de los informes no constituye una oferta o recomendación de compra o venta de instrumentos financieros. El inversor debe ser consciente de que los valores e instrumentos financieros a que se refieren pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe adoptar sus propias decisiones de inversión, procurándose a tal fin el asesoramiento especializado que considere necesario. Bankinter no se hace responsable del uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor que formalice operaciones tomando como referencia las valoraciones y opiniones recogidas en los informes. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores e instrumentos o los resultados pasados de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

El sistema retributivo del/los analista/s de los informes se basa en diversos criterios entre los que figuran los resultados obtenidos en el ejercicio económico por el Grupo Bankinter, pero en ningún caso la retribución de los analistas está vinculada directa o indirectamente al sentido de las recomendaciones contenidas en los informes.

Los miembros del Departamento de Análisis podrán disponer a título personal acciones de alguna/s de las compañías que se mencionan en los informes, o alguna de sus filiales y/o participadas.

Bankinter, en el desarrollo corriente de sus actividades financieras de crédito, depósito o de cualquier otra naturaleza similar, puede haber mantenido, mantener actualmente o estar interesado en mantener en el futuro, relaciones comerciales con alguna/s de las compañías a que se hace referencia en los informes, o alguna de sus filiales y/o participadas.

Bankinter y/o cualquiera de sus responsables y/o consejeros pueden en cada momento mantener una posición o estar directa o indirectamente interesados en valores, opciones, derechos o *warrants* de alguna/s de las compañías mencionadas en los informes.

En cuanto a los precios objetivos que se puedan desprender del análisis efectuado por el Departamento de Análisis de Bankinter, éstos quedan sujetos a criterios de análisis fundamental y técnico, ponderando en cada caso los métodos que, en función de su propia opinión, se adecuan mejor a cada compañía en particular. Salvo indicación expresa en contrario, todos los precios objetivos se fijan con un horizonte temporal de 12 meses desde el momento de publicación de los informes. Los precios objetivos no implican compromisos de revalorización, ni deben ser entendidos como indicaciones ni recomendaciones de inversión.

Como actividades significativas de administradores en sociedades que pueden ser objeto de análisis en los informes conviene mencionar las siguientes:

D. Pedro Guerrero Guerrero, Presidente del Consejo de Administración de Bankinter, es Consejero de Prosegur Compañía de Seguridad, S.A.

Los informes efectuados por el Departamento de Análisis de Bankinter no pueden ser reproducidos, distribuidos, ni publicados por ningún receptor de los mismos con ningún fin, sin la previa autorización escrita de Bankinter.

Resumen

- **Sólo 2 cosas importan: el desenlace griego y la reentrada o no en recesión global.-**

En realidad lo segundo será menos probable si el *desenlace griego* no es, al final, destructivo. Creemos que sólo hay 3 opciones para el problema griego: salida del euro, *default* (de mayor o menor alcance) o refinar *ad infinitum*. En nuestra opinión, la primera opción es inviable; sería la más cara para todas las partes, incluso para Alemania. La segunda opción se presenta como altamente probable a juzgar por las cifras griegas, ahora que parece empiezan a ofrecer alguna fiabilidad. Nosotros barajamos un *default* entre 50% y 70% en algún momento de los próximos 6 meses, más probablemente en Diciembre 2011, cuando el país afrontará vencimientos por 9,8bn€ que no puede asumir por sí mismo. Grecia ha aplicado las recientes y severísimas medidas de austeridad reclamadas por la Troika, de manera que lo más probable es que se libere el siguiente tramo de asistencia (8bn€) y pueda hacer frente a los vencimientos de Octubre (principalmente 1,63bn€ el día 14 y 1,06bn€ el 22). Optar por la tercera opción implicaría enquistar el problema durante tiempo indefinido, pero tal vez no debamos descartarla de plano. Las cifras de Grecia son demoledoras y sin crecimiento no podrá devolver sus deudas, pero ciertamente el resto de la Eurozona puede asistir al país casi indefinidamente (su PIB es sólo el 2,5% del total de la UEM) y posponer su *default* el tiempo que crea oportuno. Eso no cambiaría la realidad de fondo y tendría el inconveniente de impedir que la economía griega creciera quién sabe durante cuánto tiempo, pero la ausencia de conflicto a corto plazo de esta alternativa es una tentación y conviene no descartarlo.

- **Nuestro escenario más probable es un *default con estabilizadores* que reducirían el contagio a otros estados miembros.-**

En grandes números, Grecia tiene una deuda de 344bn€ (pero 443bn€ con cupones), un PIB de 230bn€ y una contracción económica (PIB) entre -7%/-5% para este año, sin perspectivas de retomar el crecimiento en 2012/13. Las cifras son aplastantes, de manera la ayuda que necesita el país no es sólo de liquidez, que es la que se está proporcionando, sino de transferencia de riqueza. Es decir, el resto de la Eurozona deberá aceptar antes o después condonar parte de su deuda... cuyos tenedores son, básicamente, bancos europeos y, más particularmente, franceses y alemanes. Esta es una amenaza sistémica de primer orden, de manera que, o bien el resto de la Eurozona condona parte de la deuda de Grecia, o bien los bancos acreedores aceptan una quita y, simultáneamente, son recapitalizados por los estados (Francia y Alemania, sobre todo). El origen de los fondos sería, en cualquier caso, el mismo: los contribuyentes. Pero hay una diferencia interesante entre ambas opciones. En la segunda los bancos recapitalizados pasarían a ser parcial o totalmente públicos, de manera que existiría la posibilidad de que, transcurridos unos años y en una fase más benigna del ciclo económico, fueran privatizados de nuevo y el contribuyente recuperase una parte o todo su dinero. Pero el problema en el momento del *default* será el posible contagio. En nuestra opinión, las entregas de tramos de asistencia están sirviendo para tener el tiempo suficiente para preparar 2 *estabilizadores*, al menos: la prestación ilimitada de liquidez por parte del BCE a los bancos privados y la recapitalización de los bancos más expuestos a Grecia.

- **El proceso de normalización, en todos los sentidos, será lento y llevará tiempo.-**

Conviene tener paciencia. La crisis empezó en 2007 y estamos ya terminando 2011. Parece mucho tiempo, pero es preciso mantener cierta perspectiva. En **primer lugar**, la Eurozona sólo ha empezado a recibir realmente el impacto a partir de 2010, tras las intervenciones de Grecia, Portugal e Irlanda. En **segundo lugar**, parece bastante probable que su impacto empiece a llegar a las economías emergentes de manera seria a partir de 2012. El golpe será menos severo y su recuperación más rápida, pero se traducirá (lo estamos viendo ya) en unos crecimientos (PIB) muy inferiores a los necesarios para evitar los conflictos sociales derivados de una creación de empleo insuficiente. En **tercer y último lugar**, los antecedentes históricos ponen de manifiesto que desde que se inicia un proceso de insolvencia en un área económica hasta que se aplica una solución válida pueden pasar no menos de 5 años: Méjico hizo *default* en 1982, arrastrando a 27 países más, y los bonos Brady no empezaron a reconducir la situación hasta 1989. Ciertamente, con posterioridad han tenido lugar otros *defaults* menos amplios geográficamente (Tailandia, Rusia, Argentina...) que se han resuelto en menos tiempo, lo cual representa un antecedente esperanzador.

- **Continuamos enfocados en la protección del patrimonio.-**

En un contexto tan incierto como el descrito nos reafirmamos en nuestra estrategia dirigida a proteger el patrimonio en lugar de "tratar de acertar", como ya argumentamos el trimestre anterior. Las bolsas pueden parecer "baratas" y los bonos soberanos de 1ª calidad "caros", pero ambas apreciaciones dependen de las expectativas y éstas son ahora demasiado confusas.

Síntesis de Estimaciones, Bankinter.-

Estimaciones Bankinter	2006r	2007r	2008r	2009r	2010r	2011e	2012e	2013e
1.- PIB (media anual)								
España	3,9	3,7	0,9	-3,7	-0,1	0,7	1,2	1,6
Eurozona	2,9	2,6	1,2	-4,1	1,7	1,5	1,2	1,6
<i>Diferencial España - UEM</i>	<i>100</i>	<i>108</i>	<i>-30</i>	<i>40</i>	<i>-184</i>	<i>-80</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
EE.UU.	2,7	2,1	0,4	-2,6	2,8	1,7	2,0	2,5
R.Unido	2,8	2,7	-0,1	-4,9	1,3	1,2	1,6	2,0
Japón (fiscal)*	2,4	2,1	0,5	-5,2	4,0	-0,4	2,2	2,4
China	11,6	11,9	9,9	8,5	10,3	9,3	8,5	8,5
India (fiscal)*	9,9	9,5	7,5	5,7	8,2	7,7	7,5	7,5
Brasil	4,0	6,1	5,2	-0,2	5,0	3,0	2,8	2,6
2.- IPC								
España	2,7	3,9	1,4	0,8	3,0	2,9	2,2	2,0
Eurozona	2,1	3,0	2,3	0,9	1,8	2,7	2,0	1,9
EE.UU.	2,2	4,0	4,5	-0,5	1,6	3,5	3,0	2,8
R.Unido	2,3	2,3	3,6	2,2	3,3	4,7	3,0	2,5
Japón	0,3	0,5	2,2	-1,7	-0,7	-0,2	-0,1	0,4
China	1.47	4.77	5.90	-0,7	3,3	6,3	6,4	6,4
India	6,3	6,4	8,3	10,8	12,1	9,7	9,9	9,9
Brasil	4,2	3,6	5,7	4,9	5,0	7,4	7,7	7,5
3.- Paro								
España (EPA)	8,3	8,2	13,9	18,8	20,3	21,2	20,6	20,0
Eurozona	7,9	7,2	7,8	9,5	9,9	10,0	9,7	9,0
EE.UU.	4,5	4,8	6,2	10,0	9,7	9,0	8,8	8,4
R.Unido	5,4	5,4	5,6	7,5	7,8	7,8	7,5	7,3
Japón	4,0	3,8	4,5	5,3	5,1	4,5	4,2	4,1
China	4,1	4,0	4,2	4,3	4,1	4,3	4,4	4,2
Brasil	10,0	9,3	7,9	8,1	6,7	6,3	6,6	6,8
4.- Crédito s. privado								
España, empresarial (%)	29,4	20,7	7,8	-2,5	-0,6	-2,9	-1,6	1,0
España, hipotecario (%)	22,6	14,1	5,3	0,1	1,4	-1,8	-0,7	0,7
Eurozona, total (%)	8,2	6,9	5,5	-0,6	3,9	4,0	3,5	4,0
5.- Tipos oficiales (Dic.)								
Eurozona	3,50	4,00	2,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,50
EE.UU.	5,25	4,25	0,25/0,0	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,50/0,75
R.Unido	5,00	5,50	2,00	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00
Japón	0,25	0,50	0,10	0,10	0,0/0,10	0,0/0,10	0/0,10	0/0,10
China	6,12	7,47	5,31	5,31	5,81	6,56	6,81	7,06
India	6,00	6,00	5,00	3,25	5,25	8,50	9,00	9,25
Brasil	13,25	11,25	13,75	8,75	10,75	12,00	11,50	11,50
6.- Bono 10A (Dic.)								
Eurozona	3,95	4,32	2,95	3,39	2,97	1,95	2,25	2,80
EE.UU.	4,75	4,15	2,10	3,59	3,37	1,95	2,50	2,10
R.Unido	4,74	4,51	3,02	4,02	3,40	2,25	2,50	2,90
Japón	1,67	1,70	1,18	1,30	1,13	1,00	1,10	1,25
7.- Divisas								
Eurodólar	1,317	1,450	1,400	1,430	1,337	1,30/1,40	1,30/1,40	1,30/1,40
Euroyen	156,39	165	127	130	109	100/110	105/115	115/125
Dólar yen	118,75	114	91	91	81	76,9/78,6	80,8/82,0	88,5/89,0
Eurolibra	0,670	0,720	0,950	0,89	0,863	0,82/0,87	0,82/0,87	0,82/0,84
Eurosuizo	1,609	1,658	1,53	1.494	1,2494	1,2	1,20/1,25	1,20/1,25
8.- Materias primas (Dic.)								
Petróleo (Brent, \$/b.)	60,1	93,9	98,0	75,0	93,0	100,0	110,0	120,0
Oro (\$/oz.)	637	834	865	1.080	1.410	1.650	1.725	1.850

Fuente: Estimaciones 2011/12 Análisis Bankinter.

Informe de Estrategia de Inversión 4º trimestre 2011

Oct./Dic., 2011.

1.- Perspectiva Económica

1.1.- Una visión de conjunto

"La diferencia entre el pasado, el presente y el futuro es sólo un ilusión persistente."
Albert Einstein.

Recientemente se están poniendo a prueba no pocas cosas que dábamos por supuestas, paradigmas que no cuestionábamos. El euro es una de ellas. Pero hemos escogido esta cita de Einstein precisamente porque, a raíz de unos experimentos realizados en el CERN que parece identifican unas partículas más rápidas que la luz, la misma Teoría de la Relatividad parece tan "relativa" que deja de ser absoluta. Así, no sólo el euro se cuestiona estos días, sino también (según dicen quienes saben de esto) la Mecánica Cuántica, uno de los grandes avances de la física del s.XX. Eso demuestra que el cuestionamiento del euro no puede ser tan grave.

Pero sí es caro. **La desaparición del euro sería la opción más cara de todas** para cualquier estado miembro y, desde luego, no saldría neutral para EE.UU., razón por la que intenta adquirir cierto protagonismo desde mediados de junio. Suele decirse que, *en un plato de huevos con bacon, la gallina está implicada, pero el cerdo comprometido*. En nuestra opinión, EE.UU. se ha dado cuenta de que el problema de la solvencia europea le compromete más que implicarle y por eso aspira a cierto protagonismo para tratar de influir sobre el desenlace.

Pero, una vez realizada esta introducción con un enfoque más bien informal para tratar de no incurrir en el dramatismo por la situación que enfrentamos, vamos ordenar ideas de manera esquemática y así dirigirnos directamente a las cuestiones fundamentales.

En primer lugar, en este momento **las únicas cuestiones realmente determinantes son 2: el desenlace de la crítica situación en Grecia y la posibilidad de que la economía global entre en recesión**. Los resultados empresariales, los indicadores macroeconómicos y el resto de factores carecen prácticamente de importancia. De hecho, la crisis de solvencia europea ha alcanzado tal dimensión en términos de impacto potencial que la reentrada o no en recesión a nivel global depende en gran medida de cuál sea el desenlace de la *cuestión griega*.

La supervivencia del euro no es determinante sólo para Europa, sino también para EE.UU.

Ahora sólo importan realmente el desenlace en Grecia y la posibilidad de reentrar en recesión.

:: La cuestión de la solvencia europea: Grecia en primer término.-

Lo más importante ahora es cómo solucionar el problema de la insolvencia de Grecia. Del desenlace dependerá que otros estados miembros sigan o no por el mismo camino y también cómo de probable es la vuelta a una fase recesiva a nivel global. En nuestra opinión, la Eurozona, pero sobre todo los estados que defienden actitudes más estrictas con respecto a la deuda, ha dado un paso de gigante al aceptar que el abandono del euro de cualquier estado miembro no es una alternativa aceptable. Cualquier estado con problemas que para tratar de resolverlos decida abandonar el euro convertiría su deuda en una magnitud inmanejable, mientras que la hipotética formulación de un *euro selectivo*, compuesto sólo por los estados más solventes destruiría la competitividad exterior de éstos de un plumazo debido a la apreciación brusca de la divisa y la desaparición de una parte importante de sus mercados de exportación. Como referencia, el 60% de las exportaciones alemanas se dirigen a la Eurozona.

Creemos que el desenlace más probable es un default de Grecia...

Otra alternativa sería dar financiación a Grecia cada vez que tengan renovaciones, pero eso retrasa el problema, no lo resuelve. En grandes números, Grecia tiene una deuda de 344bn€ (pero 443bn€ con cupones), un PIB de 230bn€ y una contracción económica (PIB) entre -7%/-5% para este año, sin perspectivas de retomar el crecimiento en 2012/13. Las cifras son aplastantes. Eso sí, se puede emplear esta segunda alternativa, la refinanciación, para prepararse mejor para el impacto derivado de la alternativa siguiente, que es la que a nosotros nos parece más probable.

A la vista de las grandes cifras de Grecia, la ayuda que necesita el país no es sólo de liquidez, que es la que se está proporcionando, sino de transferencia de riqueza. Es decir, el resto de la Eurozona deberá aceptar antes o después condonar parte de su deuda... cuyos tenedores son, básicamente, bancos europeos y, más particularmente, franceses y alemanes. Esta es una amenaza sistémica de primer orden, de manera que, o bien el resto de la Eurozona condona parte de la deuda de Grecia, o bien los bancos acreedores aceptan una quita y, simultáneamente, son recapitalizados por los estados (Francia y Alemania, sobre todo). El origen de los fondos sería, en cualquier caso, el mismo: los contribuyentes. Pero hay una diferencia interesante entre ambas opciones. En la segunda los bancos recapitalizados pasarían a ser parcial o totalmente públicos, de manera que existe la posibilidad de que, transcurridos unos años y en una fase más benigna del ciclo económico, sean privatizados de nuevo y el contribuyente recupere una parte o todo su dinero.

... aunque acompañado de ciertos mecanismos estabilizadores.

Pero el problema en el momento del *default* será el posible contagio. Creemos que las entregas de tramos de asistencia están sirviendo para tener el **tiempo suficiente para preparar 2 mecanismos estabilizadores**, al menos: la **prestación ilimitada de liquidez por parte del BCE a los bancos privados y la recapitalización de los bancos más expuestos a Grecia**. De

hecho, en este sentido (de preparación de estabilizadores para el muy probable *default* griego) debe interpretarse la **acción coordinada que los 5 principales bancos centrales** de las economías desarrolladas (BCE, Fed, BoE, SNB y BoJ) anunciaron a mediados de septiembre: realizarán al menos 3 subastas de liquidez ilimitada (*full allotment*) para los bancos, en USD en lo que queda de 2011 (Octubre, Noviembre y Diciembre).

Nosotros barajamos un *default* entre 50% y 70% en algún momento de los próximos 6 meses, más probablemente en Diciembre 2011, cuando el país afronta vencimientos por 9,8bn€ que no puede asumir por sus propios medios. Grecia ha aplicado las recientes y severísimas medidas de austeridad reclamadas por la Troika, de manera que lo más probable es que se libere el siguiente tramo de asistencia (8bn€) y pueda hacer frente a los vencimientos de Octubre (principalmente 1,63bn€ el día 14 y 1,06bn€ el 22). Será en Diciembre cuando regresen las tensiones con los vencimientos comentados y el desenlace será determinante para poder identificar los tiempos en que se sucederán los acontecimientos. Tanto mercados como economía necesitan un desenlace definitivo a este asunto, por lo que intuimos que Diciembre será el mes clave... aunque no descartamos que se precipite incluso antes.

Grecia no necesita sólo refinanciación, liquidez, sino una cierta transferencia de riqueza.

:: ¿Tiene Europa un plan?. El Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (en adelante, EFSF). Cuanto peor, mejor.-

El plan de la Eurozona es débil. Se basa en un paquete de asistencia de existencia transitoria (EFSF o *European Financial Stability Fund*) dotado con 750bn€ (440bn€ de la UEM, más 60bn€ de la CE y 250bn€ del FMI), que se convertirá en permanente a partir de junio de 2013, momento en que pasará a denominarse ESM (*European Stability Mechanism*). Pero este fondo plantea **2 problemas**, en nuestra opinión. El primero es su **dimensión**, que parece insuficiente si se compara con el objetivo que se propone. El segundo es su **confusión**.

El EFSF no es, ni mucho menos, la mejor de las soluciones posibles...

La cuestión es, en síntesis, que a ninguna de las partes implicadas (estados miembros, CE, FMI) les parece adecuado, por lo que han llegado a plantearse todo tipo de modificaciones (convertirlo en banco, apalancarlo, anticipar la entrada en operación del ESM a 2012, etc)... sin que ninguna haya sido materializada hasta ahora. Las únicas modificaciones que sí han sido acordadas y que reducen algo la confusión sobre el plan son las 3 siguientes: (i) que pueda comprar bonos soberanos en el mercado secundario, (ii) que pueda asistir a estados en problemas sin necesidad de esperar al punto de tener que ser intervenidos (como están ahora Grecia, Portugal e Irlanda), y (iii) que pueda recapitalizar bancos de la Eurozona en caso de necesidad. Estas modificaciones son las que, si todo sale bien, terminarán de aprobar todos los estados miembros (directamente los gobiernos o, donde lo exija la constitución, mediante votación parlamentaria) el día 11 de octubre de 2011 (ese día vota Eslovaquia, si no cambia la fecha).

En nuestra opinión, hay 3 alternativas, al menos, más efectivas que dicho plan, tal como está hoy planteado. La primera y más sencilla sería dotarlo de un importe suficientemente relevante para el fin al que está dirigido. Probablemente estaríamos hablando de un importe en el entorno de los 2Tr€ (2 billones € en terminología española, la correcta). Pero esta alternativa sigue siendo rechazada de plano por el grupo de estados más *duros*: Alemania, Austria, Finlandia y Holanda.

La segunda alternativa sería ampliar el mandato del BCE (ahora únicamente es la estabilidad de precios) para que, formalmente, pueda ofrecer un programa de recompra de activos al estilo de los QE (*Quantitative Easing*) americanos. Pero si resulta complicado cambiar el enfoque del EFSF, modificar el mandato del BCE se plantea como imposible.

La tercera alternativa, que hoy también rechaza el grupo de estados *duros* pero que puede terminar aceptando con el paso del tiempo, es la constitución de un Tesoro único europeo que cuente entre sus atribuciones con la emisión de eurobonos. Eso terminaría con las dudas sobre la solvencia europea en su conjunto, con respecto a cualquier de los estados miembros, pero es rechazado porque, entre otras cosas, implicaría la elevación del coste de financiación de los estados más solventes a favor de la reducción para los menos rigurosos (aunque esto podría resolverse adoptando un sistema de precios de tranferencia entre estados en relación con los costes de financiación).

El caso es que ninguna de estas soluciones alternativas, ni ninguna otra mejor que nosotros no seamos capaces de identificar, tiene visos de ser aceptada, de manera que el desenlace sobre Grecia deberá ser de tipo convencional y doloroso (*default*)... aunque esperamos que incorpore estabilizadores suficientes para reducir el contagio y sólo con ese objetivo tendría sentido seguir ganando tiempo mediante la liberación de más tramos de asistencia a Grecia.

En ese sentido podríamos decir que "cuanto peor, mejor". Es decir, que cuanto más claras sean las circunstancias que indiquen que el único desenlace válido es el *default* - controlado, si es posible - de Grecia, mejor porque antes se aceptará que ese es el camino y antes haremos frente a sus consecuencias, preparándonos así para la recuperación definitiva de la crisis.

:: La reentrada en recesión a nivel global, una cuestión cada vez más dependiente de la Eurozona. -

En 2007/08 la crisis parecía localizada en EE.UU. y el resto de áreas geográficas defendían que a ellas no les afectaría. Europa y las economías emergentes defendían con particular energía esta visión. Posteriormente se demostró que no podía ser así. Hoy EE.UU. no quiere cometer el mismo error, aunque a la inversa. Por eso su interés en influir en las decisiones que

...pero puede llegar a ser modificado para alcanzar mejor sus objetivos.

No es el crecimiento europeo, sino el mismo ciclo global lo que está en juego.

adopte Europa. Hoy es una evidencia que todas las áreas geográficas, pero particularmente EE.UU. y emergentes, crecerán tanto menos como poco acertada sea la solución que finalmente se adopte para Grecia. Desde una perspectiva de conjunto, las revisiones a la baja en el crecimiento esperado impactan particularmente sobre 2012, teniendo poco efecto sobre 2011, que está ya casi cerrado. Por países destaca la fuerte revisión a la baja sobre EE.UU., desde +2,7% en junio hasta +1,8% en septiembre por parte del FMI y desde +3,3% hasta +2,0% en nuestras propias estimaciones. El mundo va a crecer medio punto porcentual menos de lo que se pensaba antes del verano, según el FMI, y esa revisión puede quedarse corta en el caso de que la salida al *conflicto griego* sea traumática.

Tabla 1.1: PIB por regiones, revisión de las estimaciones trimestrales del FMI (WEO).-

	Enero 2011		Abril 2011			Junio 2011		Sep 2011	
	2011	2012	2011	2012	2016	2011	2012	2011	2012
Mundo	4,4	4,5	4,4	4,5	4,7	4,3	4,5	4,0	4,0
Desarrollados	2,5	2,5	2,4	2,6	2,4	2,2	2,6	1,6	1,9
Emergentes	6,5	6,5	6,5	6,5	6,8	6,6	6,4	6,4	6,1
EE.UU.	3,0	2,7	2,8	2,9	2,7	2,5	2,7	1,5	1,8
Japón	1,6	1,8	1,4	2,1	1,2	-0,7	2,9	-0,5	2,3
UEM	1,5	1,7	1,6	1,8	1,7	2,0	1,7	1,6	1,1
<i>España</i>	<i>0,6</i>	<i>1,5</i>	<i>0,8</i>	<i>1,6</i>	<i>1,7</i>	<i>0,8</i>	<i>1,6</i>	<i>0,8</i>	<i>1,1</i>
Italia	1,0	1,3	1,1	1,3	1,4	1,0	1,3	0,6	0,3
Reino Unido	2,0	2,3	1,7	2,3	2,6	1,5	2,3	1,1	1,6

La entrada en recesión, entendida como al menos 3 trimestres consecutivos de contracción económica (PIB negativo) no parece el escenario más probable, pero es preciso admitir que es menos improbable que antes del verano. Nosotros cuantificamos la probabilidad de entrada en recesión, bien global o bien afectando a algún área geográfica de cierta dimensión, en el 30%. Pero sí es preciso poner de manifiesto que el escenario central, el más probable, se corresponde con crecimientos muy reducidos, en el entorno de +1% para la UEM, y escasa o ninguna creación neta de empleo en las economías desarrolladas. En los emergentes el crecimiento seguirá siendo superior, en el entorno de +6%, pero insuficiente como para generar el empleo suficiente como para satisfacer las necesidades sociales, lo que podría dar lugar a tensiones inesperadas. Con respecto a EE.UU., la revisión del escenario para 2012/13 que se realizará hacia finales de 2011 podría suponer una sorpresa desagradable. Conviene estar preparados para ello.

El escenario global, pero sobre todo europeo, presenta un perfil que denominamos BBB, por lo que el BCE tendrá que volver a bajar tipos.

:: Europa. No procede subir tipos. Escenario BBB.-

Como ya dijimos en su momento, cuando el BCE subió tipos 2 veces consecutivas (13 de abril y 13 de julio) hasta 1,50%, es un error endurecer la política monetaria en un escenario sometido a las actuales presiones. Lo es en las economías desarrolladas y lo es también, aunque a corto plazo no resulte tan evidente, en las economías emergentes. Las primeras no disponen del suficiente crecimiento para permitírselo, mientras que las segundas no deben anteponer los riesgos inflacionistas a los de pérdida de impulso en el ciclo porque, si lo hace, como ha sucedido, se verán obligadas a corregir en poco tiempo. Así ha sucedido y continuará sucediendo: el BCE se ha equivocado, como en verano de 2008 (entonces tuvo que terminar corrigiendo y volver a bajar tipos), y los emergentes deberán anular el proceso de subidas dirigido a combatir la inflación. En nuestra opinión, es muy probable que el BCE vuelva a bajar tipos antes de que termine 2011, más probablemente una vez que Trichet se haya retirado y Draghi haya tomado el relevo al frente de la institución (el 1 de Nov. de 2011).

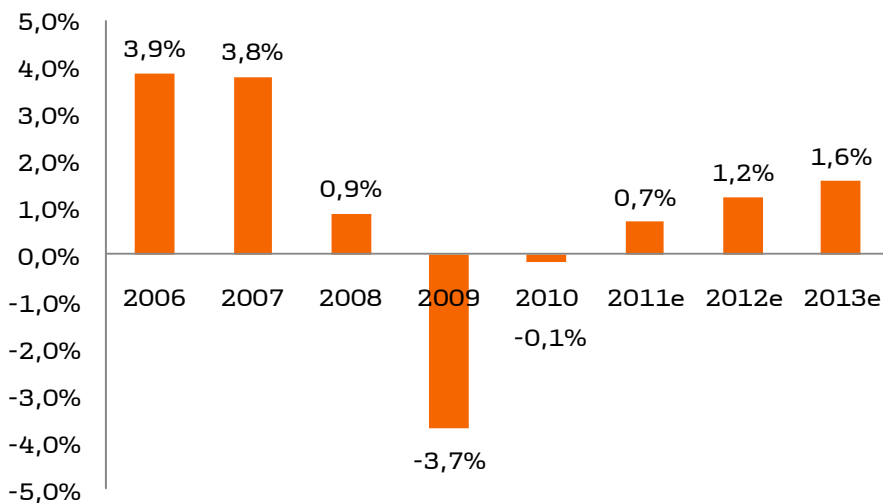
El BCE ha vuelto a equivocarse subiendo tipos precipitadamente y cuanto antes corrija, mejor para todos.

En nuestra opinión, el escenario global, pero sobre todo el europeo es de un tipo que hemos denominado BBB: Bajo crecimiento, Bajos tipos y Bajo empleo.

:: España. Revisamos a la baja y posponemos la creación neta de empleo, salvo reformas estructurales.-

España no es una excepción al contexto descrito, pero además se ha visto perjudicada por las dudas sobre su solvencia, elevándose su prima de riesgo de manera significativa y dificultándose la financiación tanto a la actividad empresarial como a las familias.

Tabla 1.2: PIB español, cifras reales y estimaciones Bankinter.-



La ausencia de reformas de suficiente calado y el deterioro del entorno global nos fuerzan a revisar a la baja nuestras estimaciones para España.

La ausencia de reformas estructurales de suficiente calado (mercado laboral, fiscalidad, saneamiento radical y definitivo de las cajas de ahorro, entre las principales) ha provocado un bloqueo de la actividad económica que nos obliga a revisar a la baja nuestras estimaciones de crecimiento (PIB) y de creación de empleo: si antes estimábamos PIB'11 +0,8%, 2012 +1,6% y 2013e +2,2%, ahora es +0,7%, + 1,2% y +1,6%. Todo ello en escenarios centrales (los que consideramos los más probables), pero teniendo en cuenta que ha aumentado la probabilidad de que se materialicen los escenarios pesimistas (+0,5%; +0,9%; +1,3%). Inevitablemente, estas nuevas cifras retrasarían el inicio de la creación neta de empleo desde mediados de 2012 hasta finales de 2013. Estas nuevas estimaciones las hemos realizado sin tener en cuenta los cambios en las expectativas que puedan tener lugar a raíz del resultado electoral del 20 de noviembre.

:: Valoraciones de los distintos activos: la incertidumbre y el riesgo asumido.-

Creemos que la situación de estrés extremo a que está sometida la economía global, pero más particularmente la europea, introduce inevitablemente distorsiones relevantes en los resultados que se obtienen de los modelos de valoración de los distintos activos. En nuestra opinión, los beneficios empresariales estimados aún no han sido revisados a la baja lo suficiente como para recoger el panorama que ya se vislumbra con cierta claridad desde la perspectiva macro. Es decir, como sucede siempre que tiene lugar un cambio brusco de perspectivas, las revisiones micro (compañías) se realizan con retardo con respecto a las macro (economía). Eso hace los modelos de valoración menos fiables.

Además, en el contexto actual parece razonable pensar que los tipos de interés a largo plazo (TIR de los bonos a 10 y 30 años, por ejemplo) se encuentren anormalmente bajas. Ambos factores, beneficios aún no revisados totalmente a la baja y tipos largos forzosamente reducidos, tienden a favorecer las valoraciones que se obtienen para compañías y, por extensión, índices (bolsas), de manera que asignamos un grado de fiabilidad bajo a los resultados que hemos obtenido al actualizar nuestros cálculos.

Esto se explica con mayor detalle en el apartado de bolsas, pero baste decir ahora que, según nuestros cálculos, el Ibex sigue sin ofrecer potencial, que las valoraciones obtenidas para EuroStoxx 50 y S&P 500 nos parecen anormalmente altas, probablemente porque las expectativas de beneficios aún no se hayan ajustado a la realidad, y que, en consecuencia, consideramos que no son una guía fiable para tomar decisiones de inversión.

Los modelos de valoración de activos no ofrecen respuestas fiables en estas circunstancias.

Continuamos aplicando una estrategia de inversión dirigida a proteger el patrimonio antes que acertar...

:: Una estrategia de inversión continuamente enfocada a proteger el patrimonio. Resultado de las distintas Carteras Modelo.-

Nuestra visión es, si cabe, más conservadora que el pasado trimestre. Continuamos pensando que la estrategia de inversión correcta es aquella enfocada a proteger el patrimonio en lugar de "tratar de acertar". Las bolsas pueden parecer "baratas" y los bonos soberanos de 1ª calidad "caros", pero ambas apreciaciones dependen de las expectativas y éstas son ahora demasiado confusas, como ya se ha explicado. En el apartado "Escenario de Inversión" ofrecemos las valoraciones teóricas de las principales bolsas bajo 3 escenarios: el actual, otro bajo la hipótesis de una cuasi-normalización y, finalmente, un escenario eralmente estresado... que podría corresponderse con el momento en que Grecia haga *default*, caso que esto suceda.

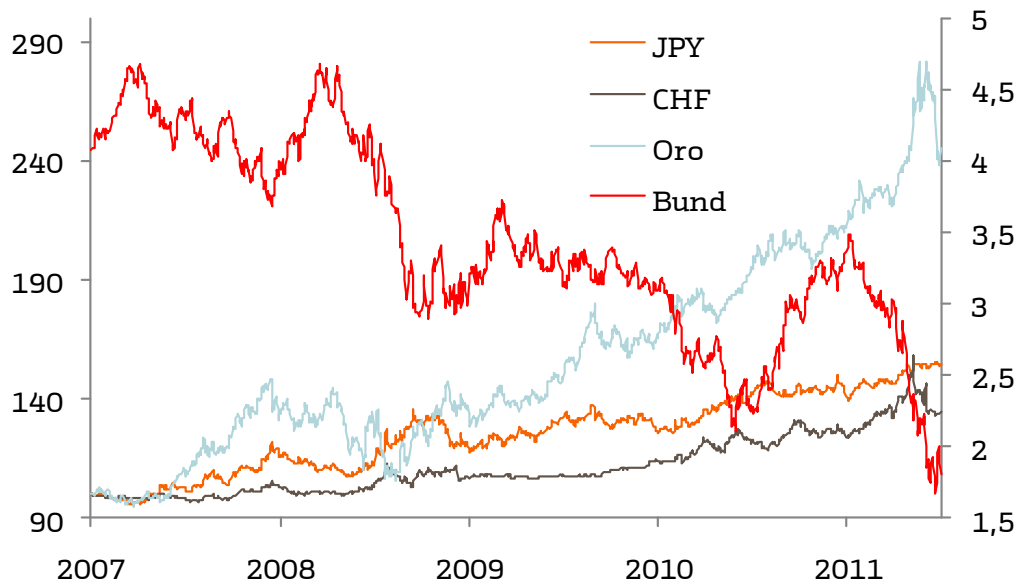
De los resultados obtenidos nosotros extraemos dos conclusiones que nos parecen útiles: (i) Las valoraciones resultan casi irrelevantes mientras la aceptación del riesgo sea prácticamente cero, y (ii) Excepto en el caso del Ibex-35 y economías emergentes, las cifras obtenidas bajo el *escenario estresado* indican que el *suelo de las valoraciones* no queda lejos.

Creemos que gracias a la aplicación de esta estrategia tan defensiva hemos conseguido resultados que consideramos satisfactorios en todas nuestras carteras modelo. En nuestras Carteras Modelo de Fondos la máxima pérdida desde enero ha sido (hasta 20/9/2011) -8,3% para la Cartera Dinámica/Agresiva Doméstica y la mínima -1,5% para la Cartera Defensiva/Conservadora Global. Esas cifras comparan con -23,4% para el EuroStoxx-50, -15,2% para el Ibex-35, -19,4% para el DAX, -14,7% para el Nikkei y -4,4% para S&P 500. Nuestro Top USA Selección (una selección de valores americanos) ofrece -8,6% hasta el 26 de septiembre, pero +19,5% desde su contitución el 7 de junio de 2010. Finalmente, nuestras 2 Carteras Modelo de Acciones Europeas han batido a su *benchmark* (el EuroStoxx-50) hasta esa misma fecha, aunque sólo una de las 3 Carteras Modelo de Acciones Españolas los ha conseguido con respecto al Ibex-35. Las diferencias negativas son muy pequeñas y creemos que podremos recuperarlas en el último trimestre del año.

... lo que ha permitido una evolución más que aceptable para nuestras carteras modelo, tanto de acciones como de fondos de inversión.

Tal vez el mejor ejemplo de cómo el mercado sigue sin aceptar en absoluto los activos de riesgo sea echar un vistazo a la apreciación que han tenido los principales *activos refugio* desde el inicio de la crisis en 2007. Esto se puede apreciar en el gráfico de la Tabla 1.3 que se muestra a continuación, en el cual el yen, el franco suizo y el oro muestran su apreciación en base 100 y escala izquierda, mientras que el Bund su TIR en escala derecha (cuanto inferior, más caro su precio).

Tabla 1.3: Evolución de los principales activos refugio desde 2007.-



Fuente: Bloomberg; elaboración Bankinter.

1.2.- Estados Unidos: "La Fed sustituye al Gobierno".

La impopularidad creciente de la Administración Obama, la poca credibilidad de las medidas gubernamentales, y un sector privado con problemas para impulsar el crecimiento ante la debilidad del mercado laboral, han provocado que la Fed tome medidas para apoyar el crecimiento y mejorar las expectativas de ciudadanos e inversores.

¿En qué punto se encuentra la economía estadounidense?

El proceso de ajuste que a posteriori se deriva de un exceso de crédito es siempre arduo. Es la fase en la que está sumida la economía norteamericana, que tras años de expansión ahora experimenta los efectos de un endeudamiento excesivo de los sectores público y privado.

Por el lado del sector público, la Administración Obama está sufriendo los desequilibrios provocados a consecuencia de años de prosperidad durante los cuales se incurrió en elevados déficits.

La administración Obama sufre de una creciente pérdida de popularidad que pone en riesgo su 2º mandato...

De hecho, hubo una posibilidad no muy lejana de que EEUU incurriese en default, pues el Estado alcanzó el límite máximo legal de deuda emitida (14,3 bn\$ en ese momento) y si no aumentaba el techo antes del 3 de Agosto suspendería pagos. Finalmente se aumentó dicho techo, pero el coste para Obama fue elevado a fin de conseguir el apoyo republicano: recortes presupuestarios severos (600bn\$ de menor gasto en Defensa) y compromiso legal de establecer un techo de gasto y llegar a una situación de presupuesto equilibrado.

Posteriormente, el Gobierno se ha encontrado con una economía que cada vez desaceleraba en mayor medida, y se ha visto obligado a presentar un plan para fomentar la creación de empleo. El plan consistía en 447bn\$ destinados a incentivar el desarrollo de infraestructuras e instituciones educativas, con la consiguiente generación de empleo en estos sectores. Lo que ocurre es que la credibilidad del actual Gobierno está erosionada y la presentación de nuevos planes no supone una sustancial mejora de las expectativas.

Si en la administración pública la situación es inquietante, no ha sido tampoco hasta el momento más esperanzadora en el sector privado. El consumo, históricamente el motor de la economía estadounidense, se encuentra por debajo de sus niveles potenciales, un hecho consustancial al desapalancamiento de las familias americanas. La inversión privada tampoco pasa por su mejor momento.

...y podría volver a cumplirse la "regla 6-60": en 60 años ningún presidente ha sido reelegido con una tasa de paro superior al 6% (excepto Reagan porque venía rebajándola rápidamente).

Adicionalmente, existen dos hechos que han recrudecido la situación:

- Históricamente, el fenómeno del paro de "larga duración" no está asociado a EEUU, un país en el que el desempleo está más ligado a los desajustes puntuales

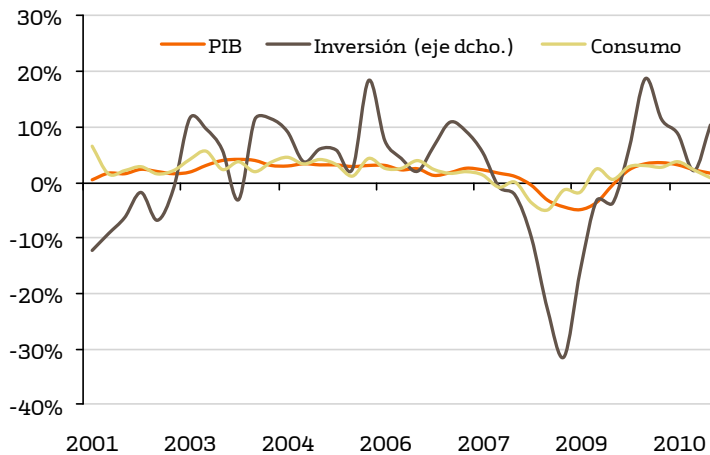
provocados por la movilidad geográfica y la rotación de los trabajadores (paro friccional). Actualmente el paro de larga duración se encuentra en niveles elevados (4 millones de personas), lejos de los casi 7 millones de 2009-2010, pero también lejos del millón, que podría identificarse como un nivel históricamente cómodo.

- Por otra parte, las ejecuciones hipotecarias continúan. El alto nivel de desempleo (tasa de paro en el 9,1%) genera crédito impagado. Si bien el sistema de dación en pago (la entrega de la vivienda extingue la obligación crediticia) es algo habitual en EEUU y supone menores cargas financieras a los ciudadanos, no es menos cierto que no supone una solución, sino sólo un alivio.

Por tanto, ni el Estado ni el sector privado han sido capaces de ofrecer a la economía el impulso que necesitaba. Pero un nuevo agente económico ha salido al rescate: la Reserva Federal. La institución se ha erigido en sustituto principal del Estado para tratar de mejorar las expectativas del sector privado.

Ante la pérdida de credibilidad por parte del sector público y la falta de consistencia del sector privado por la débil situación del mercado laboral, un nuevo agente se ha erigido como motor de apoyo a la economía: la Reserva Federal.

Tabla 1.2.1 Descomposición del PIB americano.



Fuente: Bloomberg; elaboración Bankinter.

¿Cuál es el papel de la Fed y cuáles son las perspectivas?

En esta crisis los bancos centrales vienen ocupando un espacio que, por su naturaleza, pertenece a los estados y la Fed no sólo no es ninguna excepción, sino que ha sido y sigue siendo el banco central más proactivo en favorecer el crecimiento y la superación de la actual situación. Ha aplicado hasta **ahora 2 paquetes de estímulo (QE) y creemos que mantiene abierta la posibilidad de aplicar un tercero**. Probablemente su efecto sería menor al no contar a su favor ya con el *efecto sorpresa* y por ello su dimensión, en caso de llevarse adelante, debería ser superior.

Adicionalmente ha llevado su **tipo director hasta el nivel cero (0%/0,25%)** y, casi más importante que eso, no ha caído en ningún momento en la tentación de volver a subirlos. En relación a esto último, este verano Bernanke cambió su mensaje de "tipos excepcionalmente bajos por un período prolongado de tiempo" por "tipos excepcionalmente bajos hasta mediados de 2013", concreción que supone un apoyo implícito a consumo e inversión y que supone aportar una estabilidad superior en términos de expectativas.

Finalmente, está llevando adelante la denominada **Operación Twist**. Consiste, básicamente, en reubicar una parte de los activos que tiene comprados contra su propio balance (aprox. 2,85Tr\$) desde plazos intermedios y cortos de la curva (duración 3 años y menos) hacia plazos medios y largos (desde 6 hasta 30 años), por importe de 400bn\$. Su objetivo es tener completado este movimiento en junio 2012. Coloquialmente esto se denomina "Operación Twist" porque se hizo algo similar por 1ª vez en 1961 y así se llamó en aquel momento. Obviamente, esta operación precisa coordinación con el Tesoro, para que éste coopere en la misma dirección y no aproveche para emitir más en los plazos más largos, que son los que quiere atacar la Fed con este programa. Se sobreentiende que hay coordinación entre ambas instituciones porque de lo contrario sería un esfuerzo inútil.

¿Qué persigue con ello?. Básicamente, forzar la reducción del coste de financiación de la economía (hipotecas, autos, consumo...) y simultáneamente tratar de empujar al mercado hacia otros activos de mayor riesgo, como bonos corporativos e incluso bolsas. En cualquier caso, trata de favorecer una mejora de la confianza de las familias que se traduzca en una recuperación del consumo. Como referencia, la concesión de crédito lleva retrocediendo en EE.UU. 29 meses consecutivos. Pero el coste no es el único factor, sino también las condiciones de acceso al crédito, que se han endurecido por las circunstancias propias del ciclo (más prudencia en el análisis de riesgos) y por el propio endurecimiento regulatorio (clasificación de clientes entre "*qualified*" y "*not qualified*", debiendo soportar estos últimos costes superiores debido a su perfil de riesgo). Sin embargo, los cambios regulatorios son irrenunciables; han venido para quedarse, mientras que el coste de financiación parece una variable con la que se puede maniobrar mejor. Por eso actúa así la Fed. Tiene sentido,

La Fed ha colocado los tipos en cero pero, sobre todo, no ha realizado nunca amago de subirlos.

Y, además, ha inyectado fuertes dosis de liquidez e influido sobre la curva de tipos para abaratar la financiación de la economía.

absolutamente. Se concentra en aquello que puede cambiar e ignora lo que no puede cambiar.

¿Y nada de QE3? Bueno, no necesariamente. Simplemente, no todavía. Probablemente la Fed se haya inclinado por la medida más descontada por el mercado y ninguna otra adicional (QE3...), por 2 motivos. En primer lugar, para **dosificar y reservarse alguna medida**. En segundo lugar porque **es la medida menos agresiva desde un punto de vista político**. El ala republicana más dura pidió por carta a Bernanke que desistiera de su activismo (nuevas medidas de estímulo y particularmente un nuevo QE) por entender que aplicarlas sería apoyar a la actual Administración (Obama). Esta acusación resulta especialmente delicada considerando que este año es preelectoral al haber elecciones presidenciales en 2012. La Fed ha intentado encontrar un equilibrio adecuado. Eso no significa que no vaya a hacer nada más a partir de ahora. Lo mejor de la Fed es que uno siempre puede esperar que haga algo más...

Convendría no dar por descartado un QE3...

El escenario que esperamos en EEUU de aquí a final de año podría resumirse en los siguientes puntos:

- Hasta final de año, el **crecimiento** se situará en niveles bajos, aunque un poco por encima de +1,6% actual. **Estimamos +1,7% en 2011, +2% en 2012 y +2,5% en 2013.**
- La inflación tenderá a reducirse ante la caída en la demanda de materias primas y la pérdida de impulso de la propia economía. **Estimamos que desde +3,8% actual, el IPC cederá hasta +3,5% en 2011, 3% en 2012 y 2,8% en 2012.**
- El empleo también se recuperará aunque de forma lenta. Creemos que la **tasa de paro será del 9% a final de este año, del 8,8% en 2012 y del 8,4% en 2013.**
- Los **tipos** permanecerán, según palabras del propio Bernanke, excepcionalmente bajos, esto es, en el rango 0-0,25%, **al menos hasta mediados de 2013.**
- El **mercado inmobiliario empieza a atisbar algo de luz**, tras unos últimos datos de precios de vivienda que ya no muestran caídas generalizadas sino únicamente descensos aislados en algunas ciudades (Las Vegas o Phoenix).

...ni otras medidas de estímulo no convencionales, ya que la Fed no suele decepcionar.

1.3.- Europa: Ejercicios de funambulismo en un entorno de crecimiento limitado.

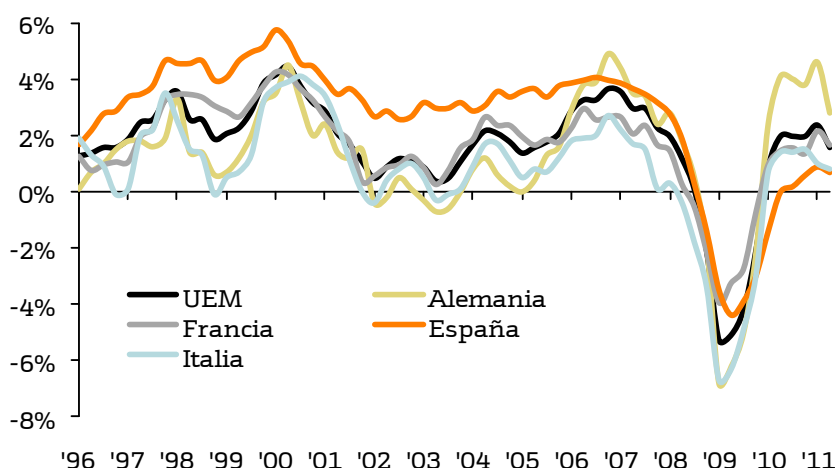
“Si buscas resultados distintos, no hagas siempre lo mismo”. Las autoridades europeas continúan ignorando la recomendación de Albert Einstein. La Eurozona continúa inmersa en un escenario de máxima tensión. Los planes de rescate no han sido efectivos para reducir el riesgo y la ausencia de medidas eficaces, rápidas y coordinadas ha llevado a Grecia y, por extensión, a toda la UEM, a una situación límite. La deficiente gestión de la crisis de deuda amenaza seriamente el escaso crecimiento económico.

La Eurozona se enfrenta a **dos amenazas** relevantes en los próximos trimestres: la **ralentización del crecimiento** económico, que dificulta aún más los objetivos de consolidación fiscal y una **crisis de deuda** que amenaza con desmoronar los fundamentos de la Unión Económica y Monetaria.

Tras un primer trimestre realmente esperanzador, en el que el PIB de la UEM creció +0,8%, la economía de **la UEM frenó su expansión en el 2T'11, con un crecimiento de +0,2%**. Entre las causas fundamentales que explican esta pérdida de *momentum* destacan la presencia de algunos **factores estacionales**, el aumento de los precios de las materias primas, los recortes de gasto público en medidas de estímulo económico, la incertidumbre relacionada con la crisis de solvencia en Europa y la **desaceleración** del crecimiento global.

La crisis de deuda y la ralentización del crecimiento son los dos desafíos fundamentales que afronta la Eurozona

Tabla 1.3.1.- Evolución del PIB.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bankinter.

Estos factores están afectando negativamente a todos los componentes del PIB, pero especialmente a la inversión, que ha frenado su crecimiento desde +1,8% en 1T'11 hasta +0,2% en 2T'11. Consideramos que **las tasas de incremento de la inversión serán bastante moderadas**, manteniéndose en el entorno de +2,6% en 2011 y +3,0% en 2012. El estancamiento en los niveles de utilización de la capacidad productiva, las menores perspectivas de la demanda global, el **deterioro de los indicadores adelantados** por debajo del umbral de expansión (índices PMI inferiores a 50) y los mayores costes de financiación debidos a la mayor tensión en los mercados de capitales justifican esta pérdida de impulso. Además, el ajuste pendiente en el sector inmobiliario de algunos países mantendrá en **niveles mínimos la actividad constructora**, y el proceso de reducción del déficit público impide la puesta en marcha de programas de inversión pública.

La mencionada desaceleración del crecimiento global afectará negativamente a las **exportaciones**, uno de los principales motores de la recuperación económica. Aunque las exportaciones de bienes de capital crecen con fuerza gracias al impulso alemán, **las expectativas** de las empresas exportadoras para los próximos trimestres **han empeorado**, por lo que el crecimiento de las exportaciones se debería situar en el rango +6%/+7%. El limitado crecimiento de las importaciones permitirá que la contribución del sector exterior al PIB de la UEM continúe siendo positiva.

La **demanda interna** está mostrando síntomas de **debilidad** y no parece en condiciones de tomar el relevo de las exportaciones como motor del crecimiento. El **consumo privado**, que equivale a un 60% del PIB de la UEM, **retrocedió un 0,2% en el 2T'11**, lo que reduce el incremento de la tasa interanual en un leve 0,5%. La contracción de la demanda interna se debe a la **pérdida de poder adquisitivo de las familias europeas**, que podemos atribuir al aumento de la inflación y a la contención de los salarios, que ha provocado que la retribución de los asalariados en términos reales se redujera un 0,6% en el 1T'11.

En los próximos meses, no parece razonable esperar un repunte significativo del consumo. Si bien es cierto que las ventas minoristas (45% del consumo total de la UEM) se incrementaron en agosto +0,2%, no debemos olvidar que el elevado nivel de desempleo y unos niveles de confianza deteriorados por la **crisis de deuda europea impedirán el despegue del consumo privado por encima de +0,5% en 2011 y +1,0% en 2012**.

La combinación de unas menores perspectivas de crecimiento y un deterioro de los niveles de confianza empresarial está provocando que **el proceso de reducción del desempleo iniciado en el año 2009 se haya frenado**. El ritmo de creación de empleo en los países más prósperos como Alemania,

El consumo interno muestra síntomas de debilidad debido a los elevados niveles de desempleo y el repunte de la inflación

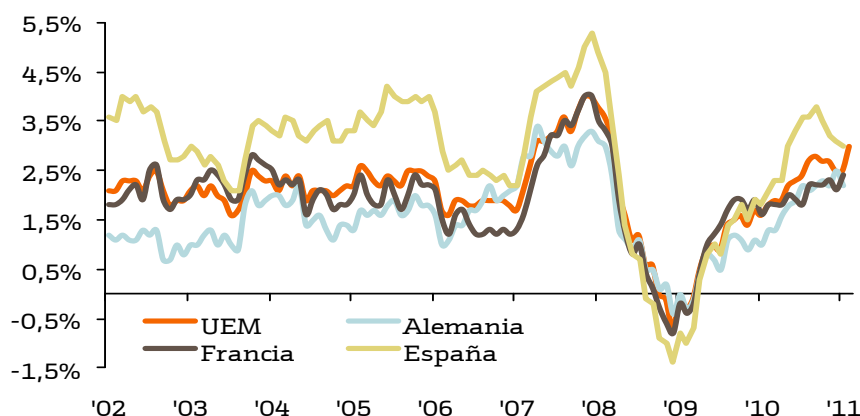
Los indicadores adelantados muestran desaceleración en el sector manufacturero y las exportaciones

Holanda y Austria se ha frenado, mientras que las tasas de paro siguen siendo muy elevadas en España, Portugal y Grecia. Por lo tanto, creemos que en una coyuntura de bajo crecimiento económico, **el desempleo se mantendrá en el 10% en 2011 y empezará a reducirse de forma paulatina en 2012 hasta el 9,7%.**

La situación actual de los precios también es negativa. Las presiones inflacionistas, que parecían haberse atenuado, retornaron con fuerza en septiembre y la inflación interanual ha repuntado hasta +3,0%. **La desaceleración de la demanda debería reducir el IPC hacia el entorno de +2,7% a finales de año. En 2012, la moderación en los precios de las materias primas y la energía y el efecto estadístico de comparación con los primeros meses de 2011 permitirá que el incremento de los precios pueda situarse en niveles ligeramente inferiores al 2,0%.**

A pesar de la debilidad de la demanda, la escalada de la inflación se mantiene.

Tabla 1.3.2.- Evolución del IPC interanual.



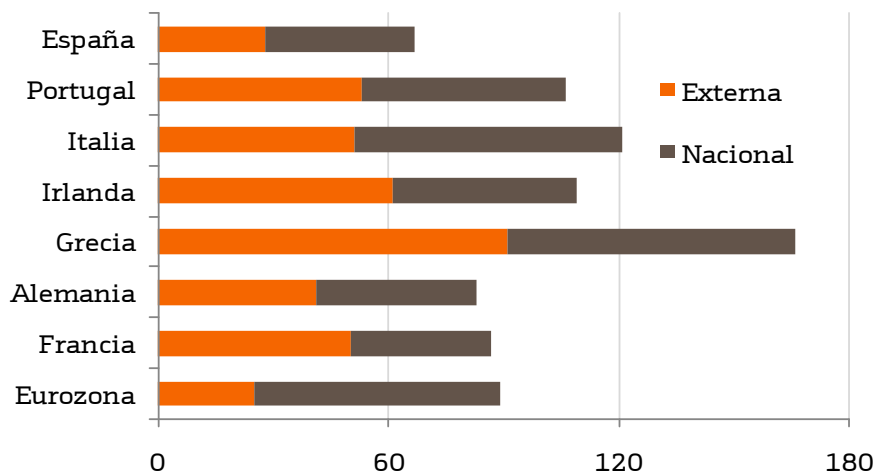
Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bankinter.

En definitiva, la desaceleración del crecimiento global, un menor dinamismo de la demanda interna y la profunda desconfianza que está generando la crisis de solvencia griega nos lleva a **revisar a la baja nuestras estimaciones de crecimiento para el PIB de la Eurozona, desde +2,0% a +1,5% en 2011 y desde +1,7% a +1,2% en 2012.**

Rebajamos nuestras estimaciones de crecimiento para los años 2011 y 2012 en el conjunto de la Eurozona

Aunque la pérdida de *momentum* del ciclo económico es evidente, **el problema central al que se enfrenta Europa es la crisis de solvencia.** La presión del mercado sobre los países con mayores niveles de endeudamiento y déficit ha crecido de forma extraordinaria, de modo que Grecia en una situación límite al borde del impago y la capacidad de Italia y España para obtener financiación a unos costes sostenibles se ha visto seriamente amenazada. Además, y con la excepción de Italia, la atención se está centrando en los países cuya mayor parte de la deuda está en manos extranjeras (ver gráfico 1.3.3).

Tabla 1.3.3.- Endeudamiento público sobre PIB y porcentaje de deuda pública en manos de tenedores extranjeros



El principal factor de incertidumbre continúa siendo el elevado endeudamiento de los países europeos

Fuente: FMI. Informe de estabilidad financiera. Septiembre de 2011.

¿Cómo hemos llegado a esta situación tan comprometida? En nuestra opinión, hay **3 razones fundamentales** que nos han conducido a este contexto de elevada incertidumbre.

Endeudamiento de Grecia. La economía de Grecia continúa en caída libre, a pesar de los 2 planes de asistencia financiera acordados por la UEM en mayo de 2010 y julio de 2011. A pesar de que Grecia ha puesto en marcha medidas de reducción del gasto público y un plan de privatizaciones de empresas públicas, el incumplimiento de los objetivos de reducción del déficit ha sido sistemático. Un déficit público superior al 9% y un volumen de deuda cercano al 160% del PIB han puesto en cuestión la concesión de los próximos tramos del rescate por parte del FMI y el UEM.

Los objetivos de reducción de déficit de Grecia parecen más lejos de su cumplimiento debido a la recesión de su PIB

Ausencia de decisiones políticas rápidas e insuficiente dimensión de las medidas acordadas. Tras el aumento de la desconfianza acerca de Grecia, la Eurozona reaccionó acordando el 21 de julio la reducción de los tipos de interés aplicables a los préstamos ya concedidos a Grecia, Irlanda y Portugal, la concesión de un segundo plan de rescate a Grecia por importe de 109.000 m€, la participación del sector privado en la reestructuración de la deuda griega a mayores plazos de vencimiento y a la ampliación del **Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF)**, dotado con una capacidad efectiva de préstamo de **440.000 millones de euros** y capacitado para comprar deuda de estados que lo requieran en mercado primario y secundario, asistir a países en dificultades e incluso recapitalizar bancos.

En nuestra opinión, las **soluciones** adoptadas son **parciales y demasiado lentas en su implantación**. Las discrepancias en el seno de la UEM, con la oposición de algunos países centroeuropeos a la concesión de los nuevos rescates han provocado un aumento de las primas de riesgo. Por otra parte, la falta de liderazgo de Alemania para impulsar medidas de gran calado, como una ampliación más ambiciosa del EFSF y avances en la integración fiscal de los miembros de la UEM, ha generado una situación de **bloqueo en la toma de decisiones**. Prueba de la deficiente capacidad de reacción es el hecho de que en el momento de publicación de este informe, la ampliación del EFSF no ha sido todavía ratificada por los 17 parlamentos de los estados miembros.

Posible contagio a otras economías de mayor dimensión. Mientras se debatía qué hacer con Grecia, Italia y España también se han visto afectadas por un escenario de estrés extremo. El elevado nivel de déficit público de España y la demora en la puesta en marcha de medidas de austeridad en Italia por importe de 45.500 millones de € provocó un rápido **aumento de los diferenciales de la deuda pública de estos países por encima de los 400 puntos básicos**, un nivel de alerta para dos economías cuya dimensión es inasumible para el EFSF en su diseño actual. Tan sólo **la intervención del BCE**, comprando deuda en el mercado secundario ha conseguido frenar el aumento de los costes de financiación.

En definitiva, nos encontramos en una coyuntura de elevado riesgo, con el enésimo plan de ajuste de Grecia siendo examinado por la **Troika** formada por la **UEM y el FMI**, a la espera de una decisión firme acerca de la concesión de los fondos comprometidos a Grecia, y con la deuda de España e Italia soportada por las compras del BCE.

¿Cuál es el desenlace más probable?

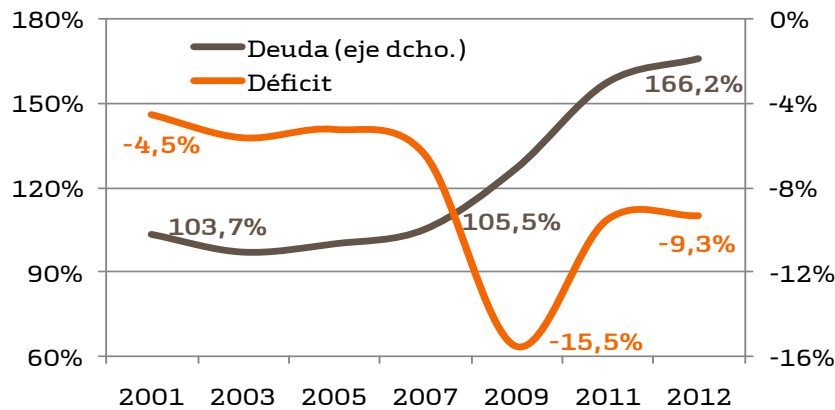
Consideramos que **Grecia se verá obligada a impagar** una parte de su deuda. Con un déficit público de 8,6% previsto por el propio gobierno griego, una deuda cercana al 160% del PIB (ver gráfico 1.3.4) y una economía en caída libre, cuyo PIB podría contraerse un 7% este año según las estimaciones más recientes de la Comisión Europea, el cumplimiento de sus compromisos financieros parece un objetivo inalcanzable. Como ha sido explicado en el epígrafe visión de conjunto, creemos que existen dos **alternativas al default de Grecia**, que consideramos prácticamente inviables:

Prolongar la asistencia a Grecia sine die. Aunque la reducida dimensión de la economía helena (2,5% del PIB de la Eurozona) podría permitirlo, este hecho generaría una prolongada situación de bloqueo e incertidumbre y habría un importante riesgo de contagio a otros países de la Eurozona, lo que acabaría afectando negativamente al resto de economías del mundo.

La crisis de deuda se ha agravado por la ausencia de decisiones políticas rápidas y coordinadas...

... que son esenciales para minimizar el riesgo de un efecto contagio a mayores economías como España e Italia

Tabla 1.3.4.- Deuda y déficit públicos de Grecia en relación a su PIB



Fuente: Estimaciones de la Comisión Europea y Eurostat

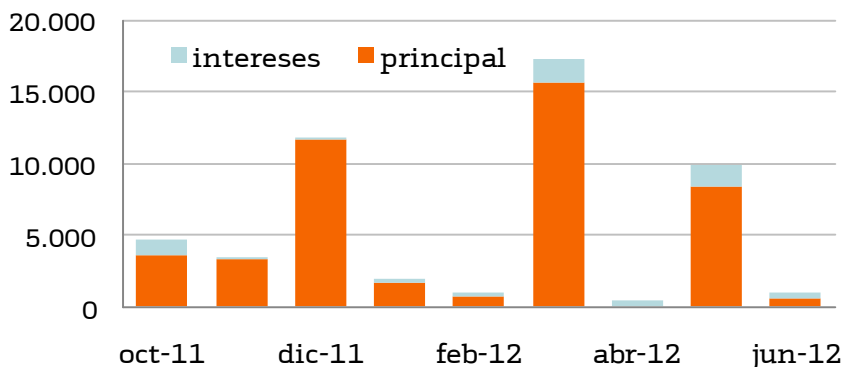
Grecia puede ganar tiempo obteniendo el sexto tramo de su rescate financiero...

Abandono de Grecia del euro. Aunque el retorno al dracma y la devaluación de la divisa para recuperar competitividad exterior resultan una tentación inmediata, Grecia no se puede permitir una **devaluación que multiplicaría el importe de su deuda** al permanecer ésta última denominada en euros. Además, Alemania ha incrementado su implicación en el proceso de resolución de la crisis de solvencia, al asumir que un euro formado por las economías más avanzadas de la Eurozona se apreciaría considerablemente. Un **euro selectivo dañaría la competitividad de las exportaciones alemanas**, de las que un 60% tienen como destino actualmente los países de la UEM.

Por lo tanto, **consideramos que Grecia entrará en default y la cuestión más relevante parece ser cuándo y de qué modo.** Tras haber aplicado unas duras medidas de ajuste presupuestario y reducción del gasto público, es bastante probable que Grecia consiga los 8.000 m€ correspondientes al próximo tramo del rescate que se hará efectivo en octubre. Sin embargo, esos fondos sólo **servirían para ganar tiempo y poder preparar la estructura del impago.** La gran magnitud de los vencimientos que debe afrontar en diciembre (ver gráfico 1.3.5) puede provocar que los acontecimientos se precipiten en los próximos 6 meses.

... pero sus niveles de endeudamiento y déficit hacen poco probable que pueda hacer frente a los vencimientos de diciembre

Cuadro 1.3.5.- Vencimientos e intereses deuda soberana griega en millones €



El default de Grecia nos parece el desenlace más probable en los próximos meses

Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bankinter.

El **impago** de la deuda de Grecia, que ya fue *de facto* reestructurada en julio al aceptar los tenedores privados una ampliación de los vencimientos, podría situarse **entre el 50% y el 70% del volumen de deuda actual**. Un *default* en estas condiciones implicaría unas pérdidas entre los 170.000 y los 245.000 millones de euros. La magnitud de estas pérdidas hace que el concepto de **"reestructuración ordenada"** sea una **utopía irrealizable**.

Aunque el escenario de *default* suene traumático, la situación de Grecia y de la Eurozona en su conjunto parece abocada a ese tratamiento de *shock*. Además, un default es, prácticamente por definición, desordenado. Por lo tanto, es necesario plantearse qué medidas permitirían paliar los efectos negativos del impago de Grecia sobre los demás miembros de la Eurozona.

En un escenario de *default*, sería imprescindible la presencia de **dos estabilizadores**: en primer lugar, el **apoyo del BCE proporcionando liquidez ilimitada** al sistema financiero a plazos superiores a los 6 meses. En segundo lugar, un **plan de recapitalización de los bancos privados** con mayor exposición a la deuda soberana de Grecia, entre los que se encuentran las entidades financieras alemanas y francesas (ver cuadro 1.3.5). Estas medidas permitirían atenuar en parte las consecuencias negativas de un impago de Grecia y recuperar gran parte de la confianza en el conjunto de la Eurozona.

Sin embargo, consideramos que la salida de Grecia del euro sería una opción demasiado cara para todos

Cuadro 1.3.5- Exposición a deuda griega de los bancos.

Exposición (bancos) a Grecia, Irlanda y Portugal						
Miles millones de USD	Alemania	Francia	Reino Unido	España	Resto mundo	Total
1.- Grecia	23,8	56,9	14,6	1,1	41,8	138,2
:: Deuda pública	14,1	13,4	3,9	0,5	13,1	45,0
:: Deuda bancaria	2,1	1,6	2,3	0,0	5,0	11,0
:: Deuda privada	7,6	41,9	8,4	0,6	23,7	82,2
2.- Irlanda	116,5	30,1	136,6	10,1	178,5	471,8
:: Deuda pública	3,2	2,9	4,6	0,1	7,4	18,2
:: Deuda bancaria	25,1	8,4	14,9	1,0	29,5	78,9
:: Deuda privada	88,2	18,8	117,1	9,0	141,6	374,7
3.- Portugal	38,8	28,3	26,6	88,4	30,5	212,6
:: Deuda pública	8,8	8,6	1,8	7,2	8,9	35,3
:: Deuda bancaria	15,9	6,3	5,4	7,1	9,1	43,8
:: Deuda privada	14,1	13,4	19,4	74,1	12,5	133,5

Fuente: BIS Quarterly Review, September 2011. Datos elaborados por Bankinter.

La elevada exposición de entidades financieras alemanas y francesas a la deuda griega hace necesarios algunos elementos estabilizadores....

No obstante, y tras un impago de Grecia que consideramos altamente probable, ¿qué sucedería con otras economías que tienen una dimensión muy superior y pueden tener un problema puntual de liquidez como Italia y España? La situación de España e Italia dependerá en buena medida del cumplimiento de sus objetivos de consolidación fiscal y del apoyo que reciban por parte del BCE en su programa de compra de bonos soberanos en el mercado secundario.

Aunque el EFSF está teóricamente capacitado para comprar deuda soberana y asistir a estos países, la **dimensión del EFSF, dotado con 440.000 m€ de capacidad efectiva, es insuficiente para adquirir importes de deuda significativos** de estos países. Prueba de ello es que si al importe de los rescates de Grecia, Irlanda y Portugal, añadimos un 65% de los vencimientos de deuda que España e Italia deben afrontar hasta el año 2015, el importe asciende a 800.000 millones de €, prácticamente el doble de la dotación actual del EFSF.

Como se ha explicado anteriormente, los países más solventes de la Eurozona han mostrado una rotunda oposición tanto a la ampliación del EFSF hasta magnitudes que fueran realmente efectivas (por encima de los 1,5 billones de €), como a la extensión del programa de compra de bonos del BCE. Por lo tanto, la fórmula para avanzar en la estabilidad financiera europea en el medio y largo plazo debería consistir en un pacto para la **emisión de Eurobonos**. Esta medida reforzaría la solvencia de la Eurozona en su conjunto, y debería ir acompañada, para su aprobación por los países más solventes (Alemania, Holanda, Finlandia) de unos requisitos de estabilidad presupuestaria y disciplina fiscal de estricto y obligado cumplimiento por parte de los países periféricos. Sin embargo, esta solución **se plantea como un escenario lejano**, por lo que la crisis de deuda y el desenlace griego continúa siendo el principal riesgo y el factor determinante para el futuro de la Eurozona en los próximos trimestres.

... debido a la insuficiente capacidad efectiva de préstamo actual del EFSF

Alemania

Tras un primer trimestre de extraordinaria expansión (+1,3% en tasa trimestral), la economía alemana sufrió un **brusco frenazo en el 2T'11 (+0,1%)**. ¿Está en condiciones Alemania de continuar siendo la locomotora europea o ese frenazo es la antesala de una fase de estancamiento económico? Consideramos que en el término medio está la virtud. Es evidente la ralentización del crecimiento, pero la economía germana conserva en gran medida sus fortalezas.

El consumo y la inversión han sido los componentes más volátiles del PIB en los últimos períodos y deberían estabilizarse en tasas moderadamente positivas en los próximos meses. La inversión repuntó extraordinariamente en el 1T'11 debido a la aceleración de la actividad en sector de la construcción (+4,5% en 1T'11), para ralentizarse posteriormente. Sin embargo, consideramos que las perspectivas para los próximos trimestres son positivas debido al elevado nivel de utilización de la capacidad productiva. **Aunque los niveles de confianza empresarial y las expectativas se han resentido durante los últimos meses**, las empresas mantienen ambiciosos planes de inversión en formación de capital, mientras el sector de la construcción continúa su reactivación en Alemania, por lo que esperamos un crecimiento de la inversión de +5,8 % en 2011 y +3,5% en 2012.

Otro factor fundamental para explicar el crecimiento de Alemania es la **contribución del sector exterior**. La elevada competitividad de los bienes alemanes, junto con la reciente depreciación del euro, permitirá que las exportaciones germanas crezcan a tasas cercanas al 7%, cifras aceptables pero que se quedan lejos del incremento de +14,7% registrado el año anterior. La ralentización del ciclo económico global y **las menores perspectivas** de crecimiento en la UEM, principal destino de las **exportaciones germanas**, obligarán a Alemania a **apoyar su economía en la demanda interna**.

A pesar de que el consumo privado retrocedió en el último trimestre, el tercer trimestre debería señalar el retorno a la senda de crecimiento. Aunque el aumento de los precios y la caída de las bolsas han provocado una pérdida de confianza de los consumidores, la renta familiar disponible aumentará en torno a un 3% en 2011 debido al aumento de los salarios, tanto fijos como variables. Por otra parte, Alemania continúa creando empleo, lo que le permitirá reducir la tasa de paro hasta el 6,8% a finales de 2011 y +6,6% en 2012. La buena salud del mercado laboral será una de las claves que permitirá que **el consumo privado crezca a tasas cercanas a +1,5% en 2011 y 2012**.

Entre los factores que pueden restar algunas décimas al crecimiento alemán debemos destacar las limitaciones al gasto público, con el objetivo de reducir aún más los ya

El crecimiento alemán sufrió un brusco frenazo en el 2T'11, por una desaceleración de la inversión

Los indicadores de confianza en las expectativas futuras muestran retrocesos por primera vez en los últimos meses

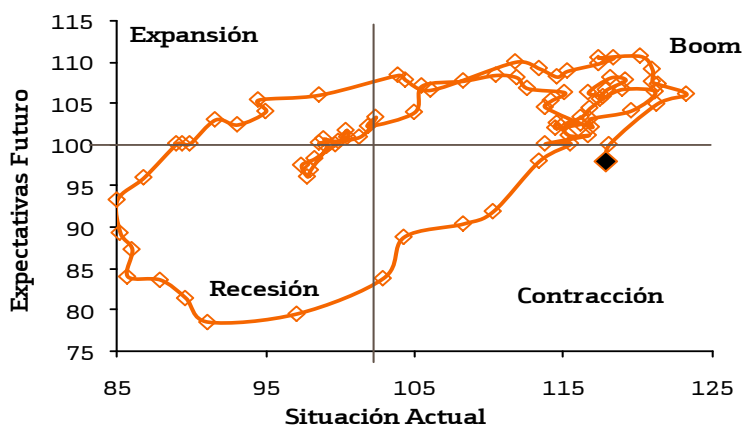
solventes niveles de deuda y déficit públicos, y un aumento de las importaciones de +7% que mermarán la contribución positiva del sector exterior.

En definitiva, Alemania continúa mostrando un cuadro macroeconómico muy saludable que le permitirá mantener una **tendencia de crecimiento en los próximos trimestres**. Sin embargo, la solidez de dicho crecimiento se verá afectada por dos factores de riesgo: una desaceleración de la economía global que restará vigor a sus exportaciones y la falta de soluciones rápidas y certeras a la crisis de deuda de la UEM, que puede ser un importante factor de desconfianza para empresas y consumidores. Por lo tanto, **rebajamos ligeramente nuestras estimaciones de crecimiento para el PIB de Alemania, desde +2,8% a +2,5% en el año 2011 y mantenemos +1,7% para el año 2012.**

En cuanto a la evolución de los precios, permanente preocupación para la ortodoxia germana, la tasa interanual de IPC se sitúa actualmente en +2,4%, nivel que podría mantenerse hasta final de año tras las subidas de tipos de interés aplicadas por el BCE. En 2012, el previsible fin de la escalada en los precios de las materias primas debería reducir las presiones inflacionistas hasta el entorno de +1,8% interanual.

La contribución al PIB del sector exterior no será tan potente como en trimestres anteriores y será sustituida en parte por la demanda interna.

Cuadro 1.3.6. Ciclo industria manufacturera según IFO



Alemania mantendrá su tendencia de crecimiento en el largo plazo, aunque no registrará tasas de crecimiento superiores al 2,5%

Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bankinter.

Reino Unido

La economía británica se encuentra en una situación de preocupante **estancamiento**. El retroceso experimentado a finales del año pasado, junto con 2 trimestres de lenta recuperación (+0,5% en 1T'11 y +0,2% en el 2T'11) han provocado que la economía sólo haya crecido un **0,7% en términos de PIB interanual**.

La ralentización del ritmo de crecimiento tiene su origen principal en la debilidad de la demanda interna. En primer lugar, el consumo privado se ha reducido en los dos últimos trimestres debido a una evolución decepcionante de las ventas minoristas, que se han situado en terreno negativo por primera vez en los últimos 12 meses.

Los principales indicadores de confianza del consumidor también se encuentran bajo mínimos después de 3 meses consecutivos de descensos y parece difícil que repunten en los próximos meses debido a que **la capacidad de gasto de las familias continuará restringida** debido a los recortes del gasto público emprendidos por el gobierno para cumplir con sus objetivos de cumplimiento de déficit y a que la tasa de desempleo permanece estable desde principios de año en un 7,9%.

La situación del consumo es perfectamente extrapolable al componente de **inversión del PIB, que sufrió un retroceso del 2% a comienzos de 2011**. Aunque todavía no ha sido publicado el desglose del PIB británico en el 2T'11, creemos que la formación bruta de capital fijo no contribuirá de forma positiva al crecimiento hasta finales de 2011 o, más seguramente, principios de 2012. La ralentización de la actividad empresarial es evidente en los índices de gestores de compras del sector manufacturero y en una **evolución negativa de la producción industrial (-0,7%)**.

La actividad inversora también se verá mermada por las dificultades de acceso al crédito. Aunque la situación financiera de las entidades de crédito británicas es más sólida que en los períodos más duros de la crisis, las condiciones de acceso al crédito y su disponibilidad se verán restringidas en los próximos meses, tanto para la inversión productiva de las empresas como para la inversión en vivienda.

Ante la **atonía en el consumo** (tanto público como privado) y la inversión, la economía británica ha sustentado su exiguo crecimiento en la aportación positiva del sector exterior. Aunque las exportaciones seguirán aumentando, creemos que su crecimiento actual de +2,4% se moderará hacia tasas ligeramente inferiores al 2% debido a la ralentización del ciclo global.

A pesar de la mencionada debilidad de la demanda interna, la influencia de factores externos o puntuales como el

La debilidad de la demanda interna es la causa principal del estancamiento económico en el Reino Unido

El incremento de los precios está superando las expectativas y podría acercarse a +5% en el trimestre final de 2011.

incremento de los precios de las materias primas o la subida del IVA ha provocado que el Reino Unido esté aquejado de *estanflación*, es decir, **incrementos de precios en ausencia de crecimiento**. En los 8 primeros meses de 2011, el IPC interanual ha escalado **desde +3,7% a +4,5%** y el Bank of England ha admitido recientemente que es posible que el incremento interanual de precios supere el 5% en el último trimestre de este año. No obstante, la moderación en los precios de las materias primas hará que la inflación limite sus subidas en el último trimestre del año. Por lo tanto, **las tasas interanuales se mantendrán elevadas en 2011 pero caerán con fuerza en 2012 hasta niveles inferiores a +3,0%**, al comparar favorablemente con unos primeros meses del año anterior especialmente negativos.

A pesar de que las elevadas cifras actuales de inflación, el BoE parece haber pospuesto la preocupación por la estabilidad de precios hasta que la economía se recupere y mantiene unos tipos de interés muy reducidos desde marzo de 2009, que no han sido condición suficiente para que la economía se recupere.

Por lo tanto, consideramos que las herramientas de estímulo a la economía, tanto fiscales como monetarias están en cierta medida agotadas. A pesar de los bajos tipos de interés, la decepcionante evolución de la demanda interna, unida a una previsiblemente menor aportación del sector exterior nos llevan a **rebajar las perspectivas de crecimiento para el Reino Unido, desde +1,4% a +1,2% en 2011 y desde +1,9% a +1,6% en 2012.**

Suiza

La economía suiza ha sufrido un desgaste apreciable hasta el 6 de septiembre debido a la apreciación del **franco suizo**, incluso hasta niveles cercanos a la paridad con el euro. El PIB venía soportado en el entorno de +2,5%, pero probablemente haya perdido unos 50 p.b. de impulso en el 3T debido a la pérdida de competitividad vía precios del sector exterior. Presionado a nivel doméstico, el **SNB anunció el 6 de septiembre que intervendría** para depreciar la divisa hasta el nivel 1,20, al menos, consiguiendo su propósito. En el momento de redactar este informe se encontraba en 1,22. Parece probable que, tras esta medida, la desaceleración de la economía suiza se frene, pero la inercia bajista del PIB probablemente se mantenga entre 3 y 6 meses más. Por este motivo y también por la propia pérdida de dinamismo de la economía europea y global, creemos que, aunque el PIB 2011 podría mantenerse en el entorno de +1,7%/+1,8%, lo que no supone alterar prácticamente en nada nuestra estimación anterior, en 2012 podría reducirse hacia +1,5% vs +2,0% de nuestra estimación anterior.

Cierto agotamiento de las medidas de estímulo nos lleva a revisar a la baja las estimaciones de crecimiento para el Reino Unido.

La economía suiza ha pedido algo de ritmo, pero la intervención del SNB permitirá que el mercado laboral siga siendo uno de los más cómodos del mundo.

En cuanto al resto de variables principales, la **inflación** sigue sin representar ningún problema, situándose este año en el rango +0,40%+0,50% y repuntando ligeramente el próximo hacia +1%. El **desempleo** continúa siendo bajísimo (3,4% sobre población activa) y creemos probable que consiga batir a la baja la frontera del 3% en algún momento de 2012, probablemente a mediados. La economía suiza se disfruta de un nivel de paro friccional, el mínimo técnico que puede sostener en el tiempo una economía. La intervención del franco suizo, aun siendo una medida artificial, con los riesgos que ello comporta, facilitará ese mercado laboral tan saludable. Es una de las economías del mundo más protegidas contra la actual crisis.

1.4.- España: "La lentitud en la aplicación de reformas augura un horizonte complicado."

La pérdida de impulso del ciclo económico global y la crisis de solvencia europea ensombrecen las perspectivas de crecimiento de España por su extrema dependencia de la recuperación exterior. La percepción de solvencia española podría deteriorarse en unos meses que se presentan complicados sin un Gobierno en funciones, con el foco de atención en el desenlace de las elecciones del 20 de noviembre. La aplicación de nuevas reformas se retrasará previsiblemente hasta febrero, convirtiéndose en un factor de incertidumbre adicional que presione el coste de financiación español.

El mercado de renta fija ha percibido un deterioro de la solvencia española durante el último trimestre. Es cierto que de momento Italia está ejerciendo de muro protector acaparando el centro de atención por su elevado endeudamiento (119% vs 63,7% España). Sin embargo, España tampoco pasa desapercibida en términos de solvencia. El mercado mira con escepticismo el cumplimiento del objetivo de déficit de nuestro país (-6% en 2011, -4,4% en 2012 y -3% en 2013), con **varios factores** en el punto de mira:

(i) **Las estimaciones de crecimiento calculadas por el Gobierno** en abril (+1,3% en 2011 y +2,3% en 2012) y sin perspectivas de ser revisadas, **son calificadas como demasiado optimistas**. Nosotros estimamos sólo +0,7% este año y +1,2% el próximo, pero podría ser menos. Con el consumo estancado, la inversión lastrada por el ladrillo y el gasto público en retirada, el crecimiento se mide únicamente por los avances en las exportaciones y turismo. Sin embargo, la ralentización de la zona euro -cuyos países son los principales emisores de turistas dirigidos a España y hacia donde se destina más del 55% de las exportaciones españolas- ensombrece las perspectivas de crecimiento obstaculizando el cumplimiento del objetivo de déficit.

(ii) La **moderación en el ritmo de crecimiento de los ingresos tributarios del Estado** (+1,0% acumulado hasta julio vs +4,4% anterior) es coherente con un desempleo que roza los 5 millones de personas. El modelo recaudatorio fiscal de España está sustentado en un 84% en el IRPF y el IVA por lo que, la caída del consumo (-0,4% a/a en 2T) y los más de 2 millones de empleos perdidos durante la crisis, son argumentos más que suficientes para explicar esta desaceleración en los ingresos tributarios del Gobierno. Estos ingresos junto con la austeridad del gasto del Estado son necesarios para compensar- como hizo el año pasado -los excesos de las CCAA. Sin embargo, parece que este año no podrá ser...

(iii) **Las CCAA, en su línea, continuaron registrando desviaciones en sus presupuestos durante el 2T** con una caída de -3,6% en los ingresos fiscales y una elevación del endeudamiento de las regiones hasta +23,5% a/a. Los esfuerzos de las CCAA para limitar el gasto siguen siendo

La percepción de solvencia española ha empeorado durante el verano.

Los ingresos tributarios retroceden por una menor base imponible.

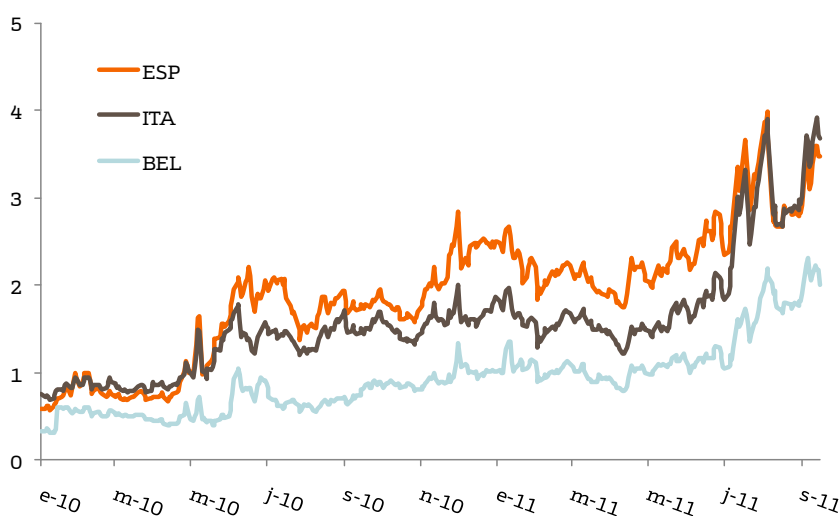
Las CCAA siguen sin ceñirse a las metas de gasto.

claramente insuficientes, situándose su déficit del 2T en -1,2% a/a cerca del -1,3% comprometido con el Gobierno para 2011. Estas cifras vinieron acompañadas por una **rebaja del rating por parte de Fitch a 5 CC.AA.** (Cataluña, Andalucía, Canarias, Murcia y Valencia), y numerosas advertencias de las 3 agencias de *rating* (S&P, Moody's y Fitch) que vigilan con suspicacia la calificación crediticia de España.

Tampoco hay que olvidar que **el diferencial español se encuentra artificialmente soportado por el respaldo del BCE.** Si bien, la efectividad de sus compras es cada vez menor pues prosigue -aunque a un menor ritmo que antes de las intervenciones- la **escalada de los costes de financiación en las últimas emisiones de deuda española.** Estimamos muy probable que en los próximos meses asistamos a nuevos episodios de inestabilidad en el diferencial español, debido a la aparición de nuevos elementos de incertidumbre, como: (i) una posible nueva corriente de temor al contagio por el vencimiento de casi 12bn€ de Grecia en diciembre, (ii) la reciente **disolución de las Cortes españolas**, y (ii) **un Gobierno "interino"** hasta después de las elecciones, que probablemente no tomará ninguna decisión importante. La clave doméstica de las próximas semanas radica en las elecciones del 20 de noviembre por las implicaciones económicas que conlleva en el largo plazo. Si bien, hasta entonces quedará **limitada la capacidad de maniobra del país, retrasándose la aplicación de reformas de profundo calado que necesita España** (mercado laboral, fiscalidad...) **posiblemente hasta febrero, cuando estén constituidas formalmente las nuevas Cortes.** Este retraso en la toma de decisiones podría lastrar algo la actividad del 4T'11 y 1T'12, para luego compensarse con una actitud más proactiva del Gobierno.

La aplicación de reformas estructurales probablemente se retrase hasta una vez constituidas las nuevas Cortes.

Tabla 1.4.1.- Diferenciales a 10 años (p.b.).



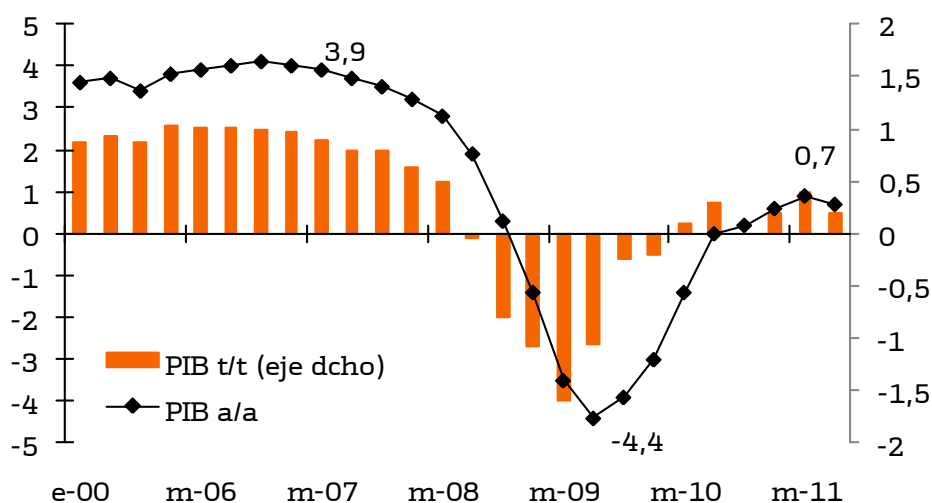
Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

En definitiva, creemos que los fallos en un modelo recaudatorio fiscal sustentado por las rentas del trabajo, la falta de determinación de las CCAA para ceñirse a las metas de gasto previstas, y el retraso en el tiempo de la aplicación de reformas de calado, suponen una seria amenaza para alcanzar los objetivos de consolidación fiscal y restaurar la credibilidad en España. Si bien, aunque estimamos muy difícil el cumplimiento del umbral de -3% de déficit para 2013, creemos que la escalabilidad del problema será sólo cuestión de decimales (estimamos -3,5%).

Creemos que el incumplimiento del objetivo de déficit de -3% será sólo cuestión de decimales.

En cuanto a la actividad económica, hemos vivido en el 2T una moderación en el ritmo de crecimiento (+0,7% a/a vs +0,8% en 1T). Desde hace meses, la economía española está sustentada en la contribución positiva del sector exterior y turismo debido a la incapacidad de recuperar la demanda doméstica (-1,9% a/a). En nuestra opinión, la salida de la crisis de España seguirá este mismo patrón impulsado por el dinamismo del sector exterior. Sin embargo, **el reciente enfriamiento de las economías más avanzadas** (Alemania +0,1% t/t, Francia +0,0% t/t) ensombrece las perspectivas del comercio mundial y **aumenta, por ende, la vulnerabilidad de España por su estrecha dependencia de la recuperación exterior para crecer.** Esta menor actividad comercial ya quedó reflejada en el 2T con una ralentización de las exportaciones (+8,4% vs +12,1% ant) y una contracción de las importaciones (-1,7% vs +6,3% ant) cuya tendencia descendiente podría continuar ante la pérdida de impulso del ciclo económico.

Tabla 1.4.2.- Evolución del PIB.



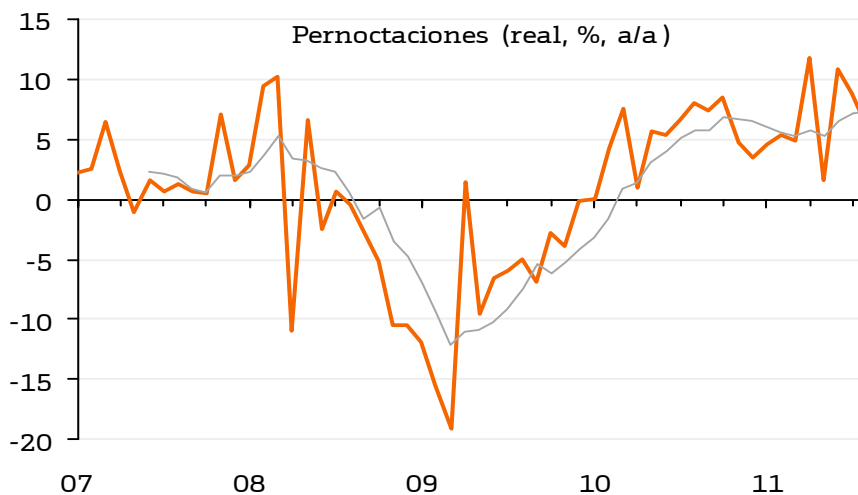
El enfriamiento de las economías avanzadas de Europa augura una recuperación más lenta...

Fuente: INE. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

Otro motor impulsor de crecimiento lo configura el turismo que, entre efecto directo e indirecto, ejerce un peso sobre el PIB del 15%. **El turismo español disfruta de uno de sus mejores años batiendo todos los récords** en sus estadísticas acumuladas hasta el mes de agosto. En el momento de redactar este informe, el número de turistas internacionales ha superado los 40 millones de personas (+8% a/a), los ingresos por turismo han ascendido hasta 30.000m€ (+9% a/a), las pernoctaciones hoteleras llevan todo el ejercicio al alza e incluso las cadenas han logrado volver a subir sus tarifas. El *boom* de llegadas internacionales se acentuó en agosto con el mejor registro de la serie histórica de Frontur - 7,64 millones de personas (+9,4%) - impulsadas por las elevadas temperaturas del verano y el recibimiento de miles de peregrinos al Papa. España ha sabido sacar provecho a las revueltas de Oriente Próximo y terremoto de Japón abriéndose camino hacia el 4º mejor año turístico de todos los tiempos con más de 40.000 puestos de trabajo creados por este sector. Estimamos que **esta tendencia positiva continúe hasta finales de año** presentándose también un panorama positivo para 2012. En nuestra opinión, **España seguirá siendo uno de los destinos preferidos en sustitución de los países de Oriente Próximo, aunque el efecto espejo de 2012 - que comparará con 2011, año excepcionalmente bueno- apunta a unos registros también favorables pero algo más flojos por comparativa.**

...pero el moderado crecimiento seguirá impulsado por el dinamismo de las exportaciones y la industria del turismo.

Tabla 1.4.3. - Pernoctaciones hoteleras.



Fuente: INE. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

La demanda doméstica seguirá restando al crecimiento lastrada por los numerosos obstáculos que impiden su reactivación, entre los que cabe citar: (i) la delicada situación del mercado laboral, (ii) el exigente proceso de desapalancamiento de los hogares, (iii) el descenso del consumo público, reflejo del mayor ajuste presupuestario de las Administraciones, y (iv) un sector de la vivienda gravemente deprimido. Los indicadores de tendencia, que pueden considerarse como *adelantados*, no reflejan ningún síntoma de mejora. Las ventas de automóviles prolongaron en septiembre su decimoquinto mes de atonía (1,3% a/a), las hipotecas concedidas en julio retrocedieron notablemente (-47% a/a) y las ventas minoristas de agosto continuaron su desaceleración (-4,0% a/a).

La demanda doméstica sigue deprimida sin mostrar síntomas de mejora.

Tabla 1.4.4.- Perspectivas macroeconómicas, España (*)

España, cifras clave	2010r	2011e			2012e			2013e		
		Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB	-0,1%	0,5%	0,7%	0,8%	0,9%	1,2%	1,4%	1,3%	1,6%	2,0%
Consumo Privado	1,3%	0,3%	0,4%	0,6%	0,9%	1,2%	1,5%	1,3%	1,5%	1,8%
Gasto Público	-0,7%	-0,4%	-0,1%	0,0%	-3,0%	-2,8%	-2,5%	-3,0%	-2,8%	-2,5%
Inversión empresarial	1,8%	-0,4%	-0,1%	0,0%	2,2%	2,5%	2,7%	4,2%	4,5%	4,8%
Construcción	-11,1%	-8,7%	-8,4%	-8,2%	-3,2%	-2,9%	-2,7%	2,5%	2,8%	3,0%
Demanda interna	-1,2%	-1,0%	-0,9%	-0,7%	-0,4%	0,0%	0,4%	0,7%	1,1%	1,5%
Aportación sector exterior	1,0%	1,4%	1,6%	1,7%	1,3%	1,2%	1,0%	0,7%	0,5%	0,5%
Déficit Público/PIB	-9,2%	-6,8%	-6,3%	-6,0%	-5,1%	-4,9%	-4,6%	-3,8%	-3,5%	-3,2%
Deuda/PIB	63,8%	72,0%	70,4%	68,0%	76,0%	73,8%	71,0%	80,0%	76,1%	73,0%
Tasa de paro (EPA)	20,3%	21,9%	21,2%	20,4%	21,1%	20,6%	20,3%	20,5%	20,0%	19,7%
IPC	3,0%	2,7%	2,9%	3,2%	1,7%	2,2%	2,5%	1,5%	2,0%	2,3%
Tipo intervención BCE (en Dic.)	1,00%	0,75%	1,00%	1,25%	0,75%	1,00%	1,25%	1,00%	1,50%	2,00%
Euribor 1m (cierre trimestre y media anual)	0,57%	1,15%	1,25%	1,40%	1,22%	1,37%	1,52%	1,45%	1,55%	1,65%
Euribor 3m (cierre trimestre y media anual)	0,83%	1,36%	1,46%	1,61%	1,42%	1,57%	1,72%	1,65%	1,75%	1,85%
Euribor 12m (cierre trimestre y media anual)	1,36%	1,96%	2,06%	2,21%	1,97%	2,12%	2,27%	2,25%	2,35%	2,45%
Tipos a largo (Bund, en Dic.)	2,75%	1,80%	1,95%	2,10%	2,10%	2,25%	2,40%	2,65%	2,80%	2,95%
Tipos a largo España (B10A, en Dic.)	4,63%	5,45%	5,10%	5,00%	5,40%	5,05%	4,95%	5,15%	4,80%	4,70%
Crédito empresarial (cartera acumulada)	-0,6%	-3,5%	-2,9%	-2,3%	-1,9%	-1,6%	-1,3%	0,8%	1,0%	1,1%
Crédito hipotecario (cartera acumulada)	1,4%	-2,0%	-1,8%	-1,3%	-0,5%	-0,7%	-0,8%	0,5%	0,7%	0,8%

Fuente: INE, BdE, Reuters, Bloomberg. Datos elaborados por Análisis Bankinter. (*) Al final del documento se ofrece un desglose trimestral de estas estimaciones.

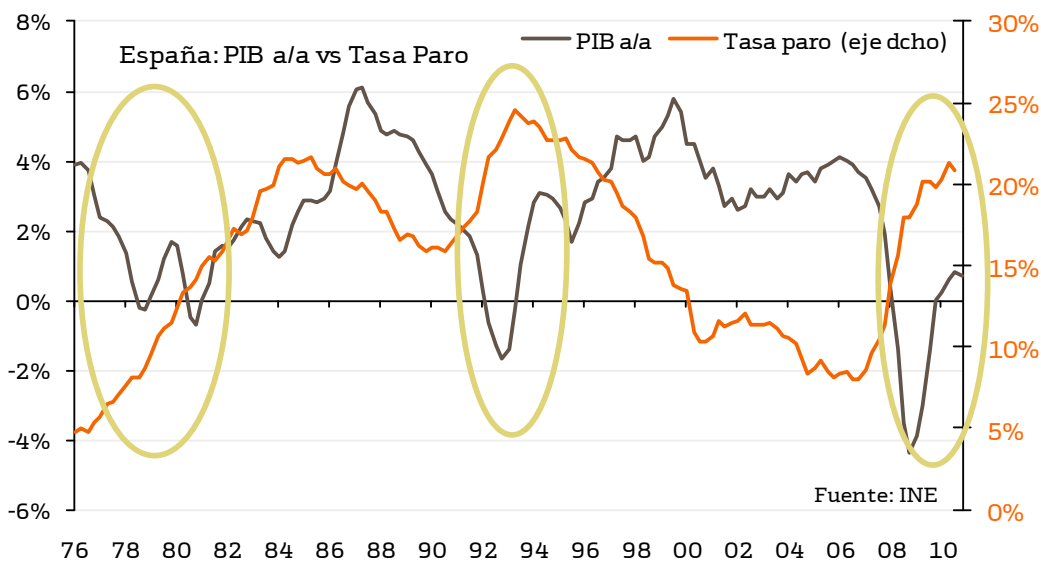
En resumen, revisamos a la baja nuestras previsiones de PIB debido a que la **ralentización del ciclo global apunta a una salida de la crisis de España impulsada por el sector exterior, pero a una velocidad más pausada**. En los próximos meses, el previsible incremento de los costes de financiación -ante la incertidumbre derivada de la ausencia de un Gobierno en funciones- tendría un impacto negativo sobre la renta disponible de las familias y, por ende, sobre el consumo. Sin embargo, por el lado positivo una posible bajada de tipos del BCE hasta 1,0% (-50p.b.) para finales de año, debería aliviar a los particulares con el pago de sus hipotecas. Por ello, hemos rebajado tan solo una décima nuestra previsión de PIB para

La salida de la crisis tendrá una velocidad más pausada por lo que rebajamos nuestras estimaciones de PIB.

2011 de +0,8% a +0,7%. Para el ejercicio 2012, la pérdida de impulso de la recuperación global nos ha llevado a retrasar hasta el último trimestre de ese año la reactivación del sector de la vivienda por lo que rebajamos nuestra estimación de PIB hasta +1,2% (vs +1,6% anterior). Si, bien, creemos que la reactivación de la economía y de las nuevas contrataciones podría tener lugar a partir de mediados de 2013, situando nuestra previsión en +1,6% (vs +2,2% anterior).

La reactivación de la vivienda no se producirá hasta el último trimestre de 2012.

Tabla 1.4.5.- Tasa de paro vs variación anual del PIB.



Fuente: INE. Datos elaborados por Bkt.

En nuestra opinión, la verdadera recuperación en España no se producirá hasta que no mejore el empleo, es decir, cuando la tasa de paro vuelva a reducirse y disminuya su diferencia con la media europea (20,89% vs 10%). Teniendo en cuenta la revisión a la baja de nuestra estimaciones de PIB, hemos desplazado nuestra previsión para la reactivación del empleo 12 meses hasta finales de 2013, cuando la economía comience a crecer al menos +1,8%/+2,0%. Esto es debido a que históricamente (desde 1978) la tasa de paro de España no se ha reducido nunca con crecimientos de PIB inferiores a la banda indicada.

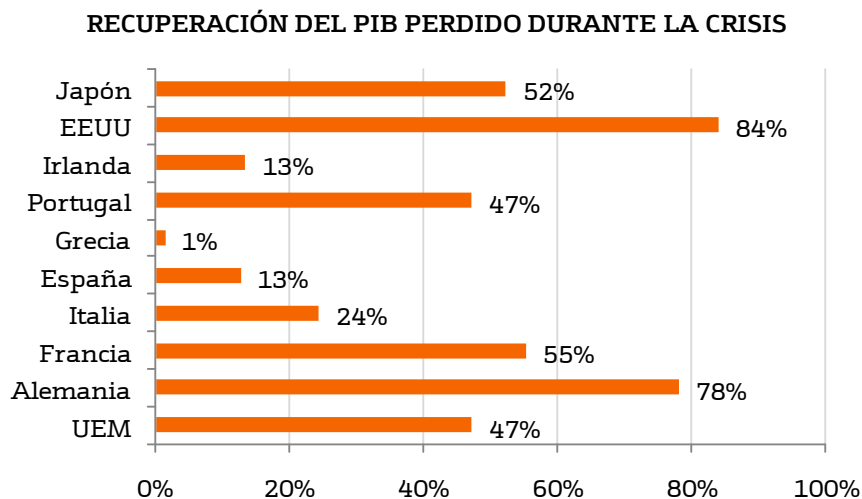
La creación de empleo no sucederá hasta finales de 2013 cuando la economía crezca al menos +1,8/+2%.

Respecto a la evolución de los **precios**, la inflación española ha seguido una tendencia descendiente durante los meses de verano. Si bien, en septiembre ha cambiado repentinamente de dirección con un repunte que lo ha situado en línea con el resto de países de la UEM (3,1% vs 3%). Si bien, esta subida de la inflación se debe más a partidas de 2ª línea (tabaco, lubricantes) por lo que estimamos que la moderación en el precio de los carburantes y la debilidad de la demanda interna sugieren una menor presión sobre los precios durante los próximos meses. Por ende, situamos nuestra previsión del IPC en +2,9% para finales de año y una mayor relajación de los precios que se situen en 2012 y 2013 en +2,2% y +2,0% respectivamente.

En definitiva, el ciclo expansivo global atraviesa un bache que estimamos ralentice los pasos de la moderada recuperación española. El nuevo Gobierno deberá sortear diversos obstáculos, como el recrudecimiento de la crisis de solvencia o la pérdida de impulso del ciclo económico global. Sin embargo, el verdadero reto que ostenta es impulsar el debilitado crecimiento de España -apoyado en la industria del turismo y exportaciones- con la aplicación de medidas estructurales de calado que permitan eliminar las rigideces y potenciar la economía en el largo plazo. Sin embargo, todavía queda mucho camino por recorrer habiéndose recuperado tan sólo un 13% de lo perdido durante la crisis (observar gráfico).

La salida de la crisis de España sólo será posible si se aplican reformas de calado que eliminen las rigideces.

Tabla 1.4.6.- Velocidad en la salida de la crisis.



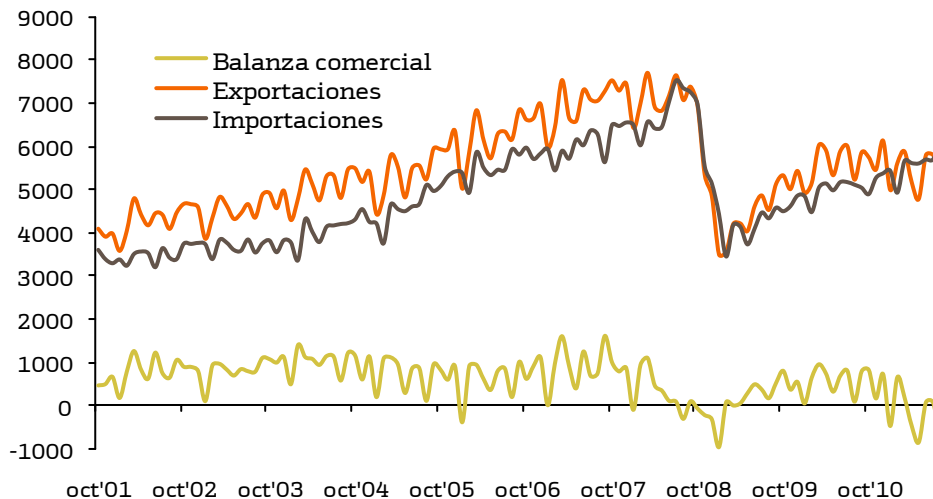
1.5.- Japón. "Demasiados obstáculos ralentizan la recuperación."

A pesar de que Japón redoble sus esfuerzos tras el terremoto, la fortaleza del yen y la desaceleración económica global son un obstáculo demasiado pesado para las exportaciones niponas. La debilitada recuperación exterior, y la inestabilidad del Gobierno durante este período, auguran una moderación en el ritmo de recuperación que podría tomar algo de impulso en octubre.

La economía japonesa se contrajo -1,1% (a/a) en el segundo trimestre del año golpeado, no solo por las devastadoras consecuencias del tsunami y seísmo, sino también por un contexto de desaceleración en el ritmo de crecimiento mundial y un recrudecimiento de la crisis de solvencia europea. Estos 2 factores explican la **ralentización de la demanda global y la virulenta apreciación del yen** por su condición de activo refugio en contextos de incertidumbre. De esta manera, no supone ninguna sorpresa que el mayor lastre para la actividad económica nipona en el 2T provino de la **pérdida de impulso de las exportaciones**, menos competitivas por la apreciación del yen y perjudicadas por las distorsiones en las cadenas de producción desde el terremoto.

La ralentización de la demanda global y la virulenta apreciación del yen dificultan la recuperación japonesa.

Cuadro 1.5.1.- Exportaciones e importaciones niponas.



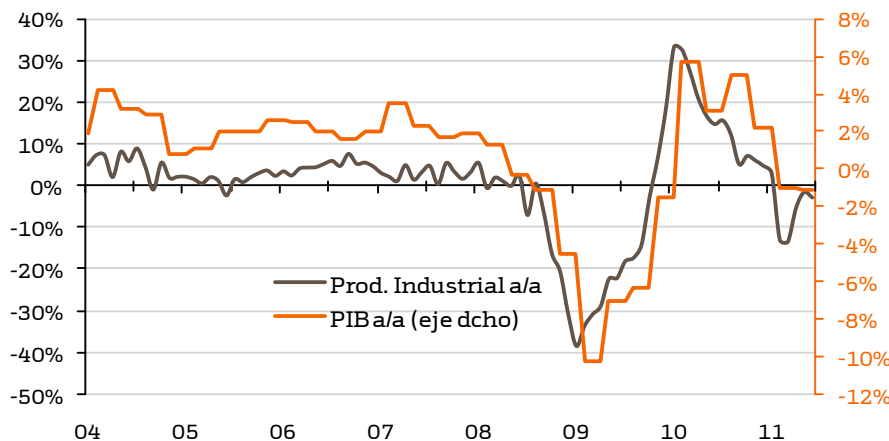
Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

Por otro lado, las importaciones de energía han avanzado considerablemente, teniendo en cuenta que más del 80% de los reactores nucleares de Japón se encuentran desactivados por precaución. No obstante, **los temidos cortes en el suministro energético** que podían haber tenido lugar en verano, **no se han materializado** gracias a la efectividad de algunas medidas, como (i) La cooperación de las compañías

para modificar sus horarios de funcionamiento y (ii) la sustitución del uso de aire acondicionado por ventiladores en un verano menos caluroso de lo habitual. Se trata de un avance apreciable para las empresas y consideramos que, precisamente, esta determinación de los japoneses para aprovechar la energía es un factor clave para acelerar la recomposición de las cadenas de suministro interrumpidas e impulsar la producción industrial del país.

Creemos en una recuperación en V que podría comenzar a tomar impulso en octubre...

Cuadro 1.5.2. - PIB y producción industrial.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

En nuestra opinión, **el escenario más probable sigue siendo una recuperación en forma de V que podría tomar fuerza a partir de octubre**, rompiendo la espiral de crecimiento negativo de los 3 últimos trimestres. Estimamos que los **motores impulsores del crecimiento serán (i) la demanda externa** por la moderación de las distorsiones de las cadenas de producción, y **(ii) la inversión y gasto público** destinado al impulso de los trabajos de reconstrucción. Sin embargo, **la ralentización del ciclo y la fortaleza del yen han venido en un momento muy inoportuno para Japón**. Ahora más que nunca, el país del sol naciente es estrechamente dependiente de sus exportaciones debido al escaso dinamismo que muestra su demanda doméstica tras el terremoto. Tampoco ha ayudado la **inestabilidad del Gobierno nipón**. La impopularidad del primer ministro Naoto Kan y su falta de apoyo en el Parlamento ha imposibilitado la aprobación de un presupuesto sólido y coherente con el que controlar el endeudamiento nipón y establecer las prioridades de gasto en la reconstrucción. El desenlace político ha llevado a la dimisión de Naoto Kan a finales de agosto, con el estreno de Noda como 6º Primer Ministro de los últimos 5 años.

... sin embargo, la coyuntura global no acompaña por lo que la economía avanzará a pasos moderados.

Otro tema controvertido es el nivel de endeudamiento de Japón, que asciende al 200% del PIB, siendo el más elevado entre las economías desarrolladas. Ante este hecho, la inquietud de las agencias de *rating* no es despreciable. S&P y

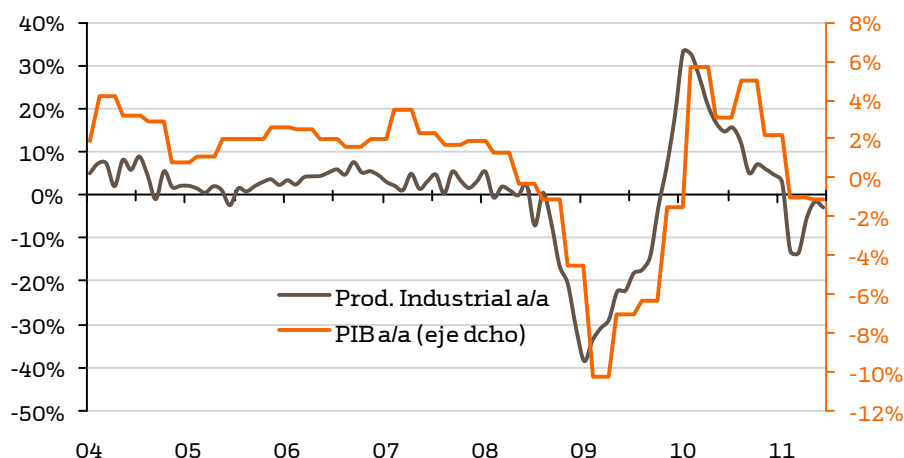
Fitch mantienen una perspectiva negativa sobre el *rating* de la deuda nipona, y estimamos probable sigan el ejemplo de Moody's rebajando su calificación crediticia en los próximos meses. **El margen de acción del Gobierno nipón para reducir su endeudamiento es muy limitado, ocupando este objetivo un papel secundario entre los retos que ahora enfrenta el país.** En los próximos meses, el Ejecutivo deberá aprobar nuevos presupuestos que impulsen la reconstrucción, pudiendo tal vez financiarlos con nuevas emisiones de deuda. También deberá satisfacer numerosas pensiones y gastos sociales en una población cada vez más envejecida. Creemos que ante estas dificultades, coyunturales y estructurales, se **augura una recuperación más lenta de Japón de lo que preveíamos, aunque podría tomar impulso durante la 2ª mitad del año (Octubre 2011 - Marzo 2012) para permitir que la contracción del PIB en 2011 sea sólo de -0,2% (vs +0,4% anterior).** Si bien, creemos que los esfuerzos de la reconstrucción se harán notar más en el ejercicio 2012, año en el que estimamos un crecimiento de +2,2% (vs +2,4% ant).

Reducir el elevado endeudamiento del país (200% del PIB) no es una de las prioridades tras el terremoto.

En cuanto a la evolución de los precios, a pesar de las décimas inflacionistas mostradas en julio gracias al encarecimiento global de la energía y un ajuste más rígido entre la oferta y la demanda tras el terremoto, Japón no logra abandonar la deflación. A la moderación de los precios de las materias primas se suma un cambio en la base del índice, en el que la cesta del IPC del 2010 incluye una proporción mayor de bienes cuyos precios se reducen rápidamente tales como las televisiones de plasma o artículos de tecnología. En consecuencia **creemos que Japón seguirá enfrentando problemas de deflación a lo largo de 2011 (-0,2% estimado vs +0,2% anterior) y de 2012 (-0,1% vs +0,6% anterior) para finalmente, consolidarse en las subidas de precios a partir de mediados de 2013 (+0,4% vs +0,8% anterior).**

Japón no abandonará la deflación hasta mediados de 2013 porque cambia el año base de cálculo.

Cuadro 1.5.3.- Evolución del IPC.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

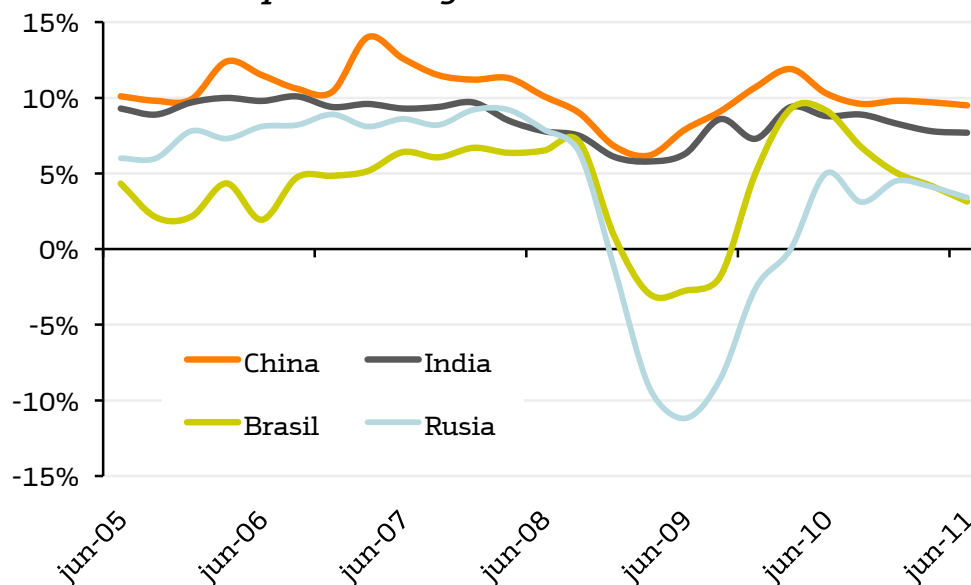
1.6.- Emergentes.

Se encuentran en claro proceso de desaceleración, principalmente por las políticas monetarias restrictivas que se están llevando a cabo para controlar la inflación. Las medidas se han mostrado en general inefectivas o insuficientes, bien por la falta de flexibilidad de su divisa en unos casos o por la depreciación de ella en otros, pero estas economías demandan en el fondo un cambio de su modelo de crecimiento.

Los países emergentes están sumidos en una clara transformación de sus estructuras económicas. Desde unos años a esta parte sus tasas de crecimiento se han situado en niveles muy superiores a las de los países desarrollados. No obstante, este crecimiento tan significativo ha desembocado en un problema común: unas tasas de inflación muy elevadas, preocupantes en algunos casos.

Los países emergentes se encuentran en pleno proceso de transformación de sus estructuras económicas.

Cuadro 1.6.1.- PIB países emergentes



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

Ante esta problemática y excesiva presión de los niveles de precios, las autoridades han respondido introduciendo políticas monetarias restrictivas, que aunque han tenido cierto efecto inicial, en el fondo no han sido efectivas para contener los precios y además han ralentizado el crecimiento.

Las políticas de estos países no solo no han contenido la inflación sino que han lastrado el crecimiento.

¿Cuál es el reto, por tanto, de estos países?

El control de la inflación es una prioridad, aunque para no perjudicar seriamente el crecimiento, las economías emergentes deberán enfrentarse a un cambio notable en su modelo de crecimiento, que ha estado basado en el sector exterior (exportaciones). El efecto de unos niveles de inflación tan elevados no es otro que provocar una menor competitividad de los productos de estos países en el extranjero.

Por tanto, ante una previsible disminución de las exportaciones y por consiguiente de los saldos de sus balanzas comerciales, los países emergentes están en un proceso de rebalanceo su economía, intentando que el motor del crecimiento pase a ser la demanda interna en sustitución del sector exterior.

Ante éste arduo proceso de ajuste, que supone una reinversión de modelo en toda regla, las tasas de crecimiento se irán alejando, incluso en el caso chino, del doble dígito tan común hace pocos años.

¿Y cómo pueden controlar la inflación de forma efectiva?

Los bancos centrales de estos países han intentado atajar un fenómeno que dista de tener naturaleza monetaria principalmente reduciendo sus políticas en este sentido a restringir la liquidez del sistema.

Los niveles de precios tan elevados tienen su explicación en la elevada dependencia de estas economías en las materias primas, y es por este motivo por el que la aplicación exclusiva de políticas monetarias se muestra como inefectiva o, al menos, insuficiente.

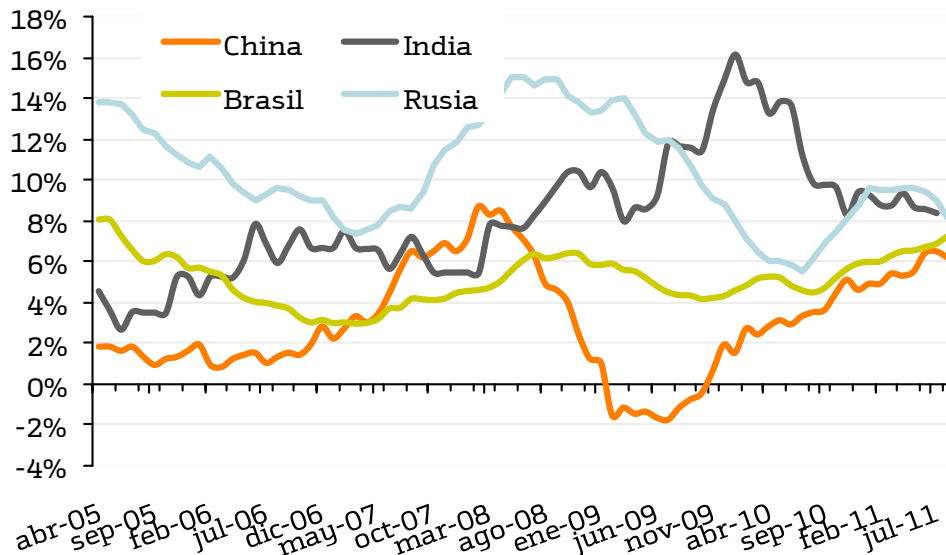
La solución más razonable pasa por la apreciación de sus divisas para controlar los niveles de precios, que en casos concretos como el chino no es posible al estar el tipo de cambio semi-intervenido.

En resumen, no creemos que sea el mejor momento de estar posicionados en emergentes, pues son economías en proceso de desaceleración en su intento por dar mayor importancia al consumo interno que al sector exterior, factor primordial para poder llevar a cabo una política efectiva de control de precios a través de la apreciación de sus monedas.

El proceso de rebalanceo de los componentes del crecimiento hará que los estados emergentes crezcan a unas tasas alejadas del doble dígito.

Los bancos centrales han intentado atajar un problema que no tiene naturaleza monetaria mediante medidas de carácter estrictamente monetario.

Cuadro 1.6.2.- IPC países emergentes



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

China: "La lucha contra la inflación acentúa la desaceleración"

El crecimiento Chino se está ralentizando (+9,5% a/a 3T´11 vs +9,7% 2T y +9,8% 1T), alejándose paulatinamente de los niveles de crecimiento a doble dígito de años anteriores. Incluso miembros del gobierno reconocen abiertamente esta desaceleración, situando sus expectativas de crecimiento por debajo del 9% para 2012.

China está sacrificando su crecimiento para controlar la inflación. No obstante, creemos que el precio que está pagando es demasiado alto, más teniendo en cuenta que el objetivo de control de precios no se está consiguiendo, o al menos no con el éxito esperado.

Para luchar contra la presión en los precios, el gobierno chino ha tomado medidas en dos ámbitos:

- (i) aplicando políticas monetarias restrictivas, ya bien subiendo los requerimientos de reservas al sector financiero, o bien subiendo directamente su tipo director.
- (ii) estableciendo leyes para controlar los precios de los activos inmobiliarios, en un intento por controlar el *boom* en el sector en las ciudades.

Estas políticas se han mostrado como insuficientes, pero creemos que China seguirá aplicándolas en el corto o medio plazo, especialmente en el caso de las subidas de tipos, por lo

China se encuentra sumida en pleno proceso de sustitución de exportaciones por demanda interna.

Las políticas monetarias restrictivas llevadas a cabo por el banco central chino se han revelado como insuficientes.

que nuestras estimaciones sobre el tipo director chino se sitúan en el 6,56% en 2011 y 6,81% en 2012 en el caso del tipo aplicado a los préstamos, mientras que en 3,50% en 2011 y 3,75% en 2012 en cuanto al tipo aplicado a los depósitos.

Por otra parte, el gobierno chino ha comunicado que podría permitir la libre fluctuación del yuan en 2015. Una noticia positiva para la economía china en el fondo pero no en el plazo, pues el entorno actual demanda ya esa medida. Ese control del tipo de cambio hace que la inflación no se esté controlando, y por ello esperamos que el IPC chino siga creciendo. Actualmente se encuentra en un 6,2% en tasa interanual, por encima del 5,5% al acabar el 1T. **Estimamos 6,3% de inflación para 2011 y 6,4% para 2012.**

Este entorno de desaceleración e inflacionista no sirve de reclamo para la inversión extranjera en el país, que se ha reducido significativamente (+11,1% a/a en Agosto vs +19,8% a/a en Julio).

El efecto de las variables de la economía real (inflación, desaceleración y reducción de la inversión) ha tenido un efecto claro y directo sobre la economía financiera: fuertes caídas en las bolsas chinas a lo largo del año.

En resumen, el proceso de desaceleración continuará, agudizado por unos métodos de lucha contra la inflación que no creemos sean los más adecuados para solucionar el problema, problema que tendría mejores visos de solución con la flexibilización del tipo de cambio. **Nuestras estimaciones de crecimiento de PIB se sitúan en +9,3% en 2011, +8,5% en 2012 y +8,5% en 2013.**

Por lo tanto, desde nuestro punto de vista habrá que esperar al devenir de los acontecimientos en cuestión de políticas adoptadas por el gobierno chino para decidirse a apostar por la inversión en China, políticas que por el momento no creemos que sean adecuadas.

No obstante, añadir que si las autoridades permiten la fluctuación del tipo de cambio junto a otras medidas estructurales, China está en posición de volver a los niveles de crecimiento anteriores y de convertirse en una economía de demanda interna en vez de una economía tan dependiente del sector exterior.

India: "Castigada por las infraestructuras y los precios"

Las presiones de precios se manifiestan con mayor intensidad en la economía india que en el resto de países emergentes. La tasa de inflación se ha situado en el 3T en +9,5% a/a. El trimestre anterior se situó en +9,1% a/a, lo que deja entrever que no se está logrando contener los precios.

Las autoridades se han apoyado en las subidas de tipos, cinco

Se espera que el yuan chino pueda fluctuar libremente a partir de 2015

La elevada inflación china unida al duro proceso de reinversión de su economía no hace recomendable la inversión en el país por el momento

ya en 2011, para intentar controlar los precios, habiéndose situado el tipo director del banco central indio en 8,25%. En nuestra opinión, la India seguirá subiendo tipos de forma menos agresiva que hasta el momento, pero se seguirá apoyando en esta herramienta para luchar contra la inflación, por lo que **estimamos que en 2011 podría producirse una subida más, situándose el tipo oficial en 8,5% para en 2012 situarse en un 9%.**

Estas recurrentes subidas de tipos han tenido dos efectos contrapuestos: por un lado, han erosionado la actividad manufacturera e industrial, pero por otro lado han atraído capital extranjero, capital que podrá ser utilizado para invertir en infraestructuras. El saldo de ambos efectos es positivo para la economía india, pues aunque se haya ralentizado el crecimiento (factor coyuntural), el país tendrá disponible una cantidad más sustancial de recursos destinados a infraestructuras (factor estructural).

Por su parte, en la India, a diferencia de China, el tipo de cambio es flexible, lo que en principio debería suponer un elemento adicional para controlar la inflación.

¿Entonces, como es posible que tras las subidas de tipos y disfrutando de una moneda que fluctúa libremente, los precios sigan escalando de una forma tan notable?

En primer lugar, India ha sido una víctima de la desaceleración mundial y del temor a una recesión. Los inversores en activos de riesgo en el país han deshecho sus posiciones y han depositado sus fondos en activos y latitudes más seguras, provocando una depreciación de la rupia (más de un 10% en el trimestre contra el dólar) y una caída notable de la bolsa india. Por tanto, el tipo de cambio flexible ha sido un enemigo para controlar la inflación. Enemigo por un factor exógeno, pero enemigo al fin y al cabo.

Segundo, la deficiencia de las infraestructuras es un factor que juega en contra de la política antiinflacionaria, pues genera desequilibrios entre oferta y demanda que afectan a la estabilidad de precios. Es por este motivo por lo que en el caso indio es tan relevante la atracción de capital extranjero.

Tercero, es una economía muy dependiente de las materias primas, que suelen ser el elemento que mayor presión ejerce sobre los precios.

Por estos tres motivos, pensamos que el IPC seguirá creciendo, no siendo la inflación un problema solucionable en el corto plazo. **Estimamos una tasa de inflación interanual de un 9,7% en 2011 y 9,9% en 2012.**

Pensamos que la India tiene un problema de infraestructuras, lo que influye indudablemente sobre su sistema productivo y su tejido industrial. Mientras no se produzca una mejora sustancial en este terreno y no se consiga controlar la

La depreciación de la rupia debido a la huida de los inversores de activos de riesgo ha sido un factor determinante para que las presiones de precios sigan siendo tan inquietantes

Las deficiencias del sistema de infraestructuras indio generan desequilibrios que agudizan las presiones de precios.

inflación, el crecimiento será más moderado. El dato de PIB en el 3T creció a una tasa de **+7,7%**, **tasa que mantenemos como estimación para 2011, y +7,5% en 2012 y 2013, lejos en todo caso del doble dígito.**

Brasil: "La corrupción es la peor receta contra el crecimiento"

La economía brasileña se encuentra sumida en una fase de incertidumbre.

Por un lado, las presiones de los precios no parecen remitir, habiéndose situado la inflación en Agosto en 7,2% a/a, una tasa muy inquietante para un país tan dependiente de la evolución del precio de las materias primas.

Pero por otro lado, es una economía que está desacelerando notablemente. El último dato de crecimiento de PIB es de +3,1% en el 3T, que es una cifra muy alejada de la de 2010, y sobre todo cada vez más cercana a la de una economía desarrollada que a la de una emergente.

Por tanto, Brasil, en este sentido, se encuentra un problema de fondo parecido al del Reino Unido (aunque las causas sean diferentes): bajo nivel de crecimiento y elevado nivel de precios.

Ante este panorama tan complicado, el Banco Central Brasileño se ha visto obligado a finalizar su proceso de subidas de tipos y apostar por el crecimiento. En concreto, el último movimiento ha sido una bajada de 50 puntos básicos, que han situado el tipo director en el 12%. Pensamos que Brasil seguirá con las bajadas, principalmente por la desaceleración a nivel mundial que puede hacer caer el precio de las *commodities* y presionará a la baja los precios. **Estimamos que los tipos se mantendrán en el 12% en 2011 y se colocarán en el 11,5% en 2012.**

Aunque sin embargo, los precios no cederán en demasía, pues hay una fuerza contraria que los hace mantenerse: la depreciación del real brasileño, principalmente por dos motivos:

- (i) los inversores en épocas de incertidumbre venden las divisas y activos de mayor riesgo y se apoyan en activos más seguros. De ahí las caídas en la bolsa brasileña y en el real.
- (ii) La bajada de tipos por parte central brasileño es otro factor de presión a la baja de la divisa, pues suele significar una salida de capital del país.

Nuestra estimación de IPC interanual es del 7,4% en 2011 y 7,7% en 2012.

Ante la creciente desaceleración el banco central brasileño se ha visto obligado a recortar su tipo director.

La corrupción gubernamental ha derivado en una crisis política que está minando la confianza de los ciudadanos con el consiguiente impacto sobre el crecimiento

Adicionalmente, existen otros dos obstáculos.

En primer lugar, la credibilidad del poder político entre la población es cada vez menor, tras las dimisiones de los Ministros de Presidencia, Agricultura, Turismo y Transportes por corrupción y del Ministro de Defensa por desavenencias con la presidenta Rouseff.

Por otra parte, Brasil demanda una reforma fiscal para aumentar su superávit fiscal, actualmente el 3,8% del PIB, para contener la inflación y para tener la capacidad de apoyar el crecimiento cuando se precise.

Estos dos obstáculos, sumados a los problemas de crecimiento e inflación antes mencionados, nos sitúa en un escenario de ralentización del **crecimiento brasileño, que estimamos se situará en el 3% en 2011, 2,8% en 2012 y 2,6% en 2013.**

Rusia: "Excesiva dependencia de petróleo y gas"

La economía rusa está ralentizando su crecimiento (+3,4% 2T), principalmente debido a la mala evolución del crudo (-10%) y del gas (-17%) a lo largo del trimestre, una noticia muy negativa para una economía tan dependiente de ambas materias primas.

Debido a la desaceleración económica mundial el precio del crudo estará lejos de volver a alcanzar niveles pasados, lo que hace que nuestras **estimaciones sobre el crecimiento ruso** no sean muy esperanzadoras: **+3,3% en 2011 y +3% en 2012.**

Adicionalmente, aunque la inflación no reviste un problema de fondo para Rusia por la relevancia de las *commodities*, las autoridades rusas han apostado por subidas de tipos controladas para que esta tampoco se dispare, lo que supone un problema adicional para el crecimiento.

En resumen, una economía enormemente afectada por el ciclo y que estará muy sujeta al devenir de la demanda energética en el resto de economías, demanda que se está lógicamente debilitando por el duro proceso de desapalancamiento en los estados del mundo desarrollado.

El descenso en el precio de las materias primas está afectando de forma notable a la economía rusa.

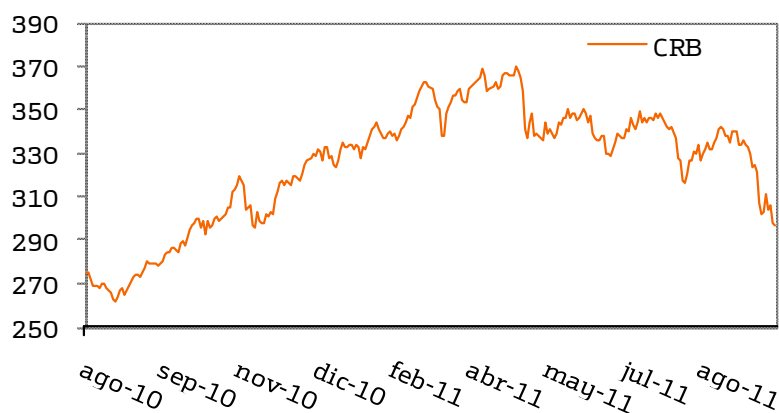
2.- Materias Primas: "Abaratamiento por ciclo, excepto, tal vez, el oro".

Es difícil encontrar argumentos a favor de un repunte de los precios de las materias primas en el próximo trimestre, al menos. La desaceleración del ciclo económico, incluso en los emergentes, está entrando en una inercia que no será posible revertir a corto plazo y hace inevitable una corrección de precios. Probablemente el oro sea una excepción por su carácter de activo refugio.

Los precios de las materias primas dependen de 3 factores fundamentalmente: demanda final por ciclo económico global, empleo de estos activos como cobertura contra la inflación y, sencillamente, especulación. Actualmente sólo se puede contar con un proceso especulativo en precios, que es el tercer factor comentado, ya que todo apunta a que el ciclo económico se desacelera a un ritmo incluso preocupante, mientras que la inflación no representa ni parece que vaya a representar un problema de momento. Así las cosas, no parece que puedan identificarse factores dinamizadores para los precios de las materias primas, de forma genérica, durante el próximo trimestre (al menos).

El precio de las materias primas depende fundamentalmente de 3 factores clave...

Tabla 2.1.- Índice CRB de precio de materias primas desde el inicio de la crisis.



Fuente: Elaborado por Análisis Bankinter en base a datos de Bloomberg.

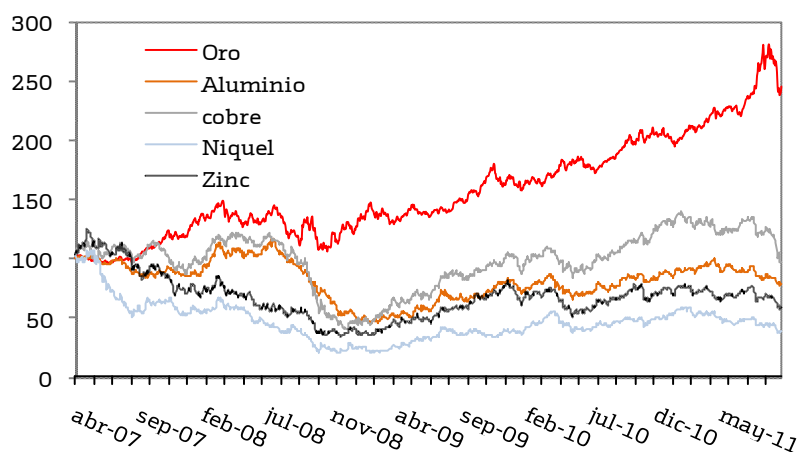
De hecho, como se explica en otros apartados de este informe, tememos que esté empezando a tener lugar una desaceleración apreciable del ritmo de crecimiento económico en las economías emergentes, especialmente preocupante en China. Ya ninguna de estas economías crece a doble dígito y, como detalle, merece la pena destacar que China e India ya han igualado sus ritmos de crecimiento, como veníamos advirtiendo desde 2010 que sucedería. El ritmo de ambas es actualmente +9,5% (PIB), pero desacelerando. Teniendo en cuenta que se estima que sólo China demanda por sí misma el 40% de determinadas materias primas, como el cobre, el factor

demanda final debería presionar a la baja sus precios en los próximos meses. Parece razonable prepararse para ver el **petróleo** (Brent) por debajo de la barrera psicológica de 100\$, una vez que el West Texas (WTI) ya lo está desde hace tiempo (77,3\$ en el momento de redactar este informe).

El **gas natural**, cuyo precio está muy vinculado al petróleo, presenta una perspectiva bajista. Hay sobreoferta en EE.UU., lo que impide esperar recortes en el corto plazo. A esto hay que unir el entorno de débil demanda final por la industria. Con una perspectiva menor inmediata la expectativa de precios del gas natural es algo mejor, ya que en los próximos 5 años en EE.UU. se cerrarán centrales de producción eléctrica en base a carbón (unos 40Gw de capacidad instalada), que serán sustituidas por gas natural. Así, no prevemos ninguna subida de precios significativa a corto plazo (aprox. 4\$ para Dic. 2011 y tal vez 4,5\$ para Dic. 2012), pero las perspectivas son algo mejores para el periodo 2014/16.

...y ninguno de ellos juega a su favor, al menos en el corto plazo.

Tabla 2.2.- Precios de las principales materias primas desde el inicio de la crisis.



Fuente: Elaborado por Análisis Bankinter en base a datos de Bloomberg.

Únicamente el **oro** ofrece una probabilidad superior de mantenerse apreciado e incluso caro, gracias a su papel de activo refugio en momentos de profunda incertidumbre como los actuales. Otros factores que seguramente contribuirán al sostenimiento de precios altos para el oro serán la permanencia de un entorno de tipos bajos en EE.UU. y los programas de compra de activos de la Fed y otros bancos centrales. Eso permitirá, probablemente, que el precio del oro permanezca soportado en torno a 1.600\$/1.700\$ bajo una hipótesis conservadora y que más probablemente vuelva a apreciarse hasta el entorno de 1.850\$ a medida que la incertidumbre sobre el desenlace sobre Grecia se agrave. Podría alcanzar nuevos máximos en el momento en que el país

entre en *default*, si finalmente se produce (como nosotros pensamos).

Las **materias primas de metales industriales** (cobre, zinc, acero, etc.) difícilmente se apreciarán antes de que tenga lugar un desenlace definitivo sobre Grecia y conviene tener en cuenta que cuanto más tarde en producirse éste, más probable es que la economía global desacelere de forma inercial, de manera que revertir esa inercia puede ser una tarea de varios trimestres. En consecuencia, la reversión de los precios, de nuevo al alza, de las materias primas industriales exigirá ese mismo periodo de tiempo.

3.- Tipos de Interés: "Escenario plano en un horizonte de medio plazo."

Si antes del verano se esperaba, por consenso, un lento proceso de repunte de tipos a lo largo de los próximos trimestres una vez superado el bache de crecimiento pasajero, ahora las perspectivas son muy distintas. Se retrasa prácticamente cualquier subida de tipos hasta 2013, como pronto. La reversión del ciclo económico obliga a ello.

Después del último mensaje de Bernanke sobre tipos y política monetaria las opciones posibles se han reducido mucho. El mensaje en cuanto al tipo director es claro: **"Tipos excepcionalmente bajos hasta al menos mediados de 2013"**. Es decir, en principio en el rango 0-0,25 al menos hasta esa fecha. La posibilidad de que haya una bajada de tipos, esto es estrechar el rango aún más, es muy baja, sobre todo porque la Reserva Federal lo considera como una medida inefectiva al estar los tipos ya situados en niveles tan bajos.

Un cambio de mensaje en el sentido de subidas de tipos está prácticamente descartado, pues no esperamos repuntes de inflación que hagan necesaria esta medida.

Importante también será la evolución de los tipos en el tramo largo de la curva, esto es, en los plazos a 10 y 30 años. Debido a la Operación *Twist* antes mencionada, los tipos a largo plazo seguirán estando en niveles bajos. **Estimamos que en 2011 los tipos a 10A seguirán por debajo del 2% (1,95%), subiendo ya en 2012 hasta el 2,5% y en 2013 reduciéndose de nuevo a 2,1%.**

En resumen, tipos a corto plazo estables y en niveles extremadamente bajos, mientras que tipos a largo plazo en niveles bajos mientras dure la sustitución de bonos a corto plazo por bonos a largo plazo por parte de la Fed, que en principio será hasta junio de 2012, para luego aumentar los tipos a largo progresivamente ese año y volver a normalizarse en 2013.

El BCE ha sido la **nota discordante** en el conjunto de bancos centrales de las economías avanzadas, al haber **incrementado los tipos de interés desde 1,00% hasta 1,50%** en los meses de abril y julio de este año. Si bien es cierto que el mandato fundacional del BCE es únicamente la estabilidad de los precios y no tiene atribuidos otros objetivos como el crecimiento económico o la estabilidad financiera, el BCE ha llevado demasiado lejos su lema de "inflación inferior a 2%, cercana a 2%".

El BCE ha intentado conjugar el aumento de los tipos de interés para mantener la estabilidad de precios, con algunas medidas no convencionales de apoyo al sector financiero, como la **prolongación de las subastas de liquidez** hasta enero de 2012 y la puesta en marcha de nuevas subastas a 6 meses,

Los tipos a corto plazo permanecerán excepcionalmente bajos al menos hasta 2013 y la bajada de los tipos a largo plazo favorecerá la recuperación

En un contexto de desaceleración del ciclo y crisis de solvencia, el BCE se precipitó subiendo los tipos de interés

un plazo más largo que los concedidos hasta ahora.

Sin embargo, no podemos afirmar que su estrategia haya tenido éxito, ya **que la inflación ha repuntado hasta el 3,0%** interanual, y los **mayores tipos de interés** suponen un freno a la ya de por sí débil demanda interna, **encarecen la financiación de los estados con menor crecimiento** y no son efectivas para frenar una inflación causada por un efecto coyuntural externo como ha sido el incremento de precios de las materias primas.

La política monetaria del BCE se ha desmarcado claramente de la aplicada por la Reserva Federal y el Bank of England, que han priorizado el apoyo al crecimiento económico y la creación de empleo sobre la estabilidad de precios, a pesar de que sus niveles de inflación han sido sensiblemente mayores.

Sin embargo, creemos que **el BCE ya ha comenzado un giro en su política**, con la reanudación de su **programa de compra de bonos soberanos**. Desde el comienzo de la crisis, el BCE ha comprado unos **156.000 m€**, de los cuales más de 83.000 m€ corresponden a compras realizadas desde el mes de agosto, con las que el BCE ha conseguido contener la escalada de los diferenciales de la deuda pública de España e Italia.

El viraje hacia una política monetaria menos ortodoxa y más alineada con el resto de bancos centrales podría tener continuidad en las próximas reuniones del BCE. El jueves 6 de octubre tendrá lugar la última reunión presidida por J.C. Trichet, que será **relevado por el italiano Mario Draghi**. La situación de ralentización económica que atraviesa la Eurozona y la incertidumbre asociada a la crisis de solvencia de Grecia parecen exigir la puesta en marcha de medidas más ambiciosas que las actuales.

Aunque es difícil precisar cuándo se concretarán los cambios, lo más relevante es que **el BCE flexibilizará su política en las reuniones de los días 6 de octubre, 3 de noviembre y 8 de diciembre**, anunciando muy probablemente nuevas subastas de liquidez con adjudicación plena con un año de plazo, manifestando un mayor respaldo a su programa de compra de bonos y, finalmente **bajando los tipos de interés desde el 1,50% al 1,00% en el último trimestre de 2011**.

En nuestro escenario central de impago de Grecia en el mes de diciembre, el BCE se verá obligado a reducir los costes de financiación de los países periféricos, proporcionar liquidez prácticamente ilimitada al sistema financiero y apoyar el incierto crecimiento económico de la Eurozona en los meses posteriores. Por lo tanto **rebajamos nuestras estimaciones anteriores también para 2012, año en el que el tipo director de la UEM se mantendrá en el 1,0%**.

En el **Reino Unido**, la recuperación acusa una sensible pérdida de impulso que hará muy difícil que el **BoE** decida subir tipos en el tramo final de año, aunque las cifras de inflación han

La situación actual de riesgo puede llevar al BCE a un cambio de dirección en su política monetaria

El Bank of England seguirá priorizando su apoyo al crecimiento sobre el control de la inflación

superado con creces los objetivos de su política monetaria. Creemos que **los tipos de interés se mantendrán en 0,50% durante los años 2011 y 2012**, y que el ciclo de subidas comenzará hasta el año 2013. De hecho, las actas de la reunión de septiembre del BoE revelan que las opinión de Posen a favor de mantener tipos e incluso aumentar el programa de compra de activos hasta los 250 bn.GBP podría finalmente imponerse.

El BoJ mantuvo su política monetaria acomodaticia este trimestre, combinando unos tipos de interés virtualmente en cero (0/0,10%) y una ampliación de su programa de compra de activos desde 40 a 50 billones de yenes. En un verano de extrema volatilidad en los mercados, el BoJ y el Gobierno coordinaron sus acciones en agosto para frenar la apreciación del yen flexibilizando la política monetaria e interviniendo en el mercado de divisas.

El BoJ ha confirmado en sus comunicados **que mantendrá una política monetaria laxa para lograr 2 objetivos: (i) impulsar la reconstrucción del país tras el terremoto y (ii) dar salida a los graves problemas de deflación** que atraviesa. Por un lado, la apreciación de la divisa nipona y la pérdida de impulso en el ciclo económico global auguran una recuperación más lenta y moderada de Japón, cuyo impulso requiere la aplicación de mayores medidas expansivas. En cuanto a los problemas de deflación, el cambio de base del índice retrasa la salida a este problema hasta mediados de 2013. Esto se debe a que la cesta de IPC de 2010 se ha convertido en el nuevo año base, e incluye una proporción mayor de bienes cuyos precios se reducen rápidamente, alejando en el tiempo las subidas de precios. Por estas razones estimamos que **el BoJ seguirá apoyando la recuperación nipona con nuevas medidas expansivas** (Posiblemente, ampliando nuevamente el programa de compra de activos) y **unos tipos de interés bajo mínimos que se mantendrán inalterados en 0/0,10% a lo largo de 2011, 2012 y 2013.**

El BoJ mantendrá una política monetaria expansiva para dar impulso a la reconstrucción y detener la deflación.

4.- Divisas

La evolución del euro dependerá principalmente de la evolución de la crisis en Grecia y de las decisiones de tipos por parte del BCE, después de que la Fed ya haya despejado cual es la política monetaria que seguirá. El yen debería depreciarse bajo circunstancias normales, pero ahora no vivimos "circunstancias normales". Una vez intervenido el franco suizo en 1,20, las presiones apreciatorias sobre el yen son más fuertes. Será un efecto pasajero, pero se extenderá hasta que se cierre la crisis.

El euro ha perdido terreno contra el dólar a lo largo del trimestre, desde niveles de 1,45 hasta el entorno de 1,35, como consecuencia de la demora de una decisión final sobre Grecia. La gestión de la crisis de solvencia en la Eurozona se va aplazando en el tiempo, lo que supone un factor de inquietud para el mercado y de castigo para la divisa europea.

¿Cómo evolucionará la divisa en el último trimestre de 2011?

Pensamos que el dólar seguirá apreciándose principalmente por tres motivos:

- El impago griego es desde nuestro punto de vista sólo cuestión de tiempo. Cuando ese momento llegue se producirá una caída muy significativa del euro.
- No hay potencial de bajada de tipos en EEUU, al estar ya en niveles extremadamente bajos (0-0,25%), y sin embargo ese potencial si que existe en la Eurozona, y de hecho es lo que el mercado está descontando y demandando como medida adicional de lucha contra la crisis de solvencia de los estados periféricos.
- Anteriormente existía la posibilidad de que la Fed aplicase un QE3, y que el exceso de dólares en el mercado provocase una depreciación del billete verde. No obstante, la Fed no ha aplicado dicho plan y la posibilidad de que lo aplique, al menos en el corto plazo, se ha reducido enormemente. El plan sustitutivo (*twist*), no supone más creación de dólares para su posterior inyección en el mercado, y por tanto no supone una fuerza depreciatoria de la divisa americana.

Modificamos nuestro rango estimado para el euro desde 1,35 - 1,45 hasta 1,30 - 1,40, pues consideramos que existen dos fuerzas en Europa favorables al dólar: la crisis griega y las posibles bajadas de tipos por parte del BCE. Sin embargo, en la práctica no existen fuerzas impulsoras de la divisa europea

En resumen, pensamos que existen dos fuerzas a favor del dólar, como son la agudización de la crisis en la Eurozona por la proximidad de un impago griego y la posible política de bajadas de tipos del BCE. Sin embargo, la única fuerza favorable al euro, como era la aplicación de un QE3 o medidas parecidas de expansión monetaria, prácticamente se ha desvanecido.

Pensamos por tanto, que el euro se moverá en el rango 1,30-1,40, aunque en el momento en que se produzca un impago en Grecia podría abandonar ese rango y caer rápidamente a niveles de 1,25 o por debajo, aunque de forma transitoria.

Euro/Yen: "El gobierno se prepara para intervenir en el momento oportuno"

Desde Septiembre de 2010, Japón ha intervenido 3 veces en el mercado de divisas. La intención siempre es la misma: depreciar el yen una vez que se ha visto reforzado por su condición de divisa refugio y aliviar la presión creciente que recae sobre las exportaciones niponas. La última intervención se produjo el pasado mes de agosto. Si bien, la incertidumbre actual es de tal calado que el efecto quedó diluido en apenas unos días.

El yen se ha apreciado bruscamente por su condición de activo refugio.

Tabla 4.1.- Intervenciones de Japón sobre el yen.



Fuente: Reuters.

Tras la intervención del SNB (Banco Nacional Suizo) sobre el franco suizo en septiembre, se abría la puerta a que el BoJ siguiese su ejemplo estableciendo un techo máximo de apreciación para la divisa nipona (Suiza lo ha establecido en 1,20). Sin embargo, **una intervención como la de Suiza no es viable para Japón**. La economía japonesa es 5 veces mayor que la de Suiza por lo que el volumen de negociación de yenes excede con creces el del franco suizo, requiriendo una intervención mucho más agresiva. Además, el BoJ, como miembro del G7, tiene ciertas responsabilidades para con el bloque y después de su criticada intervención unilateral de agosto, debe contar con el consentimiento del G7 para llevar a cabo una próxima intervención.

Creemos que la apreciación del yen será inevitablemente violenta, pero también pasajera...

El Gobierno ha manifestado en numerosas ocasiones la incomodidad que le supone la fortaleza del yen, pero esta vez el G7 no le ha mostrado demasiado empatía. Recordemos que el G7 coordinó una intervención conjunta en marzo para rebajar la fuerte presión que recaía sobre la divisa nipona tras el terremoto. Sin embargo, ahora no se trata de un problema

exclusivo de Japón, sino también de muchas otras economías. En nuestra opinión, **si el yen se mantiene en estos niveles, el Gobierno se verá obligado a intervenir de nuevo con o sin el consentimiento del G7. Simplemente, está esperando el momento más efectivo para depreciar su divisa**, teniendo en cuenta el escaso impacto de su intervención de agosto. De hecho, recientemente ha incrementado su fondo de reservas (+15Tln JPY) hasta 46 trillones de yenes para eventuales intervenciones. No obstante, en el cruce euro/yen, lo que más ha afectado es el debilitamiento del euro por el recrudescimiento de la crisis de solvencia.

Nos tememos que en el momento del default de Grecia, en caso de que suceda (como pensamos), **el yen podría apreciarse inercialmente más allá de 100 frente al euro**. Sería una reacción pasajera, pero muy dolorosa para la exportaciones japonesas. **No descartamos que, dependiendo del éxito de los mecanismos estabilizadores para el default, el yen se aprecie incluso hasta 85/90**. Insistimos en que esto sería transitorio y que en el largo plazo, a medida que se normalizase la situación, el yen recuperaría su tendencia estructuralmente depreciatoria. Pero, desgraciadamente, no atravesamos una etapa "normalizada".

Con una visión a más largo plazo, el yen debería de seguir una tendencia depreciatoria apoyada en: (i) nuevas intervenciones del Gobierno japonés sobre la divisa, (ii) una política monetaria más expansiva del BoJ, (iii) una recuperación de Japón que avanza a pasos moderados y (iv) una deflación que permanecerá arraigada durante al menos 2 años más. **Situamos nuestras estimaciones para finales de 2011 en torno a 100/110, siempre en caso que no coincida con el momento de default de Grecia. En caso de que así fuera tendría lugar una apreciación anómala y pasajera que podría llevar al yen hacia la banda 85/90, como se ha comentado antes. A partir de 2012, cuando la reconstrucción vaya cobrando más fuerza y el contexto de mercado mejore podría continuar esta depreciación hacia el rango 105/115.**

El retraso del proceso de subidas de tipos en Reino Unido no favorece la apreciación de la **libra**. De hecho, ese parece ser un objetivo colateral del BoE, poco interesado en una apreciación de la esterlina que restaría competitividad a las exportaciones británicas. Sin embargo, creemos que el factor de mayor influencia sobre el cruce de estas divisas será la evolución de la crisis de deuda europea. El elevado nivel de incertidumbre permanecerá en tanto en cuanto no se resuelva el default de Grecia, lo que debilitará al euro. Además, el probable giro en el BCE hacia una política monetaria más expansiva también presionará el euro a la baja. Por lo tanto, **modificamos nuestra**

...pero en el largo plazo el yen debería depreciarse apoyándose en factores intervencionistas.

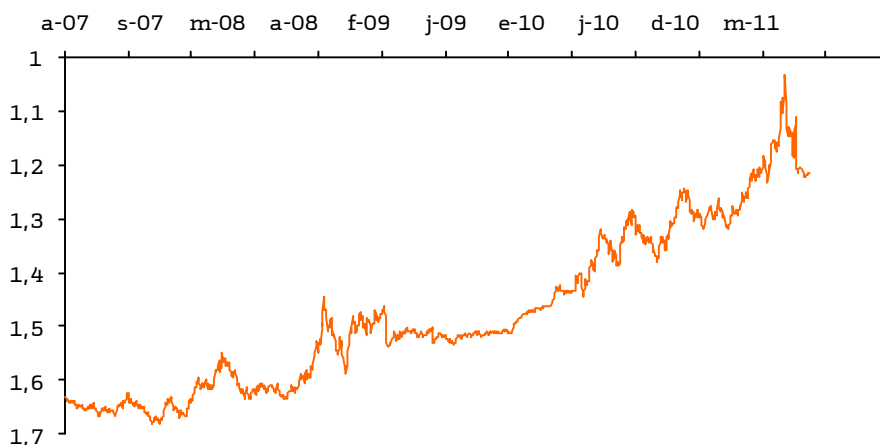
La crisis de deuda pesará sobre el euro, que debería depreciarse frente al resto de divisas.

estimación para este año desde hasta 0,88/0,91 a 0,82/0,87, rango que mantenemos también para el año 2012.

En un contexto tan incierto como el actual el franco suizo ha venido actuando como divisa refugio, incluso hasta la paridad con el euro. En esas circunstancias el Gobierno suizo recibió fuertes presiones por parte de las asociaciones empresariales y de exportadores para frenar su apreciación, ante el riesgo de pérdida de crecimiento de la economía derivada de un retroceso en la competitividad exterior vía precios. El día 6 de septiembre el SNB (banco central suizo) anunció que intervendría formalmente para evitar que el franco suizo se apreciara más allá de 1,20, como efectivamente hizo. A partir de ese momento la divisa *se pegó* a dicho nivel, partiendo desde 1,11, donde estaba entonces. Debido al volumen relativamente manejable de intermediación sobre el franco suizo, el SNB ha tenido éxito hasta la fecha con su estrategia de intervención, algo que no sería posible en divisas con volúmenes intermediados superiores (USD, JPY...). Se ha depreciado hasta el entorno 1,22 y a raíz de este movimiento se abren 2 posibles consecuencias, no interrelacionadas. En primer lugar, **que el propio SNB intente ir incluso más allá y trate de llevarlo hacia la frontera 1,25**. No es descartable y podría conseguirlo si las tensiones del mercado se relajasen, aunque esto último parece poco probable, en nuestra opinión. En segundo lugar, **puede significar el reinicio de la "guerra de divisas"**, de manera que Japón o Brasil podrían intentar hacer algo parecido en cualquier momento. En estas circunstancias, salvo un *shock* de mercados de gran envergadura (o en el momento en que Grecia anuncie el *default*, si lo hace), creemos que el franco suizo podría cerrar 2011 en el entorno 1,20/1,22, aunque probablemente más bien *pegado* a la primera cifra. De cara a siguientes trimestres, incluso 2012/13, nos parece que el rango 1,20/1,25 es el más probable.

Tras la intervención del SNB, el rango 1,20/1,25 parece el más probable.

Tabla 4.2.- Evolución del Franco Suizo desde el inicio de la crisis.



5.- Escenario de inversión: bolsas, bonos y otros activos.

“Actúa como si absolutamente todo dependiera de ti mismo”

Mijail Gorbachov

La **indecisión política** ha sido el factor determinante de un trimestre muy negativo para las bolsas, en el que la economía y los beneficios empresariales han pasado a un segundo plano. La **crisis de solvencia en Grecia y el riesgo de una reentrada en recesión global** son los dos aspectos clave a tener en cuenta en los próximos meses. En nuestra opinión, las bolsas seguirán estando negativamente afectadas por este elevado nivel de incertidumbre, razón que nos lleva a **reafirmar nuestra estrategia conservadora**, que ha conseguido su objetivo de protección del patrimonio en un entorno extremadamente complicado.

Las decisiones políticas han sido más relevantes que la economía y los resultados empresariales

Tabla 5.1: Evolución de las principales bolsas.-

Indice/activo	2006	2007	2008	2009	2010	30-09-11	Acumulado 30-sep-11
Ibex-35	31,8%	7,3%	-39,4%	29,8%	-17,4%	8.547	-13,3%
EuroStoxx 50	15,1%	6,9%	-44,4%	21,2%	-5,8%	2.180	-22,0%
FT 100	10,7%	4,1%	-31,5%	21,7%	9,3%	5.128	-13,1%
S&P 500	13,6%	4,2%	-38,9%	24,7%	11,6%	1.131	-10,0%
DAX Xetra	22,0%	22,3%	-40,4%	23,8%	16,1%	5.502	-20,4%
Nikkei	6,9%	-11,1%	-42,1%	19,0%	-3,0%	8.700	-14,9%
China, Shanghai	130,6%	96,1%	-65,4%	79,0%	-14,1%	2.471	-16,0%
China, Shanghai	109,8%	181,2%	-69,7%	126,0%	21,4%	239	-21,4%
China, HK	34,2%	37,1%	-47,4%	49,4%	7,2%	17.592	-23,6%
Brasil, Bovespa.	32,9%	43,6%	-41,2%	82,7%	1,0%	52.324	-24,5%
India (Sensex)	46,7%	46,6%	-52,3%	79,8%	18,3%	16.454	-19,8%
USD	1,320	1,472	1,397	1,434	1,338	1,339	
JPY	157,1	165,4	126,7	132,5	108,5	103,1	
Euribor 1A	4,03%	4,75%	3,05%	1,25%	1,51%	2,08%	
Bono 10A	3,95%	4,31%	2,95%	3,39%	2,96%	1,89%	
Volatilidad (VIX)	11,6%	20,7%	40,0%	20,0%	17,8%	43,0%	

Fuente: Elaboración propia.

El último trimestre se ha caracterizado por los fuertes retrocesos de las bolsas, concentrados en un mes de agosto particularmente negativo. Los descensos han afectado a todos los mercados, e incluso las bolsas que mejor rendimiento habían mostrado en periodos anteriores, como las de EE.UU. y Alemania, registran pérdidas en el conjunto del año. Por el contrario, los principales **activos refugio** como los bonos soberanos más solventes o el oro **se han revalorizado con fuerza**. Las dos **causas fundamentales** que explican esta evolución de los mercados son:

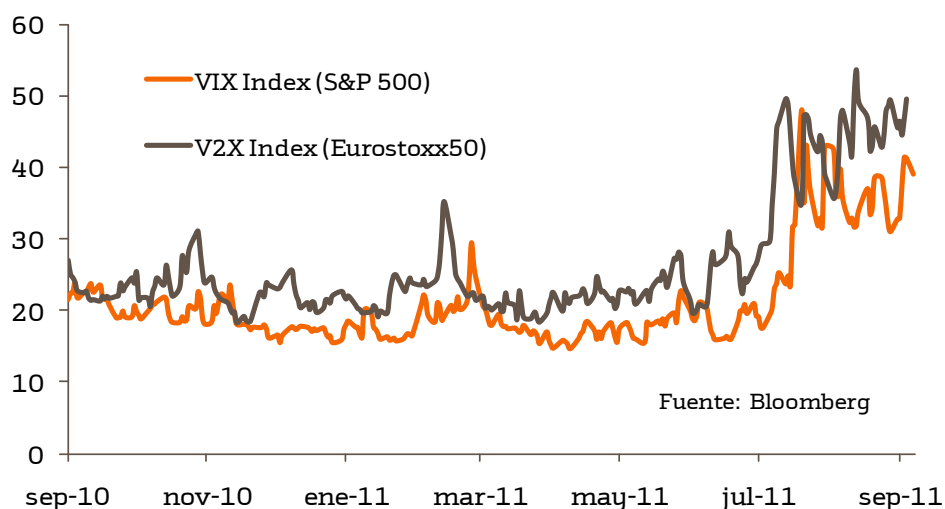
Las bolsas han acentuado sus retrocesos anuales durante un trimestre negro.

Deficiente resolución de los problemas de deuda. Este diagnóstico aplicable tanto a Europa como a EE.UU. En el conjunto de la Eurozona, el segundo plan de rescate a Grecia y

la ampliación del Fondo de Estabilidad Financiera Europea no han sido efectivos para solucionar la crisis de solvencia, mientras la falta de liderazgo político de Alemania ha acrecentado la desconfianza. Las bolsas acentuaron sus caídas a medida que la probabilidad de impago de Grecia iba creciendo y la tensión se extendía Italia y España, cuyos diferenciales de deuda con respecto a Alemania llegaron a ampliarse hasta superar los 400 puntos básicos.

Las dudas acerca de la solvencia de Grecia y la bajada de rating a EE.UU. han sido dos detonantes...

Tabla 5.2: Evolución de la volatilidad.-



Fuente: Elaboración propia.

En EE.UU. el acuerdo para ampliar el límite de endeudamiento evitó in extremis el riesgo de un impago en EE.UU., pero algunos aspectos del plan de reducción del déficit deberá concretarse en noviembre y su cuantía no convenció a la agencia de calificación crediticia **S&P**, que rebajó el rating de EE.UU. desde **AAA** a **AA+**.

Desaceleración del ciclo económico. A lo largo del verano, las cifras macroeconómicas han mostrado una ralentización de la coyuntura. Las cifras de crecimiento del PIB tanto en EE.UU. como en Europa han sido inferiores a las de anteriores trimestres. La debilidad de la demanda interna y el retroceso en los indicadores de confianza de empresarios y consumidores sugieren que la recuperación seguirá siendo lenta en los próximos trimestres. Los países **emergentes no han permanecido ajenos a esta ralentización económica**, y sus políticas monetarias destinadas a controlar la inflación están restando impulso al crecimiento.

...de la caída de las bolsas y la subida de la volatilidad

Es razonable pensar que las bolsas hayan podido tener una reacción excesivamente negativa ante unas cifras económicas que demuestran un menor crecimiento pero no un retroceso de la economía. Sin embargo, la combinación de una crisis de deuda mal resuelta que se perpetúa en el tiempo, unida al riesgo de un frenazo en la recuperación económica ha sido letal para las bolsas.

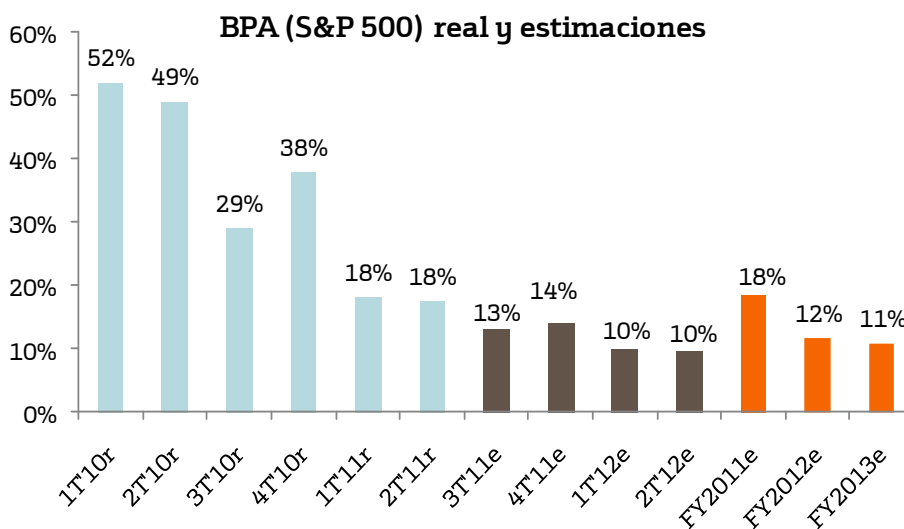
Fijando nuestra atención en los próximos períodos, creemos que **no se va a producir un cambio de escenario sustancial** con respecto al anterior trimestre. La **evolución de las bolsas** estará totalmente **condicionada por dos factores: el desarrollo de la crisis de deuda en Europa y el riesgo de un retorno a la recesión en las economías más avanzadas.**

El desenlace más probable de la **crisis de solvencia en Grecia** es, como se ha explicado exhaustivamente en páginas anteriores, un **default superior al 50% de su volumen de deuda**, que podría materializarse antes de final de año. Este evento provocaría **caídas adicionales de las bolsas europeas** a corto plazo, en **Francia y Alemania** por la elevada **exposición** de sus entidades bancarias a la **deuda griega** y, en **España e Italia**, por el **temor a un contagio.**

La inestabilidad financiera en Europa se puede ver agravada por la desaceleración del ciclo económico, que amenaza con convertirse en una reentrada en recesión. Tanto las cifras de crecimiento actuales como las estimaciones para 2012 han sido revisadas a la baja. El bajo crecimiento retrasará la creación de empleo y el despegue de la demanda interna, mientras que la ralentización de los emergentes pesará sobre las exportaciones. Por lo tanto, consideramos que **las cifras macroeconómicas no serán un factor dinamizador para las bolsas** en los próximos períodos.

Las cifras macroeconómicas no invitan a pensar en una mejora del entorno para las bolsas

Tabla 5.3. Estimaciones de resultados empresariales por trimestres: (S&P500)



El probable default de Grecia constituye otra amenaza de primera magnitud

Fuente: Bloomberg, consenso de estimaciones, 30 de septiembre 2011

Haciendo un ejercicio de abstracción del plano macroeconómico, **¿cómo evolucionarán los resultados empresariales y cuál será su impacto sobre el mercado?** En primer lugar, debemos destacar que la influencia de la crisis de deuda es tan relevante que dejará todos los demás factores, entre ellos los resultados empresariales, en un **plano secundario**. Este hecho se ha puesto de manifiesto en el último trimestre, en el que un crecimiento de los resultados empresariales de +17% en el índice S&P500, superior en líneas generales a lo esperado por el mercado (ver Tabla 5.3), y unos resultados muy aceptables en los stress tests a la banca europea publicados por la European Banking Association, no han sido estímulo suficiente para impulsar las bolsas.

El impacto de los resultados empresariales está siendo menos relevante

Cuadro 5.4. Estimaciones de resultados empresariales por trimestres: (S&P500)

S&P 500: Estimaciones de beneficios.						
Indice/Sector	3T11	4T11	1T12	2011'e	2012'e	2013'e
S&P500	13,1%	14,1%	10,0%	18,3%	11,7%	10,9%
Idem, ex - financieras	14,4%	12,5%	9,6%	19,9%	10,5%	10,6%
Consumo Discrecional	16,7%	11,9%	9,1%	18,4%	11,4%	15,8%
Consumo Básico	5,5%	6,9%	7,7%	8,1%	6,8%	9,7%
Energía	48,2%	27,6%	14,5%	38,1%	8,1%	7,7%
Financieras	6,2%	22,9%	12,0%	10,5%	17,9%	12,5%
Salud	2,7%	7,0%	2,9%	8,0%	6,1%	7,2%
Industriales	9,5%	12,9%	15,9%	18,1%	15,8%	13,2%
Tecnología	10,8%	10,4%	9,4%	25,4%	14,6%	11,9%
Materiales	31,7%	15,6%	14,8%	34,4%	14,4%	10,6%
Telecos	14,7%	13,6%	12,0%	31,8%	14,8%	16,1%
Utilities	0,9%	5,1%	-1,4%	1,7%	-0,2%	3,6%

Fuente: Bloomberg, consenso estimaciones. Al 30 de Septiembre 2011.

Además de que el impacto de los resultados empresariales quedará eclipsado por los problemas anteriormente descritos, en los próximos meses **asistiremos a una revisión a la baja de las estimaciones de resultados**. Aunque el incremento esperado de los beneficios ya no muestra tasas de crecimiento tan generosas como en trimestres anteriores (ver cuadro 5.4), creemos que los porcentajes de crecimiento estimados actualmente no se corresponden con un entorno de clara desaceleración económica.

La tendencia de los beneficios es decreciente en todos los sectores del S&P500

En este sentido, consideramos que **el análisis microeconómico se está produciendo con cierto retraso con respecto al análisis macroeconómico**. En los próximos meses, **las previsiones de resultados empresariales comenzarán a reflejar unas perspectivas menos optimistas**, una vez que se asuma que la debilidad de la demanda no permitirá incrementos de doble dígito en los ingresos de las compañías y los márgenes seguirán presionados. Además, gran parte del margen de mejora de los resultados por la vía de la optimización de la estructura de costes ya se ha realizado en trimestres anteriores.

Las estimaciones de resultados sufrirán una severa corrección a la baja...

Tabla 5.5.- S&P 500, cambios en las estimaciones de beneficios.

Cambios en las estimaciones de beneficios.			
Indice/Sector	2011e	2012e	2013e
S&P 500			
En sept.	+15,1%		
En dic	+14,0%	+9,8%	
En marzo	+16,3%	+13,5%	+10,7%
En junio	+19,6%	+13,4%	+10,5%
Ahora (1)	+18,3%	+11,7%	+10,9%
S&P 500, ex - financieras			
En sept.	+12,6%		
En dic	+12,2%	n/d	
En marzo	+17,0%	+11,9%	+3,9%
En junio	+20,5%	+11,8%	+9,8%
Ahora (1)	+19,9%	+10,5%	+10,6%
EuroStoxx 50			
En sept.	+16,4%		
En dic	+12,2%	+11,2%	
En marzo	+19,1%	+11,5%	+6,1%
En junio	+13,2%	+11,1%	+8,6%
Ahora (1)	+12,6%	+7,1%	+8,6%
Ibex 35			
En sept.	+13,5%		
En dic.	+6,4%	+15,8%	
En marzo	-9,1%	+15,6%	+4,1%
En junio	-14,2%	+13,2%	+11,1%
Ahora (1)	-18,6%	+10,0%	+9,8%
Nikkei 225			
En sept.	+12,2%		
En dic.	+13,9%	+21,5%	
En marzo	+5,8%	+17,0%	+21,4%
En junio	+10,7%	+16,6%	+21,9%
Ahora (1)	+17,3%	+14,4%	+18,1%

...una vez que el análisis micro comience a reflejar el deterioro del entorno macro.

(1) Al 30 de septiembre 2011. Fuente: Bloomberg, consenso estimaciones.

(2) Se han coloreado en rojo las revisiones a la baja y en negro las que son al alza

Valoraciones de bolsas

Con el objetivo de facilitar una referencia cuantitativa, hemos obtenido los potenciales para las principales bolsas a partir de las estimaciones de resultados empresariales, rentabilidades esperadas y tasas de interés sin riesgo en los diferentes mercados. En nuestro análisis **contemplamos un horizonte temporal de 15 meses**, calculando unos objetivos de revalorización hasta diciembre de 2012, ya que los factores cualitativos descritos anteriormente constituirán un factor de bloqueo para las bolsas hasta finales de 2011.

Al igual que expresábamos en nuestro anterior informe, los **modelos de valoración** de bolsas están **muy condicionados por los elevados diferenciales** entre las rentabilidades de los diferentes bonos soberanos a 10 años tomados como referencia del tipo de interés sin riesgo. Las reducidas tasas de rentabilidad del Bund y los Treasuries favorecen valoraciones más elevadas en las bolsas europeas y americanas.

En nuestra **valoración cuantitativa**, que insistimos debe ser considerada como una referencia orientativa y no como un dogma absoluto, hemos aplicado unas primas de riesgo ligeramente superiores a las vigentes actualmente en el mercado. En el estudio de las bolsas hemos aplicado un **análisis top-down**, partiendo del entorno macroeconómico en el que se operan las empresas, para alcanzar unos potenciales de revalorización. Consideramos que esta perspectiva global permite introducir en el análisis factores de singular relevancia como el impacto de la crisis de solvencia y la pérdida de momentum del ciclo económico. Las estimaciones de resultados empresariales basadas en un análisis bottom-up serán corregidas a la baja en los próximos meses para reflejar la influencia de un contexto de elevada incertidumbre.

Mantenemos por tercer trimestre consecutivo que **el Ibex 35 carece de potencial de revalorización hasta el año 2012**. El aumento de los diferenciales de la deuda pública en el último trimestre hace que la bolsa española se vea **penalizada** nuevamente por una elevada **prima de riesgo**. Además, la debilidad de la economía española provocará que **los beneficios empresariales desciendan** más de un 11% en 2011 y se recuperen tan solo +10% en 2012. Tomando todo el período considerado, los resultados empresariales no serán un factor de impulso para el Ibex 35, para el que estimamos un valor en diciembre de 2012 de 8.576 puntos, equivalentes a un **potencial de revalorización de +1%**.

Las valoraciones de bolsas permanecen condicionadas por las primas de riesgo utilizadas y unas perspectivas de beneficios generosas

El excepcional nivel de riesgo nos lleva a facilitar valoraciones simplemente como referencia orientativa

Tabla 5.6.- Perspectivas para bolsas, resumen.

RESUMEN OBJETIVOS Y POTENCIALES PARA BOLSAS: ESCENARIO ACTUAL						
	Cierre (1)	Var.2011	Estimaciones para 2012		Potencial (4)	Grado de revisión (5)
			Anterior (2)	Actual (3)		
Ibex-35	8.480	-14,0%	10.257	8.576	1%	-16%
<i>Var. % BPA (6)</i>			<i>-1,0%</i>	<i>-0,2%</i>		
EuroStoxx-50	2.177	-22,1%	3.320	2.595	19%	-22%
<i>Var. % BPA (6)</i>			<i>24,3%</i>	<i>19,2%</i>		
S&P 500	1.175	-6,6%	1.773	1.797	53%	1%
<i>Var. % BPA (6)</i>			<i>33,0%</i>	<i>31,5%</i>		
Nikkei - 225	8.616	-15,8%	12.311	11.474	33%	-7%
<i>Var. % BPA (6)</i>			<i>27,3%</i>	<i>41,9%</i>		
Bovespa (Brasil)	54.102	-21,9%	n/a	36.413	-33%	n/a
<i>Var. % BPA (6)</i>			<i>n/a</i>	<i>2,0%</i>		
Sensex (India)	16.446	-19,8%	n/a	19.111	16%	n/a
<i>Var. % BPA (6)</i>			<i>n/a</i>	<i>23,1%</i>		

(1) Cotización al cierre de 28 de septiembre de 2011.

(2) Estimación de para Dic'12 publicada en Informe Trimestral de Junio 2011.

(3) Estimación de para Dic'12 publicada en Informe Trimestral actual (Septiembre 2011).

(4) Potencial de revalorización a Dic'12 desde momento actual.

(5) % de revisión de estimaciones desde publicación del informe Jun'11.

En el caso del EuroStoxx-50, encontramos un **potencial de revalorización de +19% hasta el año 2012**. Esta perspectiva alcista se basa en un crecimiento de los resultados empresariales más sólido de dos dígitos en los años 2011 y 2012 y una menor prima de riesgo de países como Alemania y Francia, cuyas compañías tienen la mayor ponderación en el Eurostoxx 50. Sin embargo, somos bastante escépticos en relación a las cifras obtenidas para el índice europeo, debido a que **las estimaciones de resultados todavía no están adaptadas a un entorno más duro y todavía no reflejan el impacto de un default griego** en las cuentas y el balance de los bancos alemanes y franceses.

Para el S&P 500, estimamos un **potencial de crecimiento +53%** en los próximos 15 meses. Si bien es cierto que se trata de una cifra que podría considerarse excesivamente optimista pensamos que **los resultados empresariales no sufrirán una corrección tan severa como en Europa**. Por otra parte, la crisis griega afectará negativamente pero su impacto será menor que en Europa y la desaceleración del ciclo económico ya ha sido en buena medida descontada por el mercado. Además, la política monetaria puede ser un factor de impulso para las bolsas en los próximos meses. En 2012 se percibirá de forma más clara el efecto de la reducción de los costes de financiación a largo plazo de la **Operación Twist** y la Fed ha reiterado estar preparada para adoptar medidas adicionales en caso de ser necesario.

El Ibex carece de potencial por la elevada prima de riesgo y la pobre evolución de los resultados empresariales

En el caso del Nikkei, obtenemos un elevado **potencial de revalorización en 2012 (+33%)**, que encaja con un notable **crecimiento de los beneficios empresariales** en 2012 en comparación con unos resultados de 2011 afectados por el terremoto. Los **planes de estímulo** para la reconstrucción puestos en marcha por el gobierno japonés y el BoJ también juegan a favor de la bolsa nipona. Sin embargo, si nos viéramos obligados a **revisar** el potencial de revalorización del Nikkei, lo haríamos **a la baja**, ya que una **apreciación adicional del yen** en caso de un agravamiento de la crisis europea mermaría los resultados de las grandes compañías exportadoras japonesas.

Por último, introducimos por primera vez en este informe unas **valoraciones de bolsas de mercados emergentes**. Analizando los mercados de Brasil e India, consideramos que la oportunidad más ventajosa de obtener rentabilidad está en el país asiático, con un potencial de revalorización de +16% para el **Sensex-30**, basado en un crecimiento de +23% en los resultados empresariales y una corrección en 2012 de las elevadas tasas de inflación actuales. En cuanto a Brasil, consideramos que el **índice Bovespa** ya está reflejando el clima de confusión en el que se encuentra el país, con cierta inestabilidad política tras las dimisiones de algunos ministros, un crecimiento económico más reducido que el de otros países emergentes y unos tipos de interés en niveles muy elevados, por lo que creemos que el Bovespa podría sufrir una corrección adicional en los próximos trimestres.

Estos potenciales de revalorización en 2012 implican que estaríamos pagando un **PER objetivo** de 8,0x para el Ibex, 10,3x para el EuroStoxx-50, 17,6x para el S&P 500 y 14,8x para el Nikkei, niveles todos ellos razonables. No obstante, reiteramos que los objetivos numéricos de bolsas deben ser interpretados en esta ocasión como referencias a tener en cuenta, pero que las bolsas seguirán condicionadas por la elevada percepción de riesgo en el mercado.

Estas valoraciones de bolsas corresponden al escenario macroeconómico que hemos planteado en este informe. No obstante, debido a los extraordinarios niveles de incertidumbre y volatilidad presentes en el mercado, hemos considerado conveniente introducir unas cifras orientativas basadas en dos escenarios adicionales. El primer de ellos, basado en un **escenario de estrés máximo**, contempla caídas entre aproximadas de -8% de los niveles actuales para los índices europeo y norteamericano y algo más severa (-30%) en el Ibex 35 (ver Tabla 5.7). Estas valoraciones se **basarían en una reentrada en la recesión** en EE.UU. y otras economías avanzadas, un retroceso en los resultados empresariales y un **default de Grecia** mal gestionado que retrase la recapitalización de los bancos y se pueda contagiar **a otras economías periféricas de mayor dimensión**.

El S&P 500 norteamericano continúa atesorando el mayor potencial de revalorización

El recorrido de Japón puede resultar atractivo, aunque la revalorización del yen es una amenaza para las compañías niponas

Tabla 5.7.- Perspectivas para bolsas, resumen.

ESCENARIO "ESTRESADO"		
	2012e	Potencial desde hoy
Ibex-35	5.931	-30%
EuroStoxx-50	1.995	-8%
S&P 500	1.095	-7%
Nikkei - 225	8.250	-4%
Bovespa (Brasil)	27.306	-50%
Sensex (India)	10.936	-34%

Fuente: Elaboración propia

Ofrecemos asimismo una valoración de algunos mercados emergentes (Bovespa y Sensex)

Además de este desenlace dramático, mostramos unas valoraciones de bolsas basadas en un **escenario parcialmente normalizado** (ver cuadro 5.8), que vendría definido por una etapa de crecimiento lento **sin reentrada en recesión**, una **quita parcial de la deuda de Grecia** una vez que los elementos **estabilizadores** estuvieran **preparados (liquidez de BCE o EFSF, recapitalización de bancos)**, un estímulo de política monetaria a través de tipos de interés bajos durante un período prolongado y una reducción progresiva de los diferenciales de deuda de Italia y España hasta el entorno de los 200-250 puntos básicos.

Tabla 5.8.- Perspectivas para bolsas, resumen.

ESCENARIO CUASI-NORMALIZADO		
	2012e	Potencial desde hoy
Ibex-35	9.659	14%
EuroStoxx-50	2.453	13%
S&P 500	1.363	16%
Nikkei - 225	10.881	26%
Bovespa (Brasil)	35.746	-34%
Sensex (India)	16.941	3%

Fuente: Elaboración propia

Niveles de exposición recomendados

A finales de **junio**, la acentuación de los riesgos relacionados con la crisis de solvencia en Europa y las dificultades para alcanzar un acuerdo para aumentar el límite de endeudamiento en EE.UU., **aplicamos una drástica rebaja de los niveles de exposición recomendados a renta variable** para nuestros clientes.

Esta **estrategia conservadora**, que limitaba desde el 27 de junio el nivel de exposición máxima a un 35% para los perfiles globales más agresivos y eliminaba por completo el riesgo de la renta variable para el perfil más defensivo, ha sido **acertada** durante un trimestre en el que las principales bolsas han

Utilizando unas hipótesis de máximo estrés, las caídas adicionales de algunas bolsas superarían el 10% desde los niveles actuales

sufrido significativos retrocesos (Ibex-35: -14%, EuroStoxx-50: -20%, S&P 500: -12%).

En la primera semana de **septiembre**, planteamos un leve **aumento de exposición tan solo para los perfiles más dinámicos**, ante la expectativa de que un cambio de actitud de Alemania hacia un mayor implicación en la crisis de solvencia europea y el posible anuncio de un QE3 por parte de la Reserva Federal pudieran permitir un principio de recuperación de las bolsas. Sin embargo, estas expectativas no se han materializado, por lo que no hemos podido dar pasos adicionales en la subida de exposición a bolsas.

Reafirmamos la vigencia de una estrategia claramente defensiva.

Tabla 5.9.- Resumen de los cambios recomendados.-

Exposición recomendada a bolsas, último trimestre.

Perfil de riesgo	27-jun-11		05-sep-11		03-oct-11	
	Global	Doméstico	Global	Doméstico	Global	Doméstico
Agresivo	35%	30%	45%	40%	45%	40%
Dinámico	30%	25%	35%	30%	35%	30%
Moderado	20%	15%	25%	20%	25%	20%
Conservador	10%	5%	10%	5%	10%	5%
Defensivo	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: Elaboración propia.

De cara al próximo trimestre, consideramos que el probable default de Grecia y la hipotética reentrada en recesión son dos riesgos de primera magnitud que hacen que **el nivel de riesgo en este momento siga siendo inasumible para un inversor de perfil más defensivo**, y solamente tolerable para aquellos inversores con perfiles más dinámicos.

Por lo tanto, **nos reafirmamos en nuestra estrategia prudente y conservadora, que en el último trimestre ha cumplido el objetivo de preservación del patrimonio de forma muy satisfactoria.**

En este difícil escenario, **¿identificamos algún factor dinamizador que pueda implicar un cambio de tendencia para las bolsas?** La respuesta por el momento es negativa. Consideramos que los escasos pasos en la buena dirección dados hasta ahora, como la ratificación en buena parte de los parlamentos europeos de la ampliación del EFSF, pueden provocar un pequeño *rally*. Y también es cierto que **algunas compañías pueden cotizar a precios atractivos** tras las caídas de este verano.

... que ha permitido minimizar las pérdidas en un trimestre de bruscos descensos en las bolsas

Sin embargo, consideramos que **la prioridad no debe ser capturar el primer rebote de la bolsa**, que seguramente será puntual y **no sustentado en una mejora real y duradera del entorno global**. A lo largo de los próximos meses, seguiremos analizando la evolución de los acontecimientos. En el caso de que el desenlace griego se resolviera de una forma óptima y la situación se aproximara al escenario descrito anteriormente como "parcialmente normalizado", pensamos que las bolsas

europas se liberarían de un poderoso factor de bloqueo e iniciarían una sólida senda alcista similar a la iniciada en el 2T'09. Ese escenario nos llevaría a incrementar la exposición a renta variable para obtener un mayor retorno. Sin embargo, bajo nuestro punto de vista, actualmente no se dan las condiciones para adoptar una estrategia más dinámica, por lo que reiteramos la conveniencia de dar la máxima prioridad a la protección del patrimonio.

Resumen de nuestras preferencias de inversión.

Teniendo en cuenta como premisa fundamental que la exposición a renta variable debe ser reducida, mantenemos los grandes **países desarrollados** como nuestro escenario de inversión preferido debido a que sus economías tienen mayor resistencia a una ralentización del ciclo y sus grandes compañías diversificadas están mejor preparadas para sobrevivir en un entorno de incertidumbre.

Dentro de este universo, creemos que las mejores oportunidades siguen estando en EE.UU. por lo que **renovemos nuestra apuesta por el S&P500**. Lo expresado para EE.UU. es aplicable en líneas generales para Alemania de forma estratégica. Sin embargo, de forma táctica y en el corto plazo, la bolsa alemana se puede ver perjudicada por la elevada exposición de sus bancos a la deuda soberana griega.

El escaso potencial de la bolsa española refleja la mayor prima de riesgo de todos los mercados periféricos, situación que puede extenderse a otros países como Italia. El hecho de que los diferenciales del país transalpino sean más altos ha limitado las caídas de la bolsa española en las últimas semanas, pero la economía y los resultados empresariales no presentan perspectivas prometedoras.

La **pérdida de atractivo de los mercados emergentes** en la que llevamos insistiendo desde principios de año sigue siendo una realidad. El deterioro de las perspectivas en Brasil y la disyuntiva entre crecimiento e inflación en la que sigan inmersas China e India hacen aconsejable diferir el retorno a estos mercados.

La **aproximación sectorial** a las bolsas confirma nuestra perspectiva de que la inversión en renta variable no es aconsejable en este momento. Los **beneficios empresariales muestran una tendencia decreciente en todos los sectores** (ver Tabla 5.10), y las revisiones a la baja serán frecuentes en los próximos meses. Aunque los sectores de consumo básico y el sector del lujo pueden tener un aceptable comportamiento en los próximos meses, por su resistencia en fases de ralentización del ciclo, la desaceleración de los emergentes puede afectar al sector del lujo.

La prioridad continuará siendo la protección del patrimonio del cliente...

...frente a la posibilidad de capturar un rally que en este momento juzgamos poco probable y de corta duración

Las compañías del **sector energía y materiales** son las que pueden sufrir una corrección más severa tras una primera mitad de año de grandes resultados. El menor crecimiento en los emergentes, grandes demandantes de energía y materias primas, puede conducir a un notable retroceso en las cotizaciones de estos sectores.

Tabla 5.10.- S&P 500, estimación de resultados por sectores.

S&P 500: Cambios principales en las estimaciones de beneficios.				
Índice/Sector	2011e		2012e	
	Ahora (1)	Antes (2)	Ahora (1)	Ahora (1)
S&P 500	18,3%	19.6%	11,7%	10,9%
Idem, ex - financieras	19,9%	20.5%	10,5%	10,6%
Consumo Discrecional	18,4%	18.5%	11,4%	15,8%
Consumo Básico	8,1%	8.1%	6,8%	9,7%
Energía	38,1%	40.8%	8,1%	7,7%
Financieras	10,5%	14.9%	17,9%	12,5%
Salud	8,0%	7.3%	6,1%	7,2%
Industriales	18,1%	18.3%	15,8%	13,2%
Tecnología	25,4%	26.2%	14,6%	11,9%
Materiales	34,4%	40.7%	14,4%	10,6%
Telecos	31,8%	34.9%	14,8%	16,1%
Utilities	1,7%	-0.5%	-0,2%	3,6%

(1) Al 28 de Sep. 2011. (2) Al 27 de Jun. 2011. Fuente: Bloomberg

La escalada de los bonos soberanos parece imparable, a pesar de su actual sobrevaloración

Entre los **sectores excluidos** debemos reseñar el financiero, y singularmente el **sector bancario europeo**. Los elevados niveles de exposición a la deuda griega de algunas entidades alemanas y francesas, junto con la incertidumbre que en este momento genera la forma en la que estas entidades serán recapitalizadas son las causas de esta exclusión de las carteras.

En cuanto a la **renta fija**, los diferenciales de la deuda entre los **bonos soberanos de mayor rating** y los periféricos permanecen en niveles muy altos. El clima de máxima tensión en el mercado ha favorecido al Bund y los *Treasuries*. En anteriores informes hemos sostenido que los bonos soberanos de EE.UU. y Alemania se encontraban sobrevalorados. Aunque los precios eran históricamente muy caros, es cierto que en ese momento infravaloramos el potencial de revalorización del Bund y los *Treasuries* en un entorno de fuertes caídas de las bolsas.

Los sectores de materias primas y energía pueden sufrir una corrección en los próximos meses

El **Bund** podría mantener sus reducidos niveles de TIR actuales en los próximos meses debido a su condición de activo refugio. Los elevados precios de los bonos a 10 años del Tesoro de EE.UU. también podrían mantenerse debido a las compras de la Reserva Federal en su *Operación Twist*. Sin embargo, una eventual mejora del contexto de mercado podría provocar una contundente corrección en el precio de estos bonos, ya que

grandes flujos de inversión se dirigirían hacia activos de mayor riesgo, como unas bolsas que pueden considerarse "baratas" en términos históricos.

Los **bonos soberanos** de estados **periféricos** siguen aportando mayor rentabilidad, pero son activos muy volátiles y su evolución es claramente dependiente de decisiones que podemos considerar políticas, como la rapidez de los estados para reaccionar ante el mercado y cumplir sus objetivos de consolidación fiscal, o el apoyo que les pueda prestar el BCE con su programa de compra de activos.

Los **bonos corporativos**, de forma selectiva, y los bonos de alta rentabilidad o *high yield* continúan siendo una buena oportunidad de inversión. Los *spreads* de crédito tienen recorrido, y la reestructuración financiera de las empresas con una reducción de sus ratios de apalancamiento han reducido significativamente el riesgo de *default*.

Nuestras preferencias concretas en materia de acciones se materializan en las **carteras de valores** recomendadas tanto españolas como europeas, revisadas con una periodicidad mensual, con el objetivo de batir el índice de referencia. Sin embargo, **TOP USA Selección** no tiene como objetivo batir ningún índice en particular, sino seleccionar aquellos valores de alta capitalización y liquidez que ofrezcan más probabilidades de retornar una rentabilidad aceptable (revalorización + dividendos) para el accionista en el medio plazo. En la medida de lo posible, puesto que se trata de una selección 100% renta variable permanente, se antepone la protección del patrimonio al resto de objetivos posibles. La apuesta por grandes compañías que gozan del prestigio de marcas globales ha permitido atravesar las turbulencias del verano con pérdidas inferiores a las del índice S&P 500, y mantener una revalorización cercana al 20% desde el lanzamiento de esta selección.

Una estrategia más completa de asignación de activos se plasma en nuestras **carteras de fondos de inversión**, adaptadas a los diferentes perfiles de riesgo. Los reducidos niveles de exposición a bolsa y la preferencia por la renta fija aplicados en estas carteras han conseguido la protección del patrimonio de los clientes.

Nuestras recomendaciones actuales acerca de **compañías cotizadas, fondos de inversión y ETFs** se describen en las tablas siguientes (Tabla 5.10 y siguientes), pero puede consultarse un detalle completo y pormenorizado en los Anexos III y IV de este informe. Por último, adjuntamos el cuadro de posicionamiento recomendado en los diferentes países, sectores y activos, que actualizamos periódicamente y se puede consultar en los informes de estrategia semanales.

Los bonos corporativos y high yield continúan ofreciendo buenas oportunidades y unas tasas de default reducidas

Las carteras modelo de acciones y fondos de inversión están cumpliendo el objetivo de protección del patrimonio

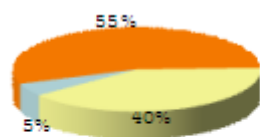
Tabla 5.11.- Principales recomendaciones: carteras modelo de acciones

octubre 2011		octubre 2011	
Cartera Europea 20 Valores	Peso	Cartera Española 20 Valores	Peso
Air Liquide	4	Telefónica	15
Volkswagen	2	Santander	5
SAP	9	Red Eléctrica	5
Danone	6	Iberdrola	4
Adidas	7	IAG	3
Novartis	2	BBVA	5
Inditex	5	Amadeus	3
Asml Holding	6	Inditex	10
Royal Dutch Shell	8	Enagas	4
Total	8	Viscofan	2
Enel	2	Mapfre	5
Schneider Electric	3	Grifols	2
Basf AG	3	Gas Natural	10
Lvmh	6	Abengoa	2
Santander	3	Sacyr Vallehermoso	3
Telefonica	7	Repsol	9
L'Oreal	6	OHL	4
ENI	6	Ebro Foods	4
BMW AG (Ordinary)	3	CIE Automotive	2
BBVA	4	ACS	3
Total	100	Total	100

octubre 2011	
TOP USA SELECCIÓN	
General Electric	eBay
JP Morgan	Ford
AT&T	Visa
Schlumberger	Home Depot
UPS	Mc Donald 's
Kraft	IBM
Cisco	Costco
Exxon	Pepsi
Google	Coca Cola
Philip Morris	Abbot

Tabla 5.12. – Principales recomendaciones: Carteras modelo de fondos

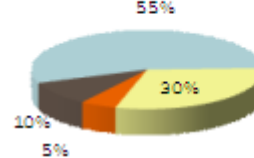
PERFIL DEFENSIVO/CONSERVADOR



- Moneterio
- RF Corp.
- RV Euro

Peso	Fondo
55%	BK MONETARIO ACTIVOS EURO, FI
40%	SCHRODER EURO CORPORATE BOND
2%	BK FUTURO IBEX, FI
3%	SCHRODER EURO EQUITY
100%	

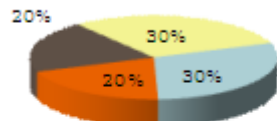
PERFIL DEFENSIVO/CONSERVADOR



- Moneterio
- RF Corp. Global
- RF Corp.
- RV EEUU

Peso	Fondo
55%	BK MONETARIO ACTIVOS EURO, FI
5%	SCHRODER GLOBAL CORPORATE BOND
25%	JPM GLOBAL CORP BOND D ACC HG
10%	ROBECO US PREMIUM EQUITIES
5%	SCHRODER EURO CORPORATE BOND
100%	

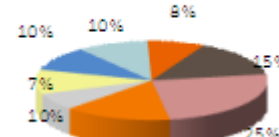
PERFIL MODERADO



- Moneterio
- RF HV
- RF Corp.
- RV Euro

Peso	Fondo
20%	BK MONETARIO ACTIVOS EURO, FI
30%	FID EUROPEAN HIGH YIELD E ACC
15%	SCHRODER EURO CORPORATE BOND
3%	DWS DEUTSCHLAND
10%	SCHRODER EURO EQUITY
15%	INVESCO EURO CORPORATE BOND A
7%	BK FUTURO IBEX, FI
100%	

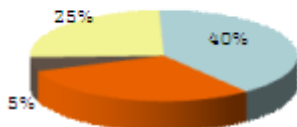
PERFIL MODERADO



- Moneterio
- RF I/p EE.UU
- RV EEUU
- RV Euro
- RF Global
- RF HV Global
- RF Corp. Global
- RV Sect.

Peso	Fondo
10%	BK MONETARIO ACTIVOS EURO, FI
15%	JPM GLOBAL CORP BOND D ACC HG
15%	TEMPLETON GLOBAL BOND (ACC)
5%	BK FUTURO IBEX, FI
25%	GS GLOBAL HIGH YIELD (HEDGED)
10%	PIMCO TOTAL RETURN BOND HDG
10%	ROBECO US PREMIUM EQUITIES
3%	DWS DEUTSCHLAND
7%	PICTET PREMIUM BRANDS R
100%	

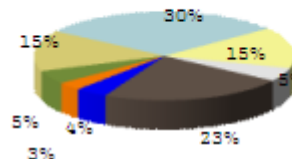
PERFIL DINÁMICO AGRESIVO



- Moneterio
- RF Corp.
- RF HV
- RV Euro

Peso	Fondo
10%	SCHRODER EURO CORPORATE BOND
40%	FID EUROPEAN HIGH YIELD E ACC
5%	BK MONETARIO ACTIVOS EURO, FI
12%	INVESCO GT PAN EUROPEAN
15%	INVESCO EURO CORPORATE BOND A
8%	SCHRODER EURO EQUITY
3%	DWS AKTIEN STRATEG DEUTCH
7%	BK FUTURO IBEX, FI
100%	

PERFIL DINÁMICO/AGRESIVO



- RF Global
- RFHV Global
- RF Corp. Global
- RF I/p EE.UU.
- RV EEUU
- RV Sect.
- RV Asia
- RV Euro

Peso	Fondo
15%	TEMPLETON GLOBAL BOND (ACC)
30%	GS GLOBAL HIGH YIELD (HEDGED)
15%	SCHRODER GLOBAL CORPORATE BOND
10%	ROBECO US PREMIUM EQUITIES
5%	BK FUTURO IBEX, FI
4%	PICTET PREMIUM BRANDS R
5%	PIMCO TOTAL RETURN BOND HDG
3%	BK INDICE JAPÓN, FI
4%	BK EEUU NASDAQ 100, FI
9%	THREADNEEDLE AMERICAN SMALLER COMPAN
100%	

ANEXO I: España, cifras históricas y estimaciones - Detalle.

España, cifras clave	2009r					2010r					2011e		
		1T10r	2T10r	3T10r	4T10r		1T11r	2T11r	3T11e	4T11e	Pesimista	Central	Optimista
PIB	-3,7%	-1,4%	0,0%	0,2%	0,6%	-0,1%	0,9%	0,7%	0,6%	0,6%	0,5%	0,7%	0,8%
Consumo Privado	-4,3%	-0,3%	2,2%	1,5%	1,7%	1,3%	0,7%	-0,2%	0,5%	0,6%	0,3%	0,4%	0,6%
Gasto Público	3,2%	-1,1%	-0,1%	-0,7%	-0,9%	-0,7%	2,6%	-1,0%	-1,1%	-1,0%	-0,4%	-0,1%	0,0%
Inversión empresarial	-24,8%	-4,6%	8,7%	2,4%	1,2%	1,8%	0,3%	-3,7%	1,0%	2,0%	-0,4%	-0,1%	0,0%
Construcción	-11,9%	-11,3%	-11,3%	-11,2%	-10,6%	-11,1%	-10,4%	-9,3%	-8,0%	-6,0%	-8,7%	-8,4%	-8,2%
Demanda interna	-6,4%	-3,0%	-0,3%	-0,7%	-0,6%	-1,2%	-0,4%	-1,9%	-0,8%	-0,4%	-1,0%	-0,9%	-0,7%
Aportación sector exterior	2,7%	1,7%	0,2%	0,9%	1,2%	1,0%	1,3%	2,6%	1,4%	1,0%	1,4%	1,6%	1,7%
Déficit Público/PIB	-11,2%					-9,2%					-6,8%	-6,3%	-6,0%
Deuda/PIB	53,3%					63,8%					72,0%	70,4%	68,0%
Tasa de paro (INEM)	17,1%	18,1%	17,2%	17,4%	17,7%	17,7%	18,8%	17,8%	17,8%	17,7%	18,2%	17,7%	17,2%
Tasa de paro (EPA)	18,8%	20,1%	20,1%	19,7%	20,3%	20,3%	21,3%	20,9%	21,3%	21,2%	21,9%	21,2%	20,4%
IPC	0,8%	1,4%	1,5%	2,1%	3,0%	3,0%	3,6%	3,2%	3,1%	2,9%	2,7%	2,9%	3,2%
IPC UEM	0,90%					2,20%	2,70%	2,70%	3,00%	2,70%	2,68%	2,78%	2,88%
Tipo intervención BCE (en Dic.)	1,13%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,25%	1,50%	1,00%	0,75%	1,00%	1,25%
Euribor 1m (cierre trimestre y media anual)	0,69%	0,40%	0,49%	0,63%	0,78%	0,57%	0,96%	1,32%	1,35%	1,35%	1,15%	1,25%	1,40%
Euribor 3m (cierre trimestre y media anual)	1,02%	0,64%	0,77%	0,89%	1,01%	0,83%	1,23%	1,54%	1,54%	1,55%	1,36%	1,46%	1,61%
Euribor 12m (cierre trimestre y media anual)	1,45%	1,21%	1,31%	1,43%	1,51%	1,36%	1,99%	2,15%	2,06%	2,05%	1,96%	2,06%	2,21%
Tipos a largo (Bund, en Dic.)	3,39%	3,10%	2,67%	2,28%	2,96%	2,75%	3,35%	3,03%	1,67%	1,95%	1,80%	1,95%	2,10%
Tipos a largo España (B10A, en Dic.)	3,98%	3,82%	5,11%	4,12%	5,45%	4,63%	5,21%	5,45%	5,29%	5,10%	5,45%	5,10%	5,00%
Crédito empresarial (cartera acumulada)	-2,5%	-3,3%	-1,3%	-0,5%	-0,6%	-0,6%	-1,4%	-3,1%	-3,1%	-2,9%	-3,5%	-2,9%	-2,3%
Crédito hipotecario (cartera acumulada)	0,1%	0,7%	1,7%	1,1%	1,4%	1,4%	0,2%	-1,4%	-1,5%	-1,8%	-2,0%	-1,8%	-1,3%

España, cifras clave					2012e							2013e		
	1T12e	2T12e	3T12e	4T12e	Pesimista	Central	Optimista	1T13e	2T13e	3T13e	4T13e	Pesimista	Central	Optimista
PIB	0,8%	1,0%	1,4%	1,7%	0,9%	1,2%	1,4%	1,5%	1,4%	1,6%	1,8%	1,3%	1,6%	2,0%
Consumo Privado	0,8%	1,1%	1,4%	1,5%	0,9%	1,2%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,6%	1,3%	1,5%	1,8%
Gasto Público	-2,0%	-3,0%	-3,0%	-3,0%	-3,0%	-2,8%	-2,5%	-2,0%	-3,0%	-3,0%	-3,0%	-3,0%	-2,8%	-2,5%
Inversión empresarial	2,0%	2,5%	2,5%	3,0%	2,2%	2,5%	2,7%	4,0%	4,0%	5,0%	5,0%	4,2%	4,5%	4,8%
Construcción	-5,5%	-4,0%	-2,0%	0,0%	-3,2%	-2,9%	-2,7%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	2,5%	2,8%	3,0%
Demanda interna	-0,4%	-0,2%	0,2%	0,6%	-0,4%	0,0%	0,4%	1,1%	0,9%	1,0%	1,2%	0,7%	1,1%	1,5%
Aportación sector exterior	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,3%	1,2%	1,0%	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%	0,5%	0,5%
Déficit Público/PIB					-5,1%	-4,9%	-4,6%					-3,8%	-3,5%	-3,2%
Deuda/PIB					76,0%	73,8%	71,0%					80,0%	76,1%	73,0%
Tasa de paro (INEM)	17,7%	17,6%	17,4%	17,0%	17,5%	17,0%	16,5%	17,1%	17,0%	16,8%	16,5%	17,0%	16,5%	16,0%
Tasa de paro (EPA)	21,2%	21,1%	20,8%	20,6%	21,1%	20,6%	20,3%	20,6%	20,5%	20,3%	20,0%	20,5%	20,0%	19,7%
IPC	2,7%	2,5%	2,3%	2,2%	1,7%	2,2%	2,5%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%	1,5%	2,0%	2,3%
IPC UEM	2,70%	2,50%	2,30%	2,00%	1,90%	2,00%	1,90%	2,00%	2,00%	1,90%	1,80%	1,80%	1,90%	1,80%
Tipo intervención BCE (en Dic.)	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	0,75%	1,00%	1,25%	1,00%	1,00%	1,25%	1,50%	1,00%	1,50%	2,00%
Euribor 1m (cierre trimestre y media anual)	1,35%	1,35%	1,37%	1,39%	1,22%	1,37%	1,52%	1,44%	1,49%	1,59%	1,69%	1,45%	1,55%	1,65%
Euribor 3m (cierre trimestre y media anual)	1,55%	1,55%	1,57%	1,59%	1,42%	1,57%	1,72%	1,64%	1,69%	1,79%	1,89%	1,65%	1,75%	1,85%
Euribor 12m (cierre trimestre y media anual)	2,05%	2,10%	2,12%	2,19%	1,97%	2,12%	2,27%	2,24%	2,29%	2,39%	2,49%	2,25%	2,35%	2,45%
Tipos a largo (Bund, en Dic.)	2,05%	2,10%	2,20%	2,25%	2,10%	2,25%	2,40%	2,40%	2,50%	2,60%	2,80%	2,65%	2,80%	2,95%
Tipos a largo España (B10A, en Dic.)	5,15%	5,10%	5,10%	5,05%	5,40%	5,05%	4,95%	5,00%	4,90%	4,80%	4,80%	5,15%	4,80%	4,70%
Crédito empresarial (cartera acumulada)	-2,2%	-1,8%	-1,8%	-1,6%	-1,9%	-1,6%	-1,3%	-0,9%	-0,3%	0,3%	1,0%	0,8%	1,0%	1,1%
Crédito hipotecario (cartera acumulada)	-1,1%	-0,7%	-0,8%	-0,7%	-0,5%	-0,7%	-0,8%	-0,1%	0,4%	1,0%	0,7%	0,5%	0,7%	0,8%

Fuentes: Datos históricos, BdE, Boletín Económico; Estimaciones, Análisis Bankinter.

Los datos que se ofrecen como estimación de PIB para año completo son los promedios de cada trimestre.

ANEXO II: Ratios de compañías, Ibex-35 y EuroStoxx-50.

ANEXO III: TOP Selección Fondos, Lista de Convicción.

De 16-ago-11 A 29-sep-11 - TOP SELECCIÓN FONDOS: LISTA DE CONVICCIÓN -

Este documento recoge aquellos fondos de inversión que, en nuestra opinión y para cada clase de activo, ofrecen la mejor combinación de las siguientes variables: (i) Calidad y fiabilidad de la gestión, (ii) Patrimonio gestionado, (iii) Riesgo asumido, (iv) Retorno esperado (considerando las restricciones anteriores y la clase de activo en que cada fondo se enmarca). Análisis Bankinter elabora esta selección en función de criterios tanto cuantitativos (*performance*, consistencia de los ratios, patrimonio, etc.) como cualitativos (reputación de la gestora, recursos técnicos o humanos, calidad en la información, etc.), por lo que debe considerarse como una opinión y no como una recomendación, ni una invitación a suscribir o contratar. El resultado es la "Lista de Convicción de Análisis Bankinter" en base a los parámetros anteriormente mencionados y a aquellos otros que aparecen incluidos en las tablas de este documento.

Fuentes: Morningstar y Bloomberg. Elaborado por Análisis Bankinter.

DOMESTICO													
	CATEGORÍA	NOMBRE	DIVISA	COD BK	Rent. Mes	Rent. 2011	Rent. 3A.	CAL. MSTAR	Vol. 1A	Vol. 3A	Alpha 3A	Sharpe 3A	ISIN
RENDA FIDA	MONETARIO	BANKINTER DINERO 1, FI	EUR	61	0,08%	1,03%	0,87%	★★	0,29%	0,39%	-0,445	-2,009	ES0113921037
		BK MONETARIO ACTIVOS EURO, FI	EUR	47	0,26%	1,41%	1,51%	★★★	0,11%	0,39%	0,183	0,198	ES0114821038
		JPM EURO LIQUIDITY A ACC	EUR	705	0,07%	0,35%	0,63%	★★★	0,05%	0,43%	-0,640	-6,043	LU0070177232
		PARVEST SHORT TERM (EURO)	EUR	933	0,05%	0,43%	0,70%	★★	0,06%	0,39%	-0,528	-4,726	LU0107067851
	CORTO PLAZO (duración: máxima 3 años)	BK EMPRESAS CORTO PLAZO, FI	EUR	17	0,08%	1,42%	1,40%	★★★★	0,60%	0,53%	0,05	0,043	ES0110053032
		BGF EURO SHORT DURATION BOND	EUR	870	-0,22%	0,53%	4,51%	★★★	1,07%	1,80%	1,336	1,947	LU0093504115
		SCHRODER EURO SHORT TERM BOND	EUR	791	-0,75%	-0,90%	2,84%	★★★★	1,06%	1,71%	0,42	1,213	LU0106234726
		FONDO TELEFÓNICO CORTO PLAZO, F	EUR	11	0,22%	1,65%	1,27%	★★★	0,90%	0,67%	-0,311	-0,378	ES0138953031
	LARGO PLAZO (duración: mínima 18 meses)	BK BONOS LARGO PLAZO, FI	EUR	19	1,44%	0,41%	4,97%	★★★	3,93%	4,08%	-0,212	0,798	ES0114837034
		PIONEER EURO-AGGREGATE BOND (A E	EUR	1320	-4,82%	-15,01%	7,66%	★★★★★	4,35%	3,47%	2,161	1,667	LU0313644931
		BNY MELLON EUROLAND BOND FUND (A	EUR	1252	0,34%	1,68%	8,43%	★★★★★	3,71%	4,32%	2,52	1,498	IE0032722260
		PARVEST BOND EUROPE	EUR	911	0,90%	3,54%	5,16%	★★★	4,93%	4,39%	-1,224	0,642	LU0107071960
	CORPORATIVOS	BK CORPORATIVO, FI	EUR	67	-0,04%	0,68%	2,68%	★★★	2,83%	2,89%	0,951	0,656	ES0161362035
		SCHRODER EURO CORPORATE BOND	EUR	1209	-3,04%	-3,23%	6,02%	★★★★	3,04%	4,13%	2,908	1,371	LU0113257934
		INVESCO EURO CORPORATE BOND A	EUR	1333	-8,034%	-1,43%	7,79%	★★★★★	4,61%	6,87%	2,928	1,157	LU0243957825
	CONVERTIBLES	PARVEST EUR CONVERTIBLE BOND	EUR	678	-1,72%	-8,34%	5,03%	★★	5,46%	13,92%	-3,065	0,17	LU0086913042
	HIGH YIELD	FID EUROPEAN HIGH YIELD E ACC	EUR	1234	-5,73%	-6,45%	9,03%	★★★	5,02%	17,98%	-0,831	0,521	LU0238209786

DOMESTICO													
	CATEGORÍA	NOMBRE	DIVISA	COD BK	Rent. Mes	Rent. 2011	Rent. 3A.	CAL. MSTAR	Vol. 1A	Vol. 3A	Alpha 3A	Sharpe 3A	ISIN
RENDA VARIABLE	ESPAÑA - INDEXADOS	BK FUTURO IBEX, FI	EUR	73	-0,83%	-9,98%	-5,40%	★★★	24,58%	25,76%	-0,013	-0,108	ES0114794037
	ESPAÑA - GESTIÓN ACTIVA	BK BOLSA ESPAÑA 2, FI	EUR	78	-1,41%	-12,30%	-3,57%	★★★★	23,91%	23,55%	1,151	-0,053	ES0125621039
	EUROPA - INDEXADOS	BK INDICE EUROPEO 50, FI	EUR	89	-5,04%	-18,86%	-9,02%	★★★	16,04%	23,28%	-0,397	-0,216	ES0114754031
	EUROPA - LARGE CAP	SCHRODER EURO EQUITY	EUR	663	-4,29%	-17,70%	-6,61%	★★★★	13,73%	22,66%	0,357	-0,182	LU0106235376
		BGF EURO MARKETS FUND	EUR	857	-4,45%	-19,50%	-3,57%	★★★★	14,28%	22,42%	4,013	-0,019	LU0093503141
		BK DIVIDENDO EUROPA, FI	EUR	81	0,46%	-13,71%	-9,86%	★★	15,78%	20,31%	-7,032	-0,458	ES0114802038
	EUROPA - SMALL CAP	BK SMALL & MID CAPS, FI	EUR	751	-6,77%	-18,50%	3,42%	★★★	11,78%	24,79%	-1,087	0,158	LU0061175625
		FID EUROPEAN SMALLER COMP -A-	EUR	92	-5,07%	-17,13%	-5,35%	★★★	13,29%	21,93%	-1,48	-0,239	ES0114784038
	PAÍSES NÓRDICOS	FIDELITY NORDIC FUND -A-	SKR	748	-5,07%	-22,76%	n.d.	★	13,91%	26,26%	-3,288	-0,166	LU0048588080
	UEM+Reino Unido	INVESCO GT PAN EUROPEAN	EUR	657	-2,62%	-14,71%	0,17%	★★★★	10,09%	22,07%	3,54	0,088	LU0028118809
	EUROPA DEL ESTE	PARVEST CONVERGING EUROPE	EUR	681	-11,00%	-26,04%	-10,95%	★★★	18,15%	33,33%		-0,08	LU0075937754
	ALEMANIA	DWS DEUTSCHLAND	EUR	1237	-7,57%	-22,63%	0,09%	★★★★★	13,03%	25,87%	5,928	0,306	DE0008490962
		DWS AKTIEN STRATEG DEUTCH	EUR	1191	-7,80%	-21,50%	0,34%	★★★★	15,75%	30,37%	3,373	0,189	DE0009769869
		FIDELITY GERMANY FUND	EUR	653	-6,19%	-19,49%	-3,65%	★★★	11,80%	23,57%	-1,138	0,032	LU0048580004
	FRANCIA	FIDELITY FRANCE FUND -A-	EUR	651	-5,17%	-19,91%	-6,60%	★★★★	13,31%	20,76%	1,179	-0,087	LU0048579410
	SECTORIALES	BK SECTOR FINANZAS, FI	EUR	88	-3,50%	-23,68%	-15,41%	★★★	21,92%	28,75%	-3,857	-0,311	ES0114805031
		BK SECTOR TELECOMUNICACIONES, F	EUR	85	-1,23%	-7,84%	0,86%	★★	15,44%	18,86%	-2,437	-0,106	ES0114797030

DOMESTICO													
	CATEGORÍA	NOMBRE	DIVISA	COD BK	Rent. Mes	Rent. 2011	Rent. 3A.	CAL. MSTAR	Vol. 1A	Vol. 3A	Alpha 3A	Sharpe 3A	ISIN
OTROS	ESTRATEGIA	BK LONG SHORT, FI	EUR	64	2,73%	-1,26%	-5,10%	★	4,40%	4,92%			ES0115156038
		AMUNDI VOLATILITY EURO EQUITIE	EUR	1225	-1,06%	-0,44%	6,72%	★	3,03%	7,82%		0,2216654	LU0272942433
	GESTION LIBRE	BK KILIMANJARO, FI	EUR	58	5,05%	9,13%	6,63%	★★★	10,95%	14,32%	3,375	0,079	ES0113550034
	NEUTRAL A MERCADO	FAST OPTIM EUR MARK NEUTRAL AC	EUR	1207	0,47%	0,35%	-1,99%	★	3,62%	0,00%			LU0363263442

Notas explicativas: Rent. Mes: Rentabilidad en euros del fondo calculada en el intervalo de tiempo que figura en la cabecera del informe.
 Rent. 2011: Rentabilidad en euros acumulada desde el comienzo del año.
 Rent. 3A: Rentabilidad en euros anualizada de los últimos 3 años.
 Cal. MSTAR: Calificación según Morningstar.
 Vol. 1A: Volatilidad de 12 meses móviles.
 Vol. 3A: Volatilidad de 36 meses móviles.

GLOBAL													
RENTA VARIABLE	CATEGORÍA	NOMBRE	DIVISA	COD BK	Rent. Mes	Rent. 2011	Rent. 3A.	CAL. MSTAR	Vol. 1A	Vol. 3A	Alpha 3A	Sharpe 3A	ISIN
	EE.UU., INDEXADOS	BK INDICE AMÉRICA , FI		EUR	90	-2,06%	-7,24%	-1,17%	★★★	14,42%	20,74%	-3,248	-0,087
BK EEUU NASDAQ 100, FI			EUR	97	0,61%	-1,67%	7,82%	★★★★	17,67%	23,48%	1,313	0,075	ES0114105036
EE.UU., LARGE CAP	ROBECO US PREMIUM EQUITIES		US\$	1283	1,80%	-13,45%	4,84%	★★★★★	11,13%	18,21%	4,715	0,197	LU0226953718
	TEMPLETON US OPPORTUNITIES		US\$	1351	-0,20%	-13,21%	6,53%	★★★★	13,38%	18,69%	1,693	0,216	LU0109391861
	FIDELITY AMERICA FUND E		EUR	1130	2,34%	-13,04%	3,56%	★★★★	12,74%	18,49%	0,574	0,039	LU0115759606
EE.UU., SMALL CAP	JPMFF AMERIC. LARGE CAP A (DIS		US\$	829	4,97%	-9,54%	2,71%	★★★★	11,96%	16,19%	0,642	0,046	LU0096059323
	THREADNEEDLE AMERICAN SMALLER CC		US\$	1321	-3,56%	n.d.	n.d.		0,00%	0,00%			GB0002769643
JAPON	BK INDICE JAPÓN, FI		EUR	91	-0,28%	-12,67%	-13,77%	★★	15,76%	23,04%	-4,106	-0,750	ES0114104039
ASIA	TEMPLETON ASIAN GROWTH ACC		US\$	645	-7,41%	-18,85%	16,84%		12,33%	26,11%	4,893	0,316	LU0128522157
	BNY MELLON ASIAN EQUITY FUND		EUR	1249	-7,39%	-20,21%	9,94%	★★★	10,22%	22,21%	-0,832	0,118	IE0003782467
CHINA	FIDELITY PACIFIC FUND -A-		US\$	753	-9,35%	-20,40%	8,10%	★★★	10,16%	24,68%	3,264	0,066	LU0049112450
	JPMFF CHINA FUND A (ACC)		US\$	1219	n.d.	n.d.	n.d.	★★★	10,05%	22,84%	0,302	0,090	LU0210526637
INDIA	FIDELITY GREATER CHINA FUND-A-		US\$	752	-8,03%	-23,70%	8,50%	★★★★	10,06%	20,46%		0,212	LU0048580855
	JP INDIA A(DIST) USD		US\$	840	-1,29%	-23,91%	8,02%	★★★★	22,48%	31,38%	0,475	0,172	LU0058908533
LATAM	ABERDEEN GLOBAL LATIN AMERICAN EC		US\$	1255	-6,58%	-21,82%	n.d.	★★★★★	12,08%	26,53%	0,052	0,002	LU0396315128
	FIDELITY FUNDS LATIN AMERICA-A		US\$	622	-6,35%	-25,05%	9,66%	★	0,00%	0,00%			LU0050427557
	SCHRODER LATIN AMERICA		US\$	758	-6,81%	-26,67%	4,50%	★★★	12,26%	27,27%	-2,021	-0,046	LU0106259129
BRASIL	BGF LATIN AMERICAN FUND		US\$	862	-3,84%	-27,93%	6,75%	★★	12,06%	30,06%	0,650	0,030	LU0147409709
	BNY MELLON BRAZIL EQ FUND		EUR	1200	-8,93%	-21,90%	8,99%	★★★★	9,19%	28,78%	4,239	0,083	IE00B23S7K36
RUSIA	DWS RUSSIA		EUR	1201	-12,11%	-27,50%	-11,86%	★	14,53%	48,93%	-5,732	-0,266	LU0146864797
COREA DEL SUR	FIDELITY KOREA FUND -A-		US\$	727	-9,03%	-16,56%	8,30%	★★★	16,78%	34,25%	0,151	0,227	LU0061324488
AUSTRALIA	PARVEST AUSTRALIA L		AU\$	1134	-5,43%	-20,37%	6,40%	★★	11,18%	25,41%	2,383	0,172	LU0111482989
CANADA	UBS EQUITY CANADA P ACC		CAD	979	-6,34%	-24,26%	1,09%		13,25%	24,55%	-1,869	-0,009	LU0043389872
SINGAPUR	UBS EQ. FUND SINGAPORE-B		US\$	1032	n.d.	-17,78%	9,85%		10,34%	24,91%	-1,088	0,167	LU0067411776
VIETNAM & INDIA	BNY MELLON VIET INDIA & CHINA		EUR	1228	-11,74%	-41,30%	6,58%	★	17,37%	0,00%			IE00B2PCM60
EMEA	FID EM EU MID EASTAFR E ACC		EUR	1233	-5,77%	-25,05%	7,41%	★★★★★	15,83%	25,89%	3,114	0,080	LU0303816887
FINANZAS	FID. FINANCIAL SERVICES CLAS E		EUR	956	-5,43%	-23,76%	-5,94%	★★★★	10,84%	20,23%	0,755	-0,198	LU0114722738
	JPMFF PACIFIC TECHN. A (DIST)		US\$	832	-2,86%	-22,00%	4,77%	★★★★	13,95%	20,00%	0,107	0,039	LU0111753926
TECNOLOGÍA	BK EEUU NASDAQ 100, FI		EUR	97	0,61%	-1,67%	7,82%	★★★★	17,67%	23,48%	1,313	0,075	ES0114105036
	FIDELITY GLOBAL TECHNOLOGY -A		EUR	649	3,25%	-14,35%	7,53%	★★★	13,33%	22,65%	2,513	0,130	LU0099574567
SALUD	PICTET BIOTECH HR EUR		EUR	1119	-2,90%	-14,06%	-10,73%	★★	17,58%	24,43%	-10,941	-0,083	LU0190162189
	PICTET GENERICS R USD		US\$	1120	-1,04%	-15,40%	8,20%	★★★★	9,25%	15,86%	3,362	0,379	LU0188501331
CONSUMO	ROBECO CONSUMER TRENDS D USD		US\$	1327	-7,43%	-19,02%	14,77%						lu0554840073
	PICTET PREMIUM BRANDS R		EUR	1279	-0,45%	-0,54%	n.d.	★★★	14,02%	21,76%	1,327	0,440	LU0217138725
INDUSTRIA	FID.INDUSTRIALS FUND -E-		EUR	955	-7,41%	-24,11%	2,63%	★★★★	11,93%	22,47%	1,908	0,023	LU0114723033
ENERGIAS ALTERNATIVAS	BGF NEW ENERGY FUND		EUR	1135	-4,28%	-23,97%	-18,01%	★★★	8,10%	25,32%	3,377	-0,587	LU0171290074
	DWS INVEST CLIMATE CHANGE NC		EUR	1193	-4,09%	-26,21%	-14,27%	★	0,00%	0,00%			LU0298650788
ENERGÍA	BK SECTOR ENERGÍA, FI		EUR	96	-2,99%	-14,43%	-7,75%	★★★★	10,30%	17,11%	-12,177	-0,573	Es0114806039
	SCHRODER GLOBAL ENERGY		US\$	1275	-17,33%	-25,85%	-8,49%	★★★	15,22%	28,93%	0,383	-0,107	LU0256331561
MINERÍA	BGF WORLD MINING FUND		US\$	866	-11,91%	-32,30%	0,34%	★★★	17,57%	33,46%	1,332	-0,078	LU0090845842
INFRAESTRUCTURAS	INVESCO ASIA INFRASTRUCTURE		EUR	1276	-7,87%	-22,57%	2,89%	★★★	10,34%	21,05%	2,516	-0,040	LU0243956348
RECURSOS NATURALES	JPM GLOBAL NATURAL RESOURCES D		EUR	1132	-12,86%	-32,08%	5,50%	★★	18,43%	34,28%	5,742	0,030	LU0208853944
	CARMIGNAC PTF COMMODITIES (A)		EUR	1284	-14,62%	-30,23%	0,90%	★★★	18,65%	30,21%	2,733	-0,040	LU0164455502
METALES PRECIOSOS	BGF WORLD GOLD E2 USD		US\$	630	-5,24%	-15,25%	16,50%	★★★★	24,80%	33,71%	-2,033	0,240	LU0090841262

GLOBAL														
OTROS	CATEGORÍA	NOMBRE	DIVISA	COD BK	Rent. Mes	Rent. 2011	Rent. 3A.	CAL. MSTAR	Vol. 1A	Vol. 3A	Alpha 3A	Sharpe 3A	ISIN	
	GESTION LIBRE	MATERIAS PRIMAS	PARVEST AGRICULTURE		EUR	1208	-9,341%	-9,835%	-3,525%	★	21,16%	25,37%		-0,000871
CARMIGNAC PATRIMOINE E			EUR	1246	n.d.	-3,998%	4,054%	★	5,91%	6,70%	0,041	0,727	FR0010135103	
BGF GLOBAL ALLOCATION FUND			US\$	951	0,663%	-8,868%	5,129%	★★★★	8,10%	10,37%	-0,022	0,0410049	LU0147396450	
DIVISAS	BK QUANT, FI		EUR	69	-5,806%	-14,243%	4,054%	★	7,35%	12,71%		0,727	FR0010135103	
	PICTET GLOBAL EMERGING CURRENCIES		US\$	1280	1,379%	-2,723%	3,648%	★	5,82%	0,00%			LU0366539657	
NEUTRAL A MERCADO	JPM HIGHBRID STATIS MARKET D		EUR	1185	-1,626%	-2,494%	-1,443%	★	2,36%	3,49%		-0,266204	LU0273799238	

ANEXO IV: TOP Selección ETFs, Lista de Convicción.

PRESELECCIÓN ETFs POR CATEGORÍA DE ACTIVO (*)

Análisis Bankinter

ETF DIRECTOS	Observaciones	Patrimonio	Div. Mercado	ISIN y MDO	ID.BKT	Negociación Media 30d	RENTAB		VOLAT.			
							2011	Mes	1A	3A		
DOMÉSTICO (ZONA UEM)							(hasta 30/09/11)		(16 ago-30 sep)			
MONETARIOS EURO												
1	Lyxor ETF Euro Cash EuroMTS Ec	Monetario	1.167.489.000	EUR	SM	FR0010510800 SM	CSH	604	0,58%	0,11%	0,05	0,24
2	AFI Monetario Euro ETF/FI	Deuda pública < 12m	350.153.200	EUR	SM	ES0106078001 SM	BBVAM	20	0,98%	0,16%	0,59	0,45
RENDA FIJA CP EURO												
3	Lyxor ETF EuroMTS 1-3Y	Deuda pública 1-3 años	570.651.000	EUR	FP	FR0010222224 FP	MTA	15.083	0,74%	-0,44%	1,90	2,03
4	Lyxor ETF EuroMTS 3-5 Y	Deuda pública 3-5 años	605.848.400	EUR	FP	FR0010037234 FP	MTB	15.201	1,19%	-0,07%	2,95	2,86
5	AFI Bonos Medio Plazo Euro ETF	Deuda pública 2-4 años	58.930.910	EUR	SM	ES0106061007 SM	BBVAD	333	1,77%	0,19%	2,62	2,41
RENDA FIJA SOBERANA LP EURO												
6	Lyxor ETF EuroMTS 5-7Y	Deuda pública 5-7 años	357.193.000	EUR	FP	FR0010411413 FP	MTA	6.213	2,49%	-0,35%	4,12	4,23
7	Lyxor ETF EuroMTS 7-10Y	Deuda pública 7-10 años	233.681.000	EUR	FP	FR0010411439 FP	MTD	10.955	5,17%	0,76%	5,48	5,72
8	db x-trackers II - iBoxx = Sov	Deuda pública 1-3 años	571.888.700	EUR	GR	LU0290355717 GR	DBXN	92	3,84%	1,15%	3,72	4,52
9	Lyxor ETF EuroMTS Global	Deuda UEM	567.420.000	EUR	FP	FR0010028860 FP	MTX	8.439	2,36%	-0,19%	3,79	4,57
10	iShares eb.rexx Jumbo Pfandbri	Deuda Alemania 1-10A	1.219.185.000	EUR	GR	DE0002635265 GR	EXHE	693	-0,11%	-0,43%	2,28	2,27
11	iShares eb.rexx Government Ger	Deuda Alemania 1-10A	1.159.324.000	EUR	GR	DE0006289465 GR	EXHA	1.020	2,88%	1,82%	4,02	3,64
12	iShares eb.rexx Government Ger	Deuda Alemania 5-10A	846.661.100	EUR	GR	DE0006289499 GR	EXHD	1.128	6,79%	3,12%	5,94	5,55
13	iShares eb.rexx Government Ger	Deuda Alemania 18-30m	1.853.656.000	EUR	GR	DE0006289473 GR	EXHB	677	-1,25%	0,43%	1,76	1,66
RENDA FIJA CORPORATIVA EURO												
14	Lyxor ETF Euro Corporate Bond	Corp. Rating alto	525.915.000	EUR	SM	FR0010737544 SM	CRP	1.375	1,11%	-0,51%	2,82	
15	iShares Markit iBoxx Euro Corp	Corp. Rating alto	2.872.451.000	EUR	GR	DE0002511243 GR	IBCS	607	-0,86%	-1,29%	3,04	6,30
RENDA VARIABLE EURO												
16	Lyxor ETF MSCI EMU Small Caps	Pequeñas compañías	64.101.540	EUR	FP	FR0010168773 FP	MMS	5.525	-24,00%	-6,90%	21,43	25,49
17	Lyxor ETF MSCI EMU Small Caps	Pequeñas compañías	143.923.900	EUR	SM	FR0010168773 SM	MMS	6	-24,11%	-6,85%	20,58	25,59
18	Lyxor ETF MSCI EMU Value	Compañías UEM "Valor"	76.339.080	EUR	SM	FR0010168781 SM	VALU	0	-26,14%	-6,37%	24,37	26,18
19	BBVA Accion Ibox 35 ETF	Bolsa España (IBEX)	126.387.000	EUR	SM	ES0105336038 SM	BBVAI	74.081	-15,72%	-1,38%	27,71	25,63
20	LYXOR ETF IBEX 35	Bolsa España (IBEX)	65.663.920	EUR	SM	FR0010251744 SM	LYXIB	16.783	-14,54%	-0,93%	27,33	25,34
21	ISHARES DAX DE	Bolsa Alemania (DAX)	9.034.313.000	EUR	GR	DE0005933931 GR	EXS1	93.137	-21,95%	-7,24%	24,72	24,15
22	iShares DivDAX DE	Bolsa Alemania (DAX)	211.130.200	EUR	GR	DE0002635273 GR	EXSB	29.288	-23,74%	-7,34%	24,56	26,08
23	iShares MDAX DE	Compañías medianas	673.435.900	EUR	GR	DE0005933923 GR	EXS3	7.018	-18,46%	-8,25%	22,94	28,64
24	Lyxor ETF LevDAX	Ultra Índice DAX30	269.171.800	EUR	GR	LU0252634307 GR	LYY8	53.696	-42,24%	-16,67%	49,64	48,87
25	Lyxor ETF Euro Stoxx 50	Bolsa Europea (ES50)	3.803.188.000	EUR	SM	FR0007054358 SM	MSE	21.574	-23,55%	-5,90%	23,18	22,97
26	iShares EURO STOXX 50 DE	Bolsa Europea (ES50)	2.666.444.000	EUR	FP	DE0005933956 FP	GXE	61.181	-22,45%	-7,79%	23,32	23,41
27	Lyxor ETF EURO STOXX 50 Daily	Ultra Índice ES50	160.808.300	EUR	FP	FR0010468983 FP	LEV	561.659	-39,24%	-13,93%	46,83	46,68
28	EasyETF CAC 40	Bolsa Francia (CAC40)	653.151.600	EUR	FP	FR0010150458 FP	E40	96.478	-25,16%	-12,50%	22,55	22,07
29	Lyxor ETF FTSE MIB	Bolsa Italia (MIB30)	279.605.000	EUR	IM	FR0010010827 IM	ETFMIB	560.706	-26,84%	-5,28%	26,81	28,55
30	iShares MSCI Netherlands inves	Bolsa holandesa	85.914.000	USD	US	US4642868149 US	EWN	113.573	-21,80%	-3,82%	25,85	32,33
GLOBAL												
BONOS CORTO USD												
31	iShares Barclays 1-3 Year Trea	Bonos Tesoro USA 1-3A	9.501.172.000	USD	US	US4642874576 US	SHY	1.431.828	0,10%	7,47%	1,03	1,36
BONOS SOBERANOS LARGO USD												
32	iShares Barclays TIPS Bond Fun	Bonos ligados a inflación	21.191.630.000	USD	US	US4642871762 US	TIPS	1.267.101	6,27%	6,07%	6,65	8,47
33	iShares Barclays 7-10 Year Tre	Bonos Tesoro USA 7-10A	4.228.800.000	USD	US	US4642874402 US	IEF	1.222.662	11,75%	10,07%	7,90	8,86
34	iShares Barclays 20+ Year Trea	Bonos Tesoro USA >20A	3.316.232.000	USD	US	US4642874329 US	TLT	12.636.829	28,84%	22,38%	15,90	20,08
BONOS CORPORATIVOS USD												
35	iShares iBoxx Investment Grade	Alta calidad crediticia	14.940.990.000	USD	US	US4642872422 US	LQD	1.444.285	3,08%	6,88%	5,67	10,13
36	iShares iBoxx \$ High Yield Cor	Bonos de alto riesgo	8.305.675.000	USD	US	US4642885135 US	HYG	2.046.820	-8,76%	3,39%	8,60	18,32
BONOS GLOBALES Y EMERGENTES												
37	db x-trackers II - iBoxx Globa	Bonos ligados a inflación	552.374.000	EUR	GR	LU0290357929 GR	DBXH	115	8,83%	-0,52%	4,60	7,73
38	iShares JPMorgan USD Emerging	Deuda emergente en USD	3.042.085.000	USD	US	US4642882819 US	EMB	355.202	-1,82%	2,83%	7,49	19,13
RV INTERNACIONAL												
39	SPDR S&P 500 ETF Trust	Bolsa EE.UU. S&P500	79.656.850.000	USD	US	US78462F1030 US	SPY	294.365.216	-10,64%	1,82%	17,99	21,14
40	ProShares Ultra S&P500	Ultra S&P500	594.537.100.000	USD	US	US74347R1077 US	SSO	2.284.094	-16,87%	5,97%	17,95	21,24
41	Powershares QQQ Trust Series 1	Bolsa EE.UU. Nasdaq	20.876.280.000	USD	US	US73935A1043 US	QQQQ	78.344.392	-4,66%	4,80%	20,34	22,37
42	iShares Russell 2000 Index Fun	Pequeñas compañías	11.990.030.000	USD	US	US4642876555 US	IWM	81.195.008	-18,95%	-1,76%	23,82	27,82
43	ProShares Ultra Dow30	Ultra DJ 30 Industrials	243.705.000	USD	US	US74347R3057 US	DDM	2.314.385	-11,96%	-1,89%	33,30	39,13
44	iShares MSCI EAFE Index Fund	Bolsa Europa y Asia	33.858.090.000	USD	US	US4642874659 US	EFA	28.042.682	-18,03%	-3,60%	21,16	27,50
45	iShares MSCI Canada Index Fund	Indice MSCI Canadá	4.448.927.000	USD	US	US4642865095 US	EWG	2.886.461	-18,18%	-6,25%	22,09	31,41
46	iShares MSCI Australia Index F	Indice MSCI Australia	2.430.776.000	USD	US	US4642861037 US	EWA	5.679.594	-21,68%	-7,43%	27,83	34,68
47	iShares MSCI Japan Index Fund	Indice MSCI Japón	6.457.800.000	USD	US	US4642868487 US	EWJ	23.824.658	-13,60%	3,36%	18,07	22,20
48	Nomura TOPIX Exchange Traded	Japón, multisectores	10.035.180.000	JPY	JP	JP3027630007	1306	456			29,52	30,95
49	iShares PLC- iShares FTSE 100	Bolsa Reino Unido	3.128.817.000	GBP	LN	IE0005042456 LN	ISF	8.625.967	-13,83%	-3,04%	17,22	17,19

RV EMERGENTES												
RV GLOBAL EMERGENTE												
50	iShares MSCI Emerging Markets	Bolsa Emergentes	26.179.320.000	USD	US	US4642872349	EEM	74.365.904	-26,35%	-9,79%	23,71	32,60
51	Vanguard MSCI Emerging Markets	Bolsa Emergentes	38.294.550.000	USD	US	US9220428588	VVO	31.970.518	-25,64%	-10,14%	23,37	32,14
52	SPDR S&P BRIC 40 ETF	Brasil China, Rusia, India	357.910.500	USD	US	US78463X7984	BIK	121.805	-25,42%	-8,59%	24,36	32,20
RV EUROPA EMERGENTE Y RUSIA												
53	Market Vectors Russia ETF	Índice DAX Global Rusia, compañías MM.PP.	1.597.500.000	USD	US	US57060U5065	RSX	5.086.995	-33,97%	-15,47%	30,91	48,23
54	Lyxor ETF Eastern Europe CECE	Hungría, Rep. Checa y Polonia	352.771.000	EUR	SM	FR0010204073	CEC	15	-25,48%	-12,29%	19,96	37,77
55	SPDR S&P Emerging Middle East	Oriente Medio y África	101.099.000	USD	US	US78463X8065	GAF	12.630	-23,78%	-3,84%	26,65	28,92
RV LATAM												
56	iShares MSCI Brazil Index Fund	Índice MSCI Brasil	8.871.870.000	USD	US	US4642864007	EWZ	18.602.706	-32,92%	-10,67%	26,75	37,23
57	Lyxor ETF Brazil Ibovespa	Índice Bovespa Brasil	428.218.500	EUR	SM	FR0010408799	BRAS	1.017	-34,60%	-10,47%	25,53	30,97
58	iShares MSCI Mexico Investable	Bolsa México	948.555.100	USD	US	US4642868222	EWVW	3.241.477	-20,72%	-5,92%	22,16	34,50
59	iShares MSCI Chile Investable	Bolsa Chile	482.048.600	USD	US	US4642866408	ECH	286.834	-32,14%	-10,81%	27,04	28,45
60	Accion Ftse Latibex Top ETF/FI	Latibex top 15	21.131.250	EUR	SM	ES0105304002	BBVAL	96.906	-26,57%	-7,12%	18,75	23,25
RV ASIA EX-JAPON												
61	iShares FTSE China 25 Index Fu	Índice Xinhua China 25	4.810.871.000	USD	US	US4642871846	FXI	21.493.310	-28,45%	-12,27%	24,38	31,21
62	Lyxor ETF China Enterprise HSC	Cías Rep.Popular de	653.156.700	EUR	FP	FR0010204081	ASI	32.034	-30,98%	-13,30%	23,43	24,26
63	iShares MSCI Taiwan Index Fund	Índice MSCI Taiwan	2.356.000.000	USD	US	US4642867315	EWT	11.634.612	-24,16%	-6,55%	24,40	33,91
64	iShares MSCI Hong Kong Index F	Índice MSCI Hong Kong	1.293.084.000	USD	US	US4642868719	EWH	4.939.738	-25,36%	-10,02%	21,52	27,66
65	iShares MSCI South Korea Index	Índice MSCI Corea	3.200.400.000	USD	US	US4642867729	EWY	4.115.572	-23,99%	-9,58%	29,63	42,67
66	iShares MSCI Singapore Index F	Índice MSCI Singapur.	1.381.584.000	USD	US	US4642866739	EWS	3.077.755	-20,17%	-8,44%	20,61	33,80
67	Lyxor ETF MSCI India	Índice MSCI India	1.002.594.000	EUR	SM	FR0010361683	INR	979	-28,32%	-2,51%	22,19	30,72
68	iShares MSCI Malaysia Index Fu	Índice MSCI Malaysia	815.737.500	USD	US	US4642868305	EWM	2.923.300	-15,10%	-9,56%	16,05	21,98
69	db x-trackers - FTSE VIETNAME	Índice Vietnam	208.398.100	EUR	GR	LU0322252924	DXS7	1.469	-33,26%	7,96%	32,11	32,57
70	Market Vectors Indonesia Index	Bolsa Indonesia	406.339.000	USD	US	US57060U7533	IDX	831.734	-13,27%	-15,70%	27,87	
71	iShares MSCI Pacific ex-Japan	Índice MSCI Pacific Free	2.878.794.000	USD	US	US4642866655	EPP	1.137.304	-22,31%	-7,99%	24,49	32,45
ETF DIRECTOS												
		Observaciones	Patrimonio	Div. Mercad	ISIN y MDO	ID.BKT	Negociación Media 30d	RENTAB 2011	Mes	1A	3A	VOLATILIDAD
RENDA VARIABLE SECTORIAL (Global+Eurozona)												
SECTOR FINANCIERO												
72	Financial Select Sector SPDR F	Serv. financieros EE.UU	4.190.296.000	USD	US	US81369Y6059	XLF	112.208.688	-26,39%	-1,70%	24,16	36,21
73	iShares Dow Jones US Financial	Serv. financieros EE.UU	308.016.000	USD	US	US4642877884	IYF	666.005	-23,74%	-1,77%	22,64	33,25
74	Lyxor ETF STOXX Europe 600 Bar	Banca europea	309.085.600	EUR	SM	FR0010345371	BNK	829	-33,30%	-10,62%	27,39	38,36
75	PowerShares Financial Preferre	Serv. financieros EE.UU	1.410.353.000	USD	US	US73935X2291	PGF	501.059	-8,17%	1,94%	8,60	35,81
TECNOLOGÍA												
76	iShares TecDAX DE	Cías tecnología alemana	63.200.520	EUR	GR	DE0005933972	EXS2	8.355	-22,18%	-9,67%	25,06	26,97
77	Technology Select Sector SPDR	Tecnología Norteamérica	6.466.208.000	USD	US	US81369Y8030	XLK	18.343.948	-7,32%	4,22%	19,32	21,39
78	Lyxor ETF NASDAQ 100 EURO	EE.UU Nasdaq 100	249.324.600	EUR	SM	FR0007063177	UST	3.382	-2,91%	6,20%	18,68	19,85
79	SPDR S&P Semiconductor ETF	Tecnología Norteamérica	45.078.000	USD	US	US78464A8624	XSD	84.058	-23,03%	-1,01%	32,28	32,11
FARMA/SALUD												
80	Health Care Select Sector SPDR	Salud Norteamérica	3.975.209.000	USD	US	US81369Y2090	XLV	14.228.874	-0,02%	6,25%	14,59	17,45
81	iShares Dow Jones US Pharmacet	Farma EE.UU	194.985.000	USD	US	US4642888360	IHE	26.589	2,34%	6,86%	15,72	18,97
INDUSTRIALES												
83	iShares Dow Jones US Industria	EE.UU DJ Industrial 30	307.510.000	USD	US	US4642877546	IYJ	69.946	-16,62%	-0,09%	22,76	28,11
84	Market Vectors Steel Index Fun	Cías. Industriales acero	143.244.000	USD	US	US57060U3086	SLX	128.571	-40,73%	-14,55%	32,17	44,88
TELECOS												
85	iShares EURO STOXX Telecommu	Telecos Europa	37.309.930	EUR	GR	DE0006289317	EXX2	104	-16,38%	-2,61%	17,81	15,78
86	Lyxor ETF STOXX Europe 600 Tel	Telecomunicaciones	217.994.700	EUR	FP	FR0010344812	TEL	22.002	-10,94%	-0,90%	15,89	14,06
ENERGÍA/UTILITIES												
87	Energy Select Sector SPDR Fund	Energía	6.111.082.000	USD	US	US81369Y5069	XLE	25.730.186	-14,76%	-7,50%	26,43	25,58
88	Utilities Select Sector SPDR F	Utilities, gas y mixtas.	6.482.265.000	USD	US	US81369Y8865	XLU	11.794.150	6,54%	10,51%	11,48	14,97
89	Market Vectors Uranium+Nuclear	Compañías energía	110.174.800	USD	US	US57060U7046	NLR	33.575	-33,21%	-4,24%	26,67	32,30
CONSUMO												
90	Consumer Discretionary Select	Comp. consumo EE.UU.	1.881.111.000	USD	US	US81369Y4070	XLY	11.604.362	-7,68%	3,07%	20,44	26,14