

Informe de Estrategia

Perspectivas tercer trimestre 2013

Refugio en verano, volatilidad en aumento y oportunidades en otoño...

Índice

Resumen	3
Síntesis de estimaciones	4
1.- Perspectiva Económica	5
2.- Materias Primas	58
3.- Tipos de Interés	61
4.- Divisas	65
5.- Escenario de inversión: bolsas, bonos y otros activos	69
ANEXO I: España, cifras históricas y estimaciones - Detalle.	79
ANEXO II: Ratios de compañías, Ibex-35 y EuroStoxx-50.	80
ANEXO III: Fondos de Inversión, Lista de Convicción	83
ANEXO IV: ETFs, Lista de Convicción	86

Equipo de Análisis (sujeto al RIC)

Ramón Forcada
Eva del Barrio
Jesús Amador Ana Achau (Asesoramiento)
Ana de Castro
Pilar Aranda
Rebeca Delgado

Distribución Institucional

Cristóbal González García
Elisabeth de Linos
Laura Martín Márquez
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. y de Noscira, S.A., filial de Zeltia, S.A.A.
D. Jaime Terceiro Lomba, Consejero de Bankinter, es Consejero de Prisa Televisión, S.A.U.

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

- **La Fed hace lo correcto, pero es natural que el mercado tenga miedo.-**

El momento económico ha mejorado sustancialmente, hasta el punto de que el principal miedo que atenaza al mercado es el inicio del proceso de retirada de estímulos por parte de la Fed, su ritmo, profundidad y consecuencias. Se trata del denominado "*fear on Fed*". Aunque nosotros interpretamos este proceso positivamente, identificándolo con la "firma del certificado de defunción de la crisis", el mercado no se quedará tranquilo hasta comprobar - no antes de otoño, nos tememos - si la Fed retira la dosis adecuada o si "se pasa de frenada".

- **El mercado sobrereaccionó en junio, justo después de nuestra bajada de exposición.-**

Tras un *rally* más que decente iniciado a mediados de diciembre, el mercado sobrereaccionó negativamente en junio. El detonante inicial fue un *sell-off* generalizado sobre todo tipo de activos por parte de los *hedge funds* para realizar beneficios y liquidez de cara al cierre contable del primer semestre. Pero el proceso terminó arrastrando a todo el mercado al coincidir con el momento en que la Fed confirmaba su intención de ir retirando estímulos y con el temor - habitual a estas alturas del año, aunque más intenso que otros años - a que China sufra un hipotético "*cash squeeze*" o cuello de botella de liquidez. Previamente, el lunes 10 de junio, habíamos reducido exposición recomendada a todos los perfiles de riesgo de clientes en previsión de lo que pensamos será un verano con el mercado más volátil y probablemente bloqueado en términos prácticos, pero no pensábamos que el impacto llegase a ser tan severo. Los factores que castigaron al mercado en junio son muy probablemente transitorios. Nos preocupan algo más los factores de tipo estructural que podrían mantener al mercado bloqueado hasta otoño.

- **Identificamos 3 factores de bloqueo, pero tienen fechas de caducidad.-**

Dichos factores son la incertidumbre sobre si la Fed acertará con el ritmo y la profundidad de la retirada de estímulos, la espera ante unas elecciones japonesas que probablemente permitirán al Gobierno controlar ambas cámaras (ahora sólo controla la cámara baja) y, a continuación, anunciar la segunda parte del programa de reformas y, en tercer lugar, la expectativa de que Alemania adopte una actitud más flexible tras las elecciones de septiembre. Mientras el mercado desconozca los desenlaces a estos 3 factores permanecerá tenso y bloqueado. Sin embargo, contemplado desde una perspectiva constructiva, los 3 factores ofrecen fechas previsibles de desbloqueo: es muy probable que la Fed precise mucho más en su reunión del 29-30 de octubre (aunque podría anticiparlo a la del 17-18 de septiembre, que incorpora rueda de prensa y estimaciones macroeconómicas actualizadas), las elecciones se celebran en Japón el 21 de julio y en Alemania el 22 de septiembre. El desbloqueo debería producirse en otoño, cuando creemos que el mercado volverá a reaccionar positivamente. Por eso este trimestre se presenta tan importante en términos de "*timing*"... Mientras los respectivos desenlaces llegan, recomendamos una estrategia de inversión más conservadora, lo que nos evitará disgustos y tensiones innecesarias durante el verano.

- **Además de los factores de bloqueo, han tenido lugar cambios constructivos relevantes.-**

Entre éstos se encuentran la mejora del tono de la economía global, en el sentido de que los riesgos se han movido a la baja y las perspectivas de crecimiento al alza, tiene lugar un proceso de desapalancamiento progresivo del sector privado y los ratios de deuda/PIB de los gobiernos se encuentran en proceso de limitación, la financiación a los estados vuelve a ser relativamente cómoda, aunque ciertamente persisten asimetrías en los costes que probablemente resulten muy difíciles de corregir en el corto plazo, las bolsas empiezan a reconocer el valor de las compañías, las cuales se presentan atractivas por valoraciones... e incluso hay síntomas de recuperación incipiente en el sector inmobiliario, aunque esto sea por ahora un hecho contrastado sólo en EE.UU.

- **Las bolsas siguen atractivas por valoraciones, pero preferimos favorecer la liquidez.-**

Sólo durante este verano, ya que creemos que el mercado recuperará su buen tono en otoño y que durante el último trimestre del año se pondrá en valor el hecho de que nos encontremos al inicio de otra fase económica expansiva, aunque más moderada que las previas. Nuestras valoraciones actualizadas de las principales bolsas siguen arrojando potenciales de revalorización atractivos de cara a 2014: oscilan entre +46% para el EuroStoxx-50 (hasta 3.716 puntos) y +18% para el S&P 500 (hasta 1.857 puntos). Sin embargo, insistimos en defender que será mejor pasar el verano adoptando niveles de exposición a riesgo inferiores. Para ello proponemos favorecer la liquidez, permanecer *comprados* (es decir, posiciones largas) de volatilidad, y recomendamos bonos soberanos periféricos de calidad superior, lo que equivale a decir españoles e italianos, cuyo atractivo ha vuelto a aumentar notablemente.

Síntesis de Estimaciones, Bankinter.-

Estimaciones Bankinter	2008r	2009r	2010r	2011r	2012r	2013e	2014e
1.- PIB (media anual)							
España	0,9	-3,7	-0,3	0,4	-1,4	-1,3	1,2
Eurozona	1,2	-4,1	1,9	1,5	-0,5	-0,5	0,9
Diferencial España - UEM	-30	40	-222	-108	-90	-80	30
EE.UU.	-0,3	-3,1	2,4	1,8	2,2	2,4	3,0
R.Unido	-0,1	-4,9	1,3	0,7	0,2	0,8	1,5
Suiza	2,2	-2,0	3,1	2,0	1,0	1,2	1,8
Japón (año natural)	-1,0	-5,5	4,7	-0,6	2,0	1,8	2,4
China	9,9	8,5	10,3	9,2	7,8	7,2	7,0
India (fiscal)*	6,8	7,9	8,3	6,3	5,3	5,3	6,0
Brasil	5,2	-0,2	5,0	2,8	0,9	1,5	2,8
Rusia	-1,3	-2,6	5,1	4,3	3,4	2,4	3,0
2.- IPC							
España	1,4	0,8	3,0	2,4	2,9	0,8	1,6
Eurozona	2,3	0,9	1,8	2,8	2,3	1,5	2,1
EE.UU.	3,9	-0,4	1,6	3,2	2,1	2,1	2,4
R.Unido	3,6	2,2	3,3	4,2	2,7	2,9	2,5
Suiza	0,7	0,3	0,5	-0,7	-0,33	-0,1	0,5
Japón	2,2	-1,7	-0,7	-0,2	-0,2	0,2	1,0
China	5,90	-0,7	3,3	5,4	2,9	2,8	3,2
India **	6,7	7,2	9,5	7,0	7,5	5,8	6,0
Brasil	5,7	4,9	5,0	6,6	5,5	6,0	5,7
3.- Paro							
España (EPA)	13,9	18,8	20,3	22,9	25,6	27,1	26,2
Eurozona	7,8	9,5	9,9	10,3	11,8	12,2	11,9
EE.UU.	5,8	9,3	9,6	8,9	8,1	7,4	6,8
R.Unido	5,6	7,5	7,8	8,4	7,8	7,9	7,7
Suiza	3,0	4,4	3,4	3,0	3,0	3,2	3,0
Japón	4,5	5,3	5,1	4,5	4,2	4,1	3,9
China	4,2	4,3	4,1	4,1	4,3	4,6	4,7
Brasil	7,9	8,1	6,7	6,0	5,3	5,5	5,6
4.- Crédito s. privado							
España, empresarial (%)	7,8	-2,5	-0,6	-4,2	-15,3	-10,5	0,6
España, hipotecario (%)	5,3	0,1	1,4	-1,3	-3,0	-2,2	0,0
5.- Tipos oficiales (Dic.)							
Eurozona	2,50	1,00	1,00	1,00	0,75	0,50	0,50
EE.UU.	0,25/0,0	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25
R.Unido	2,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Suiza	0,50	0,25	0,25	0,0	0,0	0,0	0,0
Japón	0,10	0,10	0,0/0,10	0,0/0,10	0,0/0,10	0,0/0,10	0,0/0,10
China	5,31	5,31	5,81	6,56	6,00	5,80	6,20
India	5,00	3,25	5,25	7,50	8,00	7,50	7,25
Brasil	13,75	8,75	10,75	11,00	7,25	7,50	8,00
6.- Bono 10A (Dic.)							
España	3,81	3,98	5,45	5,17	5,29	4,50	4,00
Alemania	2,95	3,39	2,97	1,83	1,32	1,90	2,20
EE.UU.	2,10	3,59	3,37	1,88	1,76	2,50	2,70
R.Unido	3,02	4,02	3,40	1,98	1,77	2,35	2,70
Suiza	2,37	2,23	1,81	0,82	0,51	0,80	1,00
Japón	1,18	1,30	1,13	0,99	0,90	0,90	1,00
7.- Divisas							
Eurodólar	1,400	1,430	1,337	1,296	1,320	1,25/1,35	1,25/1,35
Euroyen	127	130	109	100	121	125/135	140
Dólargen	91	91	81	77	94	100	108
Eurolibra	0,950	0,89	0,863	0,833	0,84	0,84/0,87	0,81/0,84
Eurosuizo	1,53	1,494	1,2494	1,217	1,21	1,22/1,25	1,23/1,27
8.- Materias primas (Dic.)							
Petróleo (Brent, \$/b.)	98,0	75,0	93,0	106,3	113,0	115,0	120,0
Oro (\$/oz.)	865	1.080	1.410	1.564	1.661	1.150	1.000

* Año fiscal se refiere a cierres en Marzo. Por ejemplo 2011e se refiere al ejercicio de Abril 2011/Marzo 2012.

** La principal medida de inflación de la India es el Índice de Precios Mayoristas.

Fuente: Estimaciones 2011/12 Análisis Bankinter.

Informe de Estrategia de Inversión tercer trimestre 2013

Julio/Sept., 2013.

1.- Perspectiva Económica

1.1.- Una visión de conjunto

"Quienes aseguran que es imposible no deberían interrumpir a quienes estamos intentándolo."

Thomas Alva Edison.

El momento económico ha mejorado sustancialmente, hasta el punto de que el principal miedo que atenaza al mercado es el inicio del proceso de retirada de estímulos por parte de la Fed, su ritmo, profundidad y consecuencias. Se trata del denominado "fear on Fed". Aunque nosotros interpretamos este proceso positivamente, identificándolo con la "firma del certificado de defunción de la crisis", el mercado no se quedará tranquilo hasta comprobar - no antes de otoño, nos tememos - si la Fed retira la dosis adecuada o si "se pasa de frenada". Hay otros factores que también pesan y conviene tener presentes, aunque de segunda intensidad: ¿Funcionarán el plan de reformas y el gigantesco QE japoneses? ¿Despegará la Eurozona en algún momento? ¿Conseguirá articular una unión bancaria efectiva? ¿Será capaz el Gobierno chino de controlar la inevitable desaceleración de su economía? De todas estas cuestiones, la que más nos preocupa desde un punto de vista estructural es la última, la referida a China. Sobre las demás mantenemos una perspectiva constructiva con respecto a sus probables desenlaces. Las tensiones derivadas de un hipotético "cash squeeze" en China y el cambio de dirección de la Fed son los 2 factores que han provocado una sobrereacción bajista en el mercado en junio.

*Elevando algo más la perspectiva sobre el contexto global diríamos que **nos dirigimos hacia un entorno nuevo, hacia una "nueva anormalidad" con la que convivir en ausencia de liderazgos sólidos (políticos, económicos, ideológicos, etc) que permitan actuar con determinación suficiente ante los riesgos y retos presentes compartidos a nivel global.** Concretando en el frente de las economías desarrolladas y sin la intención de frivolarizar conceptos, diríamos que la "marca Obama" se evapora poco a poco y deja el dominio europeo en manos de una "Merkel sin marca diferencial", pero con una inigualable e implacable capacidad de ejecución... con todas las consecuencias que eso tiene.*

A pesar de que el entorno macro haya mejorado sustancialmente y de que el mercado así lo haya reflejado con un más que decente rally desde diciembre 2012, pensamos que será mejor pasar el verano adoptando niveles de exposición a riesgo inferiores. Para ello proponemos favorecer la liquidez, permanecer comprados (es decir, posiciones largas) de volatilidad, que creemos aumentará a lo largo del verano para luego normalizarse progresivamente a partir del otoño, y recomendamos bonos

soberanos periféricos de calidad superior, lo que equivale a decir españoles e italianos, cuyo atractivo ha vuelto a aumentar notablemente. Una vez pasado el verano el mercado ya habrá asimilado y aceptado totalmente que la Fed comenzará a retirar estímulos en otoño, muy probablemente el Gobierno japonés habrá conseguido el control de ambas cámaras (las elecciones a la cámara alta se celebrarán el 21/7) y lanzado la segunda parte de su plan de reformas, y la actitud alemana se volverá más constructiva después de las elecciones del 22/9, una vez Merkel haya conseguido la reelección y disponga de otro mandato completo por delante para actuar. Pensamos que eso dará pie a una nueva recuperación del mercado. El debilitamiento del mismo desde junio, prácticamente indiscriminado al afectar a todo tipo de activos, respondió, en nuestra opinión, a un sell-off generalizado por parte de los hedge funds para realizar beneficios de cara al cierre contable del primer semestre y que terminó arrastrando al resto del mercado. Una vez los 3 principales factores de bloqueo aludidos anteriormente (Fed, Japón y Alemania/UEM) desaparezcan o se suavicen a partir de septiembre, el mercado volverá a reaccionar positivamente. Por eso este trimestre se presenta tan importante en términos de "timing"... mientras los respectivos desenlaces se producen, recomendamos adoptar una estrategia de inversión más conservadora, lo que nos evitará disgustos durante el verano.

Situación.-

El momento económico ha mejorado sustancialmente. Durante el segundo trimestre la economía americana ha reforzado y consolidado su recuperación, Japón ha puesto en marcha un agresivo QE e iniciado un plan de reformas que ya han arrojado sus primeros resultados y en la Eurozona aparentemente surgen ciertos indicios de mejora (PMIs...). Sólo los emergentes evolucionan por debajo de expectativas, aunque esto es algo sobre lo cual ya advertimos el trimestre anterior y por eso restringimos nuestra recomendación a Méjico. Nuestra preocupación por China no ha disminuido en absoluto. Por ello adelantaremos en este apartado un resumen de nuestra perspectiva. Creemos que presenta 3 burbujas y, al menos, 2 problemas importantes. La primera burbuja son los precios inmobiliarios. El Gobierno lleva varios años intentando frenar la escalada de precios mediante limitaciones de diferente índole, sin conseguirlo. En abril de este año los precios volvieron a subir en 69 de las principales 70 ciudades, lo que implica que la tendencia está agravándose. Esto mantiene una relación directa con la segunda burbuja, la del crédito. El crecimiento económico está respaldado por unos objetivos de crecimiento del crédito muy agresivos en base a un mecanismo tan básico como arriesgado: el banco central emite tanta nueva base monetaria como dimensión tenga el objetivo gubernamental de crecimiento del crédito y dicha liquidez es puesta a disposición de las principales entidades financieras, también controladas por el Estado, quienes terminan introduciéndola no infrecuentemente de manera forzada en la economía, básicamente en inversión empresarial e inmobiliario. Esto termina representando un doble riesgo: inmobiliario y de calidad del crédito. Las recientes tensiones

El tono ha mejorado sustancialmente en la economía americana y moderadamente en el resto de economías desarrolladas...

...quedándose atrás, como nos temíamos, los emergentes.

de liquidez en junio, el denominado riesgo de *cash squeeze*, aunque estacionales (se reproducen con mayor o menor intensidad cada año por estas fechas), son un magnífico ejemplo del difícil equilibrio que mantiene el Gobierno chino con respecto al control de la liquidez y del crédito.

La tercera burbuja es, muy probablemente, la bolsa. No es posible saberlo con certeza, pero parece muy probable que el rápido crecimiento de los beneficios empresariales venga sostenido por las 2 burbujas anteriormente mencionadas, sobre todo por el rápido crecimiento del crédito, y que la fiabilidad de los resultados empresariales resulte cuestionable. Eso introduce dudas sobre el grado de confianza que se puede asignar a los multiplicadores a los que cotizan las compañías actualmente.

En cuanto a los principales problemas, éstos son, al menos, la demografía y la pérdida de competitividad. La demografía sencillamente porque la población activa alcanzó su nivel máximo en 2011 debido fundamentalmente a la herencia de la política de hijo único, de manera que la población activa china se contrajo en 2012 por primera vez en la historia moderna, en unos 3,5M de personas. Eso puede tener graves consecuencias estructurales para una economía que se ha desarrollado apalancada en el constante incremento poblacional, en el aumento de las exportaciones y los precios bajos. El primero de los factores resulta inevitablemente cuestionado. En cuanto a la competitividad, los costes salariales en China han venido aumentando a tasas anuales de doble dígito simple (entre +12% y +16%, dependiendo del sector de actividad) y hoy resultan ya similares a los de otras economías en desarrollo más próximas a Europa (Croacia o Túnez son buenos ejemplos de esto), con unos costes de transporte, además, muy inferiores por estar geográficamente próximas. La pérdida de competitividad no es abrupta ni de consecuencias inmediatas, pero sí marca un cambio de tendencia que no se debe ignorar.

Por tanto, en lo que a la situación actual se refiere la mejora es evidente, aunque aún quede mucho camino por recorrer antes de dar por superada definitivamente la crisis. De hecho, las incógnitas no son despreciables, contándose entre las principales desde un punto de vista estructural la desaceleración en China y la incertidumbre sobre la construcción y diseño (¿o deberíamos decir reconstrucción y rediseño?) de la UEM. No obstante, desde una perspectiva de conjunto, EE.UU. lidera el proceso, Japón le sigue de cerca, Europa ofrece algunos síntomas esperanzadores y los emergentes se sitúan en un posicionamiento relativo francamente peor que a finales de 2012.

¿Y España? Sencillamente, mejor. Nosotros somos los primeros sorprendidos con la evolución del empleo, ya que los últimos registros indican que la economía española está aumentando el número de empleados (el último mes en que disminuyó fue febrero, con -28.700, habiendo aumentado en mayo nada menos que +134.700) y reduciendo el número de parados (-98.300 en mayo, que ha sido el mejor mes de mayo desde al menos 2001). Según nuestras estimaciones, esto no

China ha pasado a ser una de nuestras principales preocupaciones desde una perspectiva global.

En España los indicios de mejora, incluso en el empleo, parecen prematuros, pero las cifras, por ahora, son las que son.

"debería" ocurrir antes del 2T 2014, una vez que el PIB haya entrado en positivo, pero estas son las cifras. Sin embargo, según el ISE (Indicador Sintético de Actividad) elaborado por el Ministerio de Hacienda (ver: www.minhap.gob.es), que permite anticipar la evolución del PIB a 3 meses vista con bastante fiabilidad, está teniendo lugar una reactivación más rápida de lo esperado, al menos por nosotros (a pesar de que nos incluimos entre los más optimistas del mercado): el 2T 2013 podría haber sido plano en términos de crecimiento y éste podría ser ligeramente positivo ya en el 3T 2013, siempre en términos intertrimestrales. Si esto fuera así y las últimas cifras de empleo/paro registrado aludidas se confirmaran durante el verano implicaría dos cosas muy importantes: (i) La economía española estaría creando empleo con tasas de crecimiento inferiores a +1%, cuando históricamente (desde 1975) sólo ha sido capaz de hacerlo con PIB superior a +1,8%, y (ii) La vuelta al crecimiento económico (PIB) se materializaría inmediatamente a la vuelta del verano.

Sin poder juzgar aún si esta mejora de actividad está produciéndose de forma tan rápida o no, sí podemos decir que, en nuestra opinión, los riesgos sobre la economía española son a la baja, cuando antes eran al alza. Obviamente, esto es consecuencia del durísimo ajuste aplicado previamente, sobre todo en los frentes de los ingresos personales y de eficiencia empresarial, lo que ha permitido que España sea la única economía europea entre las grandes que haya recuperado competitividad relativa desde 2008. Elaboramos más sobre este aspecto de la economía española en el apartado de este informe dedicado específicamente a la misma, incluyendo un gráfico que muestra cómo, en grandes números, España perdió aproximadamente casi -30% de competitividad relativa frente a Alemania entre 2000 y 2007, pero también cómo ha recuperado desde 2008 hasta el 1T 2013 la mitad de ese retroceso.

Otros aspectos evolutivos de la economía española también permiten ser (o casi empujan a) constructivos: la entrada en superávit comercial (incluida la partida de energía) por primera vez en la historia moderna, la consecución de superávit por Cuenta Corriente o la Capacidad Neta de Financiación. Todo esto lo explicamos detalladamente, más adelante, en el apartado dedicado a España.

Lo más importante.-

En el último trimestre se han producido más cambios constructivos que destructivos, tanto a nivel de economía como de mercado, y esto probablemente sea lo más importante si elevamos la perspectiva para evaluar la situación global. Sin embargo, identificamos 3 factores de bloqueo para el mercado que invitan a adoptar una estrategia de inversión más conservadora durante el verano. Creemos que, habiendo sido agresivos durante la primera mitad del año (también, aunque en menor medida, en el 4T 2012), continuar siéndolo en la misma medida puede proporcionarnos mucho

Sin embargo, es preciso ser muy prudentes y esperar a la confirmación de las cifras de meses posteriores, durante el verano.

Lo más relevante es que los cambios que percibimos resultan, en general, más constructivos que destructivos.

que perder y muy poco que ganar. Pero vayamos por orden. Veamos primero los cambios constructivos que identificamos y que dan y seguirán dando soporte al mercado:

:: Tono de la macroeconomía, en el sentido de que los riesgos se han movido a la baja y las perspectivas de crecimiento al alza.

:: Se ha puesto en marcha un proceso de desapalancamiento progresivo del sector privado y los ratios de deuda/PIB de los gobiernos se encuentran en proceso de limitación (aún es pronto para que puedan reducirse). Este es un cambio tendencial de primer orden, puesto que el detonante de la crisis ha sido el excesivo endeudamiento. El proceso es muy lento, pero al menos está en marcha.

:: Se ha reabierto el mercado de emisiones de deuda corporativa, lo que implica que las empresas pueden volver a financiarse. La mejor prueba de esto es que los yields (TIR de mercado) de las emisiones en secundarios carecen de atractivo debido a su baja rentabilidad. Es cierto que las facilidades de financiación aún no han llegado a pymes y microempresas, siendo precisamente por eso por lo que creemos que aún queda una fase más de flexibilización por parte del BCE después de las elecciones alemanas de septiembre, probablemente consistente en un programa de financiación a familias y pymes en el cual el BEI aportaría ciertas garantías y el propio BCE la liquidez.

:: La financiación a los gobiernos vuelve a ser relativamente cómoda, aunque ciertamente persisten asimetrías en los costes que probablemente resulten muy difíciles de corregir en el corto plazo. Es decir, la asimetría que representa el hecho de que una empresa alemana pueda financiarse a costes mucho más atractivos que otra italiana o española es algo que deberá corregirse o terminará provocando también asimetrías en el crecimiento económico, con unos estados desfavorecidos con respecto a otros. Sin una unión bancaria efectiva y/o una mutualización de la deuda parece muy difícil la convergencia de los costes financieros en el corto plazo, razón por la que pensamos que las situaciones de riesgo - es decir, ampliación de diferenciales periféricos - pueden volver a reproducirse en cualquier momento.

:: Las bolsas empiezan a reconocer el valor de las compañías, las cuales se presentan atractivas por valoraciones. El rally de los primeros 5 meses del año es el mejor testimonio de esto. Incluso empieza a tener lugar, aunque sobre todo en EE.UU., una reactivación de los movimientos corporativos (fusiones y adquisiciones), siendo tal vez su mejor exponente reciente la frustrada compra de Telefónica por parte de AT&T. Aunque la operación no haya llegado a cerrarse, sí pone de manifiesto el hecho de que determinadas compañías, en este caso españolas, están infravaloradas en bolsa. El movimiento de compra de Softbank sobre Sprint Nextel es otro ejemplo del aumento de dinamismo en M&A. Conviene tener presente que las operaciones corporativas suelen ser inflacionistas en términos de cotizaciones debido a las primas pagadas sobre el valor de mercado, por lo que esta reactivación debería terminar siendo, poco a poco, pro-bolsas.

Empresas y gobiernos pueden financiarse de nuevo, aunque con unas asimetrías intolerables dentro de la propia Eurozona,...

... e incluso parecen surgir síntomas de recuperación en el sector inmobiliario, aunque por ahora sólo en EE.UU.

:: Incluso hay síntomas incipientes en el sector inmobiliario, aunque esto es por ahora un hecho contrastado sólo en EE.UU. Allí el precio de la vivienda ha subido aproximadamente +11% en lo que llevamos de año y las casas vendidas superan ya los 5M (5,18M en mayo), una cifra más que decente si tenemos en cuenta que el máximo histórico se situó en 7,3M durante el anterior ciclo expansivo.

Sin embargo, a pesar de los cambios favorables a los que acabamos de referirnos, creemos identificar 3 factores de bloqueo para el mercado durante el verano... pero esto pasa a ser algo opinable, es una apreciación subjetiva, por lo que nos referimos a ellos en el siguiente apartado.

Nuestra opinión.-

El mercado enfrenta determinados factores que lo bloquean y la volatilidad ha ido e irá en aumento. Los 3 factores de bloqueo que nosotros identificábamos a principios de junio siguen estando absolutamente vigentes y mucho nos tememos lo seguirán estando a lo largo de todo el verano: Fed, Japón y Alemania/UEM. Examinemos uno por uno a continuación.

:: Aunque la Fed ya haya aclarado bastante el escenario en cuanto a tiempos y medidas, lo cierto es que el mercado no estará tranquilo hasta comprobar si la reducción efectiva del QE es la adecuada como para no provocar distorsiones relevantes; necesita comprobar que la Fed "no se pasa de frenada". Eso no se sabrá hasta otoño, probablemente hasta octubre (reunión de la Fed 29-30 oct.)...

Ha llegado el momento de asumir la retirada de estímulos, aunque por ahora sólo en EE.UU. A medida que la economía americana acelera su ritmo expansivo, que probablemente será superior a +3% en 2014 (PIB), la Fed se ha visto forzada a preparar al mercado para una progresiva retirada de estímulos (QE). Se trata de asumir, de digerir, el proceso bautizado como "fear on Fed". La Fed empezará a retirar estímulos cuantitativos desde otoño de 2013 y terminará hacia mediados del 2014, pero no subirá su tipo director hasta 2015 como pronto. Sólo lo hará una vez compruebe que la tasa de paro desciende por debajo del 6,5% y eso es difícil que suceda antes de finales de 2014 o principios de 2015. Lo más importante de este proceso es que, de alguna forma certifica, el final de la crisis. El problema es, sencillamente, que el mercado considera esto como una experiencia nueva, que efectivamente lo es, y se pregunta si la Fed mantendrá el ritmo adecuado de retirada sin "pasarse de frenada" y perjudicar la economía.

En nuestra unión, la Fed no podía hacer otra cosa distinta de lo que ha hecho. El procedimiento que ha escogido para empezar

Creemos que el mercado quedará bloqueado durante el verano debido principalmente a 3 factores de bloqueo...

... que son la incertidumbre con respecto a la Fed, la evolución en Japón y la presión que representan las elecciones alemanas de septiembre.

a retirar estímulos parece el más adecuado. Primero debe comunicar al mercado su intención de hacerlo, que es precisamente lo que hizo Bernanke en abril, y observar qué sucede. El golpe al mercado era inevitable, pero no se podía retrasar mucho más tiempo. Lo importante era hacerlo con el mercado a favor, a pesar de los costes que acarrearía, como se ha visto a lo largo del mes de junio. En nuestra opinión, era mejor hacerlo en primavera que durante el verano. De esta forma, la Fed avisa en primavera, el mercado lo asimila durante el verano y, finalmente, se aplica a lo largo del otoño y hasta mediados, previsiblemente, de 2014. No parece una estrategia mal planteada. Sobre todo teniendo en cuenta que hará coincidir su retirada de estímulos con el desenlace de las elecciones alemanas y una vez se haya acabado de concretar el plan de reformas estructurales en Japón. Parece el momento menos arriesgado para hacerlo.

Aún es pronto para esperar movimientos similares, de retirada de estímulos, en Reino Unido, donde probablemente incluso se ampliará el programa de compra de bonos cuando el nuevo gobernador tome posesión en julio, o en Japón, donde apenas acaban de empezar en serio con su particular QE y con un ambicioso programa de reformas. En el extremo opuesto se encuentra la Eurozona, donde aún es posible que el BCE adopte alguna medida de flexibilización adicional después de las elecciones alemanas del 22 de septiembre.

De momento, las únicas subidas de tipos tendrán lugar a corto plazo en ciertos emergentes (Brasil, India...) para tratar de frenar la inflación y la depreciación de las divisas locales. Más adelante, si la economía americana continúa expandiéndose rápidamente, la Fed podría subir su tipo director, pero no antes de 2015. Esa sería la primera subida de tipos entre las economías desarrolladas. El resto llegarán mucho más tarde.

:: Con respecto a Japón, las elecciones a la cámara alta serán el 21 de julio, momento a partir del cual, siempre que el actual Gobierno las gane, como parece, se anunciará la segunda parte del plan de reformas, que debería ser también la más efectiva. El mercado querrá comprobar durante el verano que realmente esto es así. Eso nos sitúa, de nuevo, en otoño.

:: Finalmente, tenemos las elecciones alemanas el 22 de septiembre, tras las cuales Merkel dispondrá, previsiblemente, de otro mandato completo y eso la llevaría a adoptar una postura algo más flexible. Ese sería el momento que el BCE podría aprovechar para aplicar su última fase de flexibilización monetaria mediante un programa de financiación a pymes y familias en coordinación con el BEI (éste aportaría garantías y el BCE la liquidez). Por otra parte, mientras no haya desenlace electoral en Alemania los avances sobre la unión bancaria serán minúsculos. En todo caso, cabe esperar alguno en el frente de la supervisión, pero en ningún caso en lo que se refiere a una garantía de depósitos común, ni tampoco en el

En nuestra unión, la Fed no podía hacer otra cosa distinta de lo que ha hecho. El procedimiento que ha escogido para empezar a retirar estímulos parece el más adecuado.

Abe ganará las elecciones a la cámara alta en julio y sacará adelante la segunda parte de su plan de reformas.

mecanismo de resolución de entidades. Probablemente sea acertado mantener una elevada dosis de escepticismo sobre estos 2 últimos aspectos, independientemente de que hayan pasado o no las elecciones alemanas. De hecho, en el EcoFin del 22 de junio las negociaciones sobre la unión bancaria se cerraron a las 3:40h de la madrugada por agotamiento y sin acuerdo. El marco legal para determinar cómo serán los futuros rescates bancarios está aún muy lejos de tomar forma, particularmente sobre el asunto de quién deberá "pagar la factura" y en qué orden (prelación): accionistas, acreedores institucionales y clientes y/o contribuyentes... y qué grado de libertad tendrán los estados miembros en el proceso. El último borrador establece el siguiente orden: accionistas, deuda híbrida (preferentes y subordinadas), deuda junior, deuda senior, depósitos superiores a 100.000€ de grandes empresas, ídem de particulares y pymes y, por último, depósitos inferiores a ese importe... salvo que el estado miembro y/o el MEDE eviten el cargo contra estos últimos. Pero no hay nada decidido, ni aprobado, por lo que las negociaciones las retoma un nuevo EcoFin el 26 de junio... fecha para la cual ya se habrá publicado este informe.

Finalmente y como mencionábamos antes, no descartamos que el BCE adopte alguna medida de flexibilización adicional después de las elecciones alemanas, probablemente dirigida a facilitar el crédito a pymes y familias con la cooperación del BEI. No es descartable que baje su tipo director hasta 0,25%, pero no es nuestro escenario central.

Tras las elecciones alemanas, Merkel dispondrá, previsiblemente, de otro mandato completo y eso la llevaría a adoptar una postura algo más flexible...

Tabla 1.1: Estimaciones de crecimiento por áreas geográficas.-

Estimaciones de crecimiento (PIB): actualizadas vs anteriores					
	2012r	2013e		2014e	
		Anterior	Actual	Anterior	Actual
UEM	-0,4%	-0,3%	-0,5%	+1,1%	+0,9%
España (1)	-1,6%	-1,2%	-1,3%	+1,2%	+1,2%
EE.UU.	+2,0%	+2,4%	+2,3%	+3,0%	+3,0%
R.Unido	-0,4%	+0,5%	+0,8%	+1,3%	+1,5%
Suiza	+1,0%	+1,0%	+1,2%	+1,5%	+1,8%
Japón	+1,9%	+2,0%	+1,8%	+2,5%	+2,4%
China	+7,4%	+7,5%	+7,2%	+7,0%	+7,0%
India (fiscal)	+5,7%	+5,2%	+5,2%	+6,3%	+6,0%
Brasil	+1,9%	+2,0%	+1,5%	+2,8%	+2,8%

Notas:

(1) Escenario central

e = Estimación propia

...a pesar de lo cual no albergamos demasiadas esperanzas sobre avances efectivos hacia la unión bancaria.

En fin, los tiempos son los tiempos y hay que esperar a que se cumplan. Todo lo anterior nos emplaza a esperar cambios en el mercado en otoño, pero improbablemente antes. Parece probable que el *sell-off* generalizado al que hemos asistido y

sufrido toque a su fin a principios de julio y el mercado entre en una fase de atonía y volatilidad superior, ante la ausencia de variables directoras y puesto que aún es pronto para que tengan lugar desenlaces positivos en los factores de bloqueo aludidos.

En definitiva, estamos iniciando un proceso de normalización progresiva de economía y mercados, pero muy lenta en Europa debido al necesario desapalancamiento que debe producirse. Es muy importante tener en cuenta que el inicio de la retirada de estímulos por parte de la Fed no es una mala noticia, sino buena. Aunque el mercado sufra, como resulta inevitable, con ello a corto plazo. En realidad, dicho proceso equivale a la "firma del certificado de defunción" de la crisis. Significa que la economía - sólo la americana, de momento - puede evolucionar adecuadamente sin asistencia. El único riesgo relevante es la posible asincronía geográfica del proceso. Es decir, puede suceder que la retirada de estímulos en EE.UU. se aplique cuando aún la Eurozona no haya comenzado a despegar y eso de lugar a asimetrías en la recuperación, poniendo las cosas aún más difíciles para Europa. Ese riesgo existe y es uno de los que más nos preocupan, junto con la desaceleración en China. Sin embargo, creemos que algunos indicadores intermedios de actividad europeos están comenzando a mostrar síntomas de reactivación (PMIs, Confianza del Consumidor...) y que la actitud de Alemania será mucho más constructiva después de las elecciones del 22 de septiembre, introduciendo un cambio de expectativas sobre la recuperación europea. Mantenemos una perspectiva constructiva, pero creemos que un complicado final de primavera dará lugar a un verano volátil e inmerso en la atonía. El último trimestre del año volverá a ser mejor.

Mantenemos una perspectiva constructiva, pero creemos que un complicado final de primavera dará lugar a un verano volátil e inmerso en la atonía. El último trimestre del año volverá a ser mejor.

Tabla 1.2: Estimaciones de tipos de interés por áreas geográficas.-

Estimaciones de tipos: actualizadas vs anteriores					
	2012r	2013e		2014e	
		Anterior	Actual	Anterior	Actual
BCE, descuento	0,75%	0,75%	0,50%	1,00%	0,50%
Bund	1,32%	1,70%	1,90%	2,00%	2,20%
B10A España	5,26%	4,80%	4,50%	4,50%	4,00%
Spread ESP-ALE	3,94%	3,10%	2,60%	2,50%	1,80%
R.Unido, dcto.	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
B10A G.B.	1,77%	1,95%	2,35%	2,10%	2,70%
Japón, dcto.	0%/0,10%	0%/0,10%	0%/0,10%	0%/0,10%	0%/0,10%
B10A JPN	0,90%	0,50%	0,90%	0,40%	1,00%
EE.UU.	7,40%	7,50%	7,20%	7,00%	7,00%
B10A US, T-Note	1,76%	1,70%	2,50%	1,60%	2,70%

Notas:

e = Estimación propia

1.2.- Estados Unidos: "De nuevo, un paso por delante."

La economía estadounidense continúa en un estado evolutivo superior. Mientras que la Eurozona continúa en fase de recuperación y Japón retoma el crecimiento gracias a una política monetaria extraordinariamente expansiva, EE.UU. continúa consolidando su ciclo de crecimiento, lo que ha llevado a la Fed a anunciar una más que probable reducción de los estímulos monetarios a partir de finales de este año. Las sólidas cifras de creación de empleo, la fortaleza del consumo, el buen comportamiento de la inversión y la positiva evolución del mercado inmobiliario están permitiendo que EE.UU. obtenga un crecimiento del PIB muy apreciable a la vez que continúa recortando el gasto público para reducir el déficit fiscal. En definitiva, un paso por delante del resto de economías avanzadas.

Situación.-

La característica más destacada de la economía americana es la consolidación del proceso constructivo al que hacíamos referencia en el trimestre anterior, que se apoya en tres pilares fundamentales: mejora de la confianza, mayor creación de empleo y recuperación del mercado inmobiliario. Se trata de un ciclo que se va retroalimentando y que está permitiendo que el PIB haya alcanzado una tasa de crecimiento trimestral anualizada de +1,8%.

El crecimiento del consumo ha llevado a las empresas a incrementar su inversión y crear más empleo, que a su vez genera un incremento de la confianza de los consumidores. El acceso de un mayor número de ciudadanos a las oportunidades de empleo está permitiendo un repunte de la demanda de vivienda y los precios inmobiliarios, lo que a su vez tiene un efecto positivo sobre la riqueza de las familias, que pueden volver a incrementar su consumo, reiniciando este ciclo constructivo.

La constatación de esta tendencia de crecimiento de la economía y creación de empleo es la revisión al alza de las estimaciones macroeconómicas de la Reserva Federal para los años 2013 y 2014, junto con su decisión de anunciar que reducirá progresivamente la dimensión del QE3 en el tramo final de 2013, en el caso de que este escenario macroeconómico tan benigno se materialice.

Lo más importante.-

Unos de los factores más relevantes del ciclo norteamericano es el saludable crecimiento de su economía. Las cifras del primer trimestre del año han mostrado un sólido crecimiento (+1,8% en tasa trimestral anualizada y +1,6% en tasa anualizada), que irá ganando inercia a lo largo del año y permitirá que los impactos negativos de trimestres anteriores como el Huracán Sandy o la incertidumbre por el *Fiscal Cliff* queden en un pasado remoto.

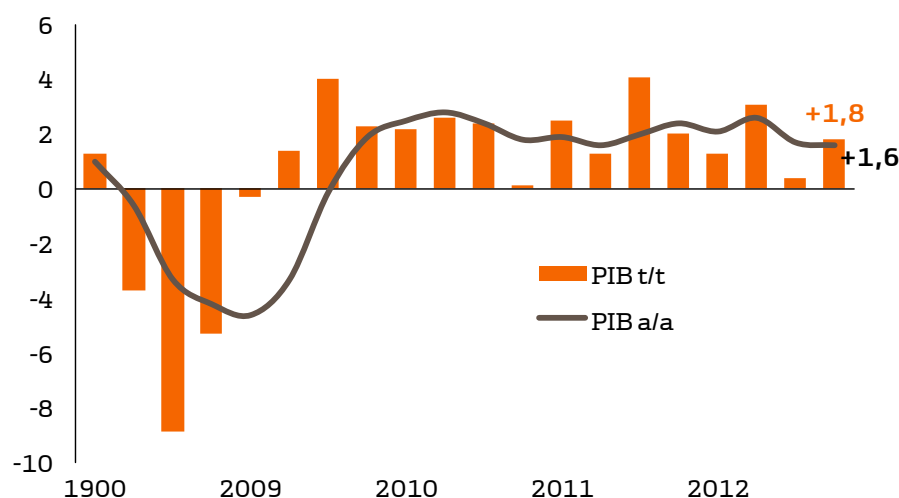
Bajo nuestro punto de vista, más importante aún que el ritmo

La economía americana ha consolidado su tendencia expansiva a lo largo de 2013

El crecimiento del PIB, que se sitúa en +1,8% al cierre del 1T'13, irá ganando inercia con el transcurso del año

de expansión es la equilibrada composición del crecimiento económico, que se apoya en 2 potentes motores de expansión: el consumo y la inversión tanto residencial como empresarial. El consumo, que supone prácticamente el 70% de la economía americana, continúa acelerándose con una tasa de crecimiento de +2,6%. Este incremento del consumo se ha concentrado especialmente en los bienes de consumo duradero como los automóviles, cuyas ventas se han estabilizado en un nivel cercano a los 15 millones de vehículos.

Tabla 1.2.1.- EE.UU., evolución del PIB



Fuente: Bureau of Economic Analysis

¿Es sostenible en los próximos meses este nivel de crecimiento? En nuestra opinión, el aumento del consumo podría desacelerarse levemente, ya que el efecto del aumento de algunos impuestos que entró en vigor en enero de 2013 suele reflejarse en el consumo con unos meses de retraso. Además, los ingresos personales y las ganancias laborales permanecido estables, por lo que el crecimiento del consumo se ha apoyado en una disminución de la tasa de ahorro.

Sin embargo, creemos que la reducción del paro y el incremento de la confianza del consumidor seguirán siendo claros factores dinamizadores. Además, las ventas minoristas han vuelto a ganar *momentum* en los meses de abril y mayo, lo que augura crecimientos del consumo en el rango +2,0%/+2,5% durante los próximos trimestres.

La auténtica **piedra angular de la recuperación** del ciclo americano es la sólida tendencia de **creación de empleo**, que en los 5 primeros meses de 2013 ha alcanzado un promedio de 190.000 nuevos puestos de trabajo mensuales, lo que ha permitido que la tasa de paro se haya reducido desde 7,8% hasta 7,6%.

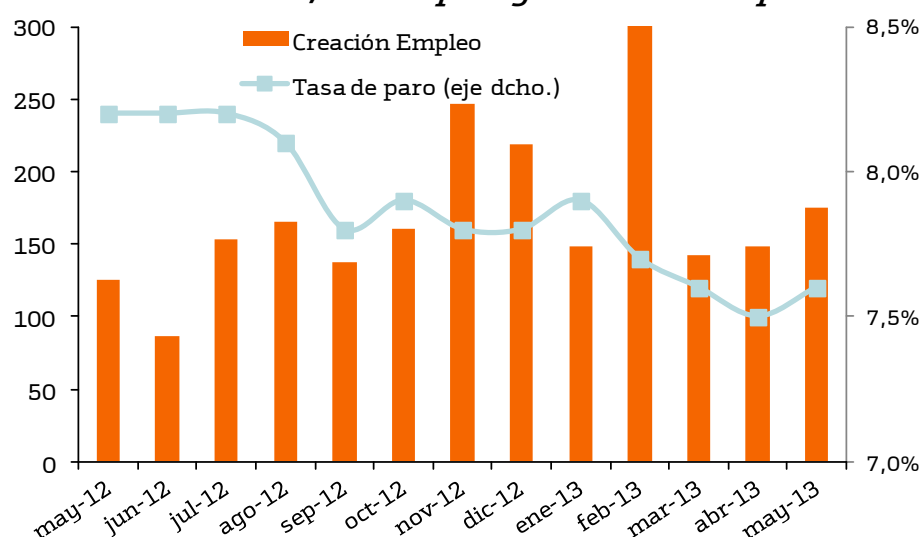
El consumo y la inversión tanto empresarial como residencial continúan impulsando la economía americana...

... a pesar de que el gasto público continúa reduciéndose como consecuencia del proceso de consolidación fiscal

Además, el análisis detallado de las cifras de empleo revela 3 aspectos claramente destacables: (i) la reducción del paro se produce a pesar de que la población activa sigue creciendo y los ciudadanos continúan incorporándose al mercado laboral; (ii) la tasa de **infraempleo**, que incluye todos los trabajadores que tienen un empleo a tiempo parcial pero desearían trabajar a tiempo completo, se ha reducido desde el 14,8% hasta el 13,8% en un año, lo que implica mayores ingresos y poder adquisitivo para más consumidores. (iii) Por último, la **creación de empleo neta** se ha mantenido **a pesar de las reducciones de personal en el sector público** para reducir el nivel de gasto estatal y federal.

La creación de empleo es la piedra angular del proceso constructivo de la economía americana

Tabla 1.2.2.- EE.UU., tasa de paro y creación de empleo



Fuente: Bureau of Labor Statistics

Estas variables refuerzan la tendencia de clara recuperación del mercado laboral, por lo que consideramos que la creación de empleo se mantendrá en promedios cercanos a los 150.000 puestos de trabajo mensuales, mientras que **la tasa de paro se situará en el 7,4% a finales de 2013 y proseguirá su descenso en 2014 hasta alcanzar una tasa de 6,8%.**

Otro de los factores que está contribuyendo de forma decisiva al crecimiento económico es la **coyuntura expansiva** que atraviesa el **sector inmobiliario**, que va ganando consistencia y se pone de manifiesto en todos los indicadores relevantes de demanda, precios y actividad promotora. Las ventas de vivienda usada, principal indicador de la demanda en el mercado americano, han superado la barrera psicológica de los 5 millones, lo que supone el mejor registro de los últimos 3 años y medio.

Este incremento de la demanda está impulsando la recuperación de los precios, que se están incrementando a un ritmo superior a +10% anual en las 10 mayores ciudades de EE.UU. según el índice S&P Case-Shiller. La recuperación de los precios también es consecuencia de la reducción de la

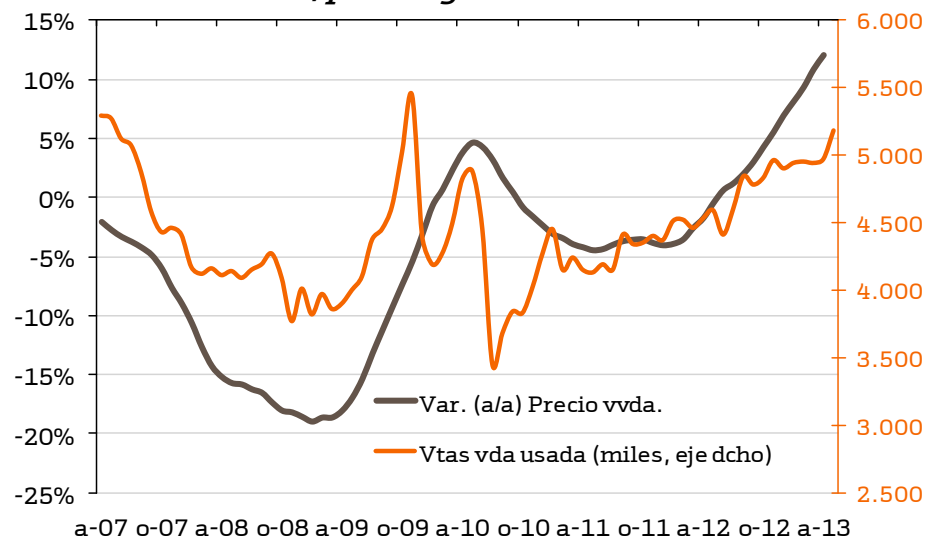
La recuperación del mercado laboral se refleja en la creación de empleo, el aumento de la tasa de actividad y la reducción de las tasas de paro e infraempleo

morosidad, lo que ha provocado que sólo un 18% de las operaciones de venta esté originada por ejecuciones hipotecarias, el nivel más bajo desde octubre de 2008. En conjunto, la recuperación del sector inmobiliario repercute positivamente sobre el conjunto de la economía, en una triple vertiente: impulsa la inversión en otros sectores auxiliares, fomenta el consumo de bienes duraderos e incrementa la riqueza de las familias.

No obstante, esta etapa de fuerte recuperación del **sector inmobiliario** desde principios de 2012 puede atravesar una fase de **menor crecimiento** en la segunda mitad de este año. Aunque los indicadores adelantados tanto de demanda (preventas de vivienda) como del ciclo constructor (permisos de construcción y viviendas iniciadas) y el índice de confianza de los promotores anticipan que el ciclo expansivo en el mercado de la vivienda continuará, la intención de la Fed de reducir progresivamente los estímulos ha provocado un **fuerte aumento de los tipos de interés a largo plazo**.

El tipo de interés fijo a 30 años usado en el mercado hipotecario ha repuntado desde 3,40% a principios de mayo hasta 4,24% a finales de junio, lo que supone un considerable aumento del coste de financiación de una vivienda y un freno en la fase de recuperación del sector inmobiliario. No obstante, consideramos que el mayor nivel de empleo en la economía seguirá reforzando la demanda de vivienda en 2014 y los tipos permanecerán en niveles bajos, especialmente si lo comparamos con los tipos superiores a 6% vigentes durante los años 2006 y 2007.

Tabla 1.2.3.- EE.UU., precios y ventas de vivienda



Fuente: Case-Shiller (precios) y National Assoc. of Realtors (Uds.).

Además de la inversión residencial, la **inversión empresarial** en formación de capital fijo también está creciendo. El proceso de constante modernización de la estructura productiva prosigue su curso, con un incremento de +4,6% en bienes de

El ciclo expansivo del mercado inmobiliario se pone de manifiesto tanto en demanda de vivienda usada como en la oferta de nueva vivienda

El incremento de los precios a tasas superiores a +10% contribuye a incrementar la riqueza de las familias

equipo. Este aumento de la inversión está permitiendo que la productividad no agrícola continúe aumentando a pesar del mayor número de empleos.

Además, EE.UU. sigue impulsando la pujante industria del **shale gas** y la inversión en nuevas técnicas de extracción y la explotación de nuevos yacimientos continuará en los próximos trimestres. Los efectos favorables del desarrollo de esta nueva industria permitirán que los precios de la energía se mantengan contenidos, por lo que la estabilidad de precios seguirá siendo la tónica dominante y la **inflación** se situará en **niveles bajos durante 2013 y repuntará hasta cifras cercanas a +2% en 2014**. Por lo tanto, la inflación no supondrá un obstáculo para que la Fed mantenga unos tipos de interés reducidos.

No obstante, la inversión empresarial es la variable que puede estancarse más en los próximos trimestres. La actitud de las empresas seguirá siendo cautelosa a la hora de ampliar capacidad y acumular inventarios, hasta cerciorarse de que el impacto de la expiración de los incentivos fiscales es manejable. En este sentido, el leve **retroceso en el grado de utilización de la capacidad productiva** hasta 77,6% y el hecho de que el ISM del sector manufacturero haya caído por debajo de 50 sugiere que la actividad industrial podría ralentizarse, por lo que el crecimiento de la inversión se mantendrá en el rango +1,0/+1,5% durante los años 2013 y 2014.

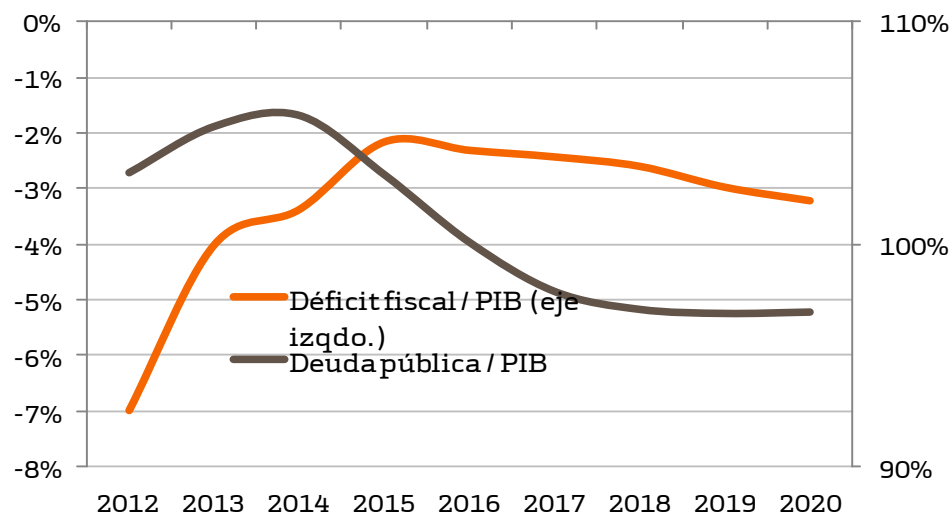
Ante este escenario claramente favorable, cabría preguntarse cuáles son los **principales factores de incertidumbre** que debemos identificar en nuestro radar como posibles obstáculos al crecimiento. Los riesgos más relevantes son, en nuestra opinión, los siguientes:

Retirada de estímulos monetarios. En nuestra opinión, la Fed procederá a una progresiva retirada de los estímulos monetarios, que se completará a mediados de 2014, lo que ya está teniendo un impacto negativo sobre los tipos de interés a largo plazo. Sin embargo, hay que tener en cuenta que la reducción de estímulos está condicionada a que se cumpla el escenario económico benigno, por lo que la economía estaría preparada para caminar sola sin el apoyo del QE3. Además, hay que resaltar que las condiciones de financiación continuarán siendo favorables: a pesar de la retirada del QE3, la Fed mantendrá los tipos bajos hasta 2015 y la disposición de las entidades a conceder crédito continúa mejorando de forma constante, gracias a la mejora en la solvencia de las entidades financieras y la menor morosidad.

Impacto del *sequestration*. La entrada en vigor en el primer semestre de 2013 de una reducción del gasto público por importe de 85.000M\$ constituye, junto con la expiración de algunos incentivos fiscales a empresas y empleados, una amenaza para la coyuntura americana. Aunque la mayor parte del recorte se concentre en los gastos de defensa, los recortes automáticos en gasto educativo y de infraestructuras sí podrían tener un efecto negativo en el medio plazo. En cualquier caso, seguimos considerando que estos riesgos se han ido diluyendo en los últimos meses.

Los riesgos principales son la gestión del techo del gasto público y el impacto sobre la economía de la retirada de estímulos por parte de la Fed

La posible retirada de estímulos por parte de la Fed ha sido descontada con una subida repentina de los tipos de interés a largo plazo

Tabla 1.2.4.- Proyección de deuda y déficit público

La retirada de estímulos no implica una subida del tipo de interés oficial de la Fed y las condiciones de acceso al crédito seguirán mejorando

Fuente: Oficina de Presupuestos del Congreso de EE.UU.

En primer lugar, el consumo y la inversión no se han resentido hasta ahora y continuamos afirmando que en el **peor escenario posible, el impacto negativo sobre el PIB estadounidense se cifrará entre 50 p.b. y 70 p.b. de crecimiento**, a pesar de lo cual la economía americana mantendría un crecimiento próximo, aunque ligeramente inferior a +2%. En segundo lugar el hecho de que republicanos y demócratas puedan negociar sin la espada de Damocles de una convocatoria electoral próxima, debería permitir que se vayan firmando acuerdos puntuales que permitan el funcionamiento normal de los servicios públicos. De este modo, se irá avanzando hacia un pacto más amplio para la **ampliación del techo de deuda**, que combine el aumento de ingresos fiscales con el recorte del gasto público, lo que permitiría una progresiva reducción del gasto público durante esta década, en línea con el escenario base elaborado por la Oficina de Presupuestos del Congreso (ver tabla 1.2.4).

En definitiva, reafirmamos nuestra visión optimista acerca de la economía americana, situando **la tasa de crecimiento estimada para el año 2013 en +2,4%** y manteniendo la estimación de **+3,0% de incremento del PIB en 2014**.

Nuestra opinión.-

Nuestra perspectiva acerca de la economía norteamericana continúa siendo claramente positiva. El crecimiento de la economía está contribuyendo a que el sector privado continúe creando empleo de forma muy consistente, lo que está teniendo un efecto muy positivo sobre el consumo, la inversión y la confianza de los principales agentes económicos. La recuperación del sector inmobiliario es un hecho consumado,

El ciclo americano continúa teniendo fortaleza suficiente como para sobreponerse al efecto del sequestration fiscal

que tiene una influencia muy positiva sobre el consumo de bienes duraderos y la riqueza de las familias.

La solidez del consumo y la inversión seguirá permitiendo que la economía mantenga unos niveles de crecimiento superiores a +2% a pesar de que el gasto público continuará reduciéndose. Por lo tanto, **EE.UU. se acerca a lo que podríamos llamar la cuadratura del círculo: ser capaz de simultanear un ciclo de expansión con un proceso de progresiva consolidación fiscal.** El hecho de que el principal factor de riesgo para el crecimiento sea el impacto de la retirada de estímulos monetarios por parte de la Fed es una clara demostración de la fortaleza de la economía.

Desde la perspectiva europea, una coyuntura expansiva caracterizada por un crecimiento equilibrado, una creciente disciplina fiscal y un banco central iniciando la retirada de estímulos se asemeja a un escenario de ciencia ficción. Sin embargo, esta realidad existe y continúa siendo EE.UU. que, al igual que en anteriores trimestres, continúa evolucionando un paso por delante del resto de economías avanzadas.

En conjunto, estas amenazas parecen tener menor relevancia que los factores dinamizadores de la economía, por lo que el nivel de riesgo se ha reducido

1.3.- Europa: "En un compás de espera hasta las elecciones alemanas".

Se aprecia una mayor implicación de las autoridades europeas en la gestión de la crisis. No obstante, durante el próximo trimestre Europa permanecerá "bloqueada" por dos motivos: las elecciones alemanas y la incertidumbre sobre los avances en la construcción de la unión bancaria.

En el ámbito económico, la Eurozona continuará débil aunque estimamos una mejora lenta pero gradual a partir del último trimestre del año.

Desde la publicación de nuestro último Informe de Estrategia Trimestral la situación en Europa es algo más alentadora y los principales riesgos que identificábamos tres meses atrás parecen ya haberse reconducido:

Chipre se ha convertido en un capítulo anómalo de la historia de la Eurozona. Se dejó claro que los depósitos inferiores a 100.000€ están garantizados, pero el problema fue el hecho de que se cuestionara la seguridad jurídica en la Eurozona, poniendo de manifiesto la falta de consenso por parte de las autoridades europeas.

En cuanto a **Italia**, consiguió finalmente formar Gobierno. Enrico Letta estará a la cabeza de un Ejecutivo de coalición entre su partido, el Demócrata (centro-izquierda), el de Silvio Berlusconi (centro-derecha) y el partido de Mario Monti. El largo periodo de transición entre las elecciones y la formación de Gobierno (con incertidumbre adicional ante la posibilidad de tener que repetir elecciones) no tuvo finalmente un impacto demasiado elevado en el mercado de renta variable, ni tampoco en el mercado de deuda soberana tanto en Italia como en otros países periféricos.

A estos dos eventos se unió una tensión momentánea y rápidamente solucionada en **Portugal**, cuando el Tribunal Constitucional decidió desestimar algunas de las principales medidas de austeridad que habían sido incluidas en los Presupuestos 2013: supresión de la paga extra a funcionarios y jubilados, recorte de la contribución a la Seguridad Social a los parados y los cambios que habían sido introducidos en las bajas por enfermedad. La eliminación de estas medidas suponían en total cerca de 1.300M€ (20% del total de medidas de austeridad). El Presidente, Pedro Passos Coelho, introdujo rápidamente nuevas medidas alternativas que solucionaron el embrollo, entre ellas destacaríamos: la reducción de 30.000 funcionarios, el recorte del sistema de pensiones, el retraso de un año en la edad de jubilación (hasta los 66 años) y la ampliación de 35h a 40h la jornada laboral de los funcionarios.

Con estos frentes despejados, salió a escena **Eslovenia**. Por el momento ha sorteado la asistencia financiera, si bien debe de hacer frente a una serie de desequilibrios macroeconómicos relevantes. Para reconducir la situación hasta 2015 ha aprobado una serie de medidas que incluyen la creación de un banco malo, recapitalización de su sistema financiero con 1.000M€ aprox., recorte de salarios públicos (entre 0,5% y 5%) y un ambicioso programa de privatizaciones (incluyen el

Los principales riesgos que identificábamos tres meses atrás parecen haberse reconducido...

...Chipre, Italia, Portugal y Eslovenia ya son capítulos pasados de la Eurozona.

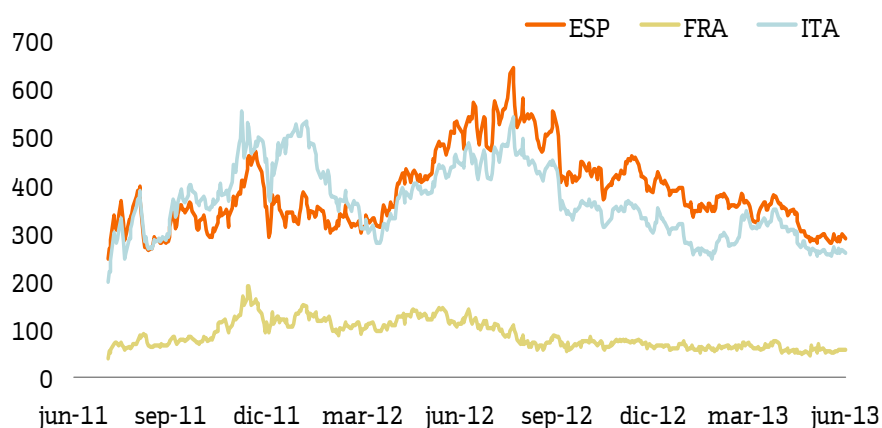
segundo banco más grande del país, la principal operadora telco y la primera aerolínea). Además, este plan contempla un incremento del IVA hasta 22% desde 20% y también, del tipo reducido que llegará hasta el 9,5% desde 8,5%. Con todas estas medidas, el Gobierno prevé que el déficit presupuestario llegará al 7,8% en 2013 y 3,3% en 2014.

Como medida para poder reconducir la situación, la CE habría solicitado que se realice una evaluación independiente en la que se aclare cuál es la salud real del sistema financiero esloveno. El FMI cifra la recapitalización de los tres mayores bancos en 1.000M€ y estima que necesitaría en torno a 3.000M€ para pagar vencimientos de deuda, financiar presupuesto y recapitalizar bancos. Según el FMI los activos tóxicos eslovenos ascenderían a 6.700M€ que equivale al 19% del PIB. En cuanto a su deuda, no es demasiado elevada: 54%.

A pesar de todos estos obstáculos el mercado de deuda pública europeo ha reaccionado más que aceptablemente, con considerables estrechamientos de diferenciales.

A pesar de los obstáculos a los que Europa ha tenido que hacer frente, la prima de riesgo se ha reducido considerablemente.

Gráfico 1.3.1: Europa, Diferencial de tipos con Alemania.-



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bankinter.

Además del estrechamiento en la prima de riesgo en muchos países periféricos, identificamos una serie de factores que permiten entrever que **el año 2013 representa el punto de inflexión** y que lo peor parece haber quedado atrás. Entre los principales efectos positivos destacamos:

- 1- Un **cambio de actitud de las autoridades europeas** que quedó patente tras la rebaja por parte del BCE del tipo director hasta 0,50% desde 0,75% anterior. Parece dispuesto a introducir medidas adicionales en caso de considerarlo necesario: nuevas bajadas de tipos o la introducción de medidas que impulsen el crédito, especialmente para pequeñas y medianas empresas. Insisten en que la política monetaria continuará siendo acomodaticia tanto tiempo como sea necesario.

Se ha producido un cambio de actitud parte de las autoridades europeas que ha sido positivo.

- 2- Esta actitud más proactiva se vió también reflejada cuando la Comisión Europea dotó de **más tiempo** a España, Francia, Holanda y Portugal para **cumplir con el objetivo déficit público** -3%, evitando de esta manera un mayor daño en el crecimiento económico.
- 3- Una **enorme liquidez procedente de las políticas monetarias de otros países** (principalmente Japón y EE.UU.) ha dado soporte a bolsas y a los mercados de deuda, introduciendo gran liquidez en el sistema. Buena muestra de ello queda patente en las devoluciones que algunos bancos han realizado anticipadamente de los LTRO (*Long Term Refinancing Operations*). Se estima que hasta el momento habrán devuelto en torno al 30%.

Pero dos fuertes obstáculos lastrarán a la Eurozona el próximo trimestre...

A pesar de que se perciben ciertos aires de mejora, los riesgos continúan siendo elevados y principalmente dos destacarán en el próximo trimestre:

- 1- Las **elecciones alemanas** se celebrarán el próximo 22 de septiembre. Por el momento las encuestas dan como vencedor a la Unión Cristianodemócrata (CDU) de Angela Merkel aunque, previsiblemente, deberá formar una coalición de Gobierno. Por ello, y ante el temor de perder fuerza en las urnas, creemos que Europa hasta este momento permanecerá inoperante y no se introducirán medidas adicionales para superar la recesión. Pero, tras la victoria de Merkel, estimamos que se adopte una actitud más proactiva.
- 2- La **fragmentación de los mercados financieros** que encuentra su máximo exponente en unos tipos de interés más elevados en los países periféricos que en el resto de Europa y, por supuesto, una falta de disponibilidad del crédito que afecta en mayor medida a determinados sectores. Tendencia esta que viene a su vez remarcada en determinados países. Para hacer frente a este problema la Unión Europea actúa proporcionando liquidez, mediante el programa de compra de bonos OMT, reduciendo los tipos de interés hasta 0,5% desde 0,75% anterior, estudiando opciones que permitan reactivar el crédito en pequeñas y medianas empresas y, también, analizando la posibilidad incluso de situar el tipo de depósito en negativo. Finalmente, camina hacia la unión bancaria como mejor vía posible para reducir de forma efectiva la fragmentación en los mercados. ¿Cuál es el problema? La falta de consenso en el seno de la Unión Europea difícilmente permitirá la implementación de la unión bancaria completa, al menos en el corto plazo. Los avances en materia de supervisión común son posibles, pero menos probables los referidos a un FGD común y a un mecanismo "resolutor" de entidades.

...las elecciones alemanas 22/09...

...y la falta de consenso por parte de las autoridades europeas que impide alcanzar un acuerdo que permita reducir la fragmentación de los mercados financieros.

La implementación de la unión bancaria crearía *teóricamente* una unión monetaria real, capaz de romper el fuerte vínculo existente entre Riesgo Soberano y Riesgo Bancario. Antes de llegar a ella es necesario la implementación tanto del

Mecanismo Único de Supervisión, encargado de introducir reglas comunes y hacerlas cumplir de manera unánime y que podría ser aprobado próximamente y, por otro lado, el Mecanismo Único de Resolución (MUR) de crisis bancarias. El último paso sería el Fondo de Garantía de Depósitos para el cual todavía no se ha concretado ni fecha ni detalles. En cualquier caso, creemos que Europa se encuentra en una situación muy lejana de conseguir un acuerdo efectivo y, previsiblemente, la próxima cumbre del 29 de junio no arrojará conclusiones válidas en este sentido.

En cuanto a la negociación sobre la Recuperación y Resolución de entidades financieras, continúan los debates. El principal punto de conflicto es determinar si realmente los gobiernos tendrán potestad para decir a quién rescatan y, en segundo lugar, quién se hará responsable en caso de rescate bancario y cuál será el orden de prelación. Por el momento, el último borrador contempla que los responsables de realizar el pago serán (por orden): accionistas, deuda híbrida, deuda junior, deuda senior, depósitos superiores a 100.000€ de grandes empresas y también de particulares y pymes y, finalmente, los depósitos inferiores a 100.000€. El Fondo de Garantía de depósitos protegería los depósitos inferiores a esta cuantía, mientras que el Fondo de Resolución podría proteger inversiones de mayor importe.

A pesar de lo anteriormente expuesto, creemos que la situación en Europa es hoy algo más alentadora que el trimestre anterior. Si bien la economía continua presentando claroscuros. Estimamos una cierta recuperación después del verano y, especialmente, tras la celebración de las elecciones alemanas el próximo 22/9. Previsiblemente la Eurozona y, en especial Alemania, adopte una actitud más flexible a partir de este momento.

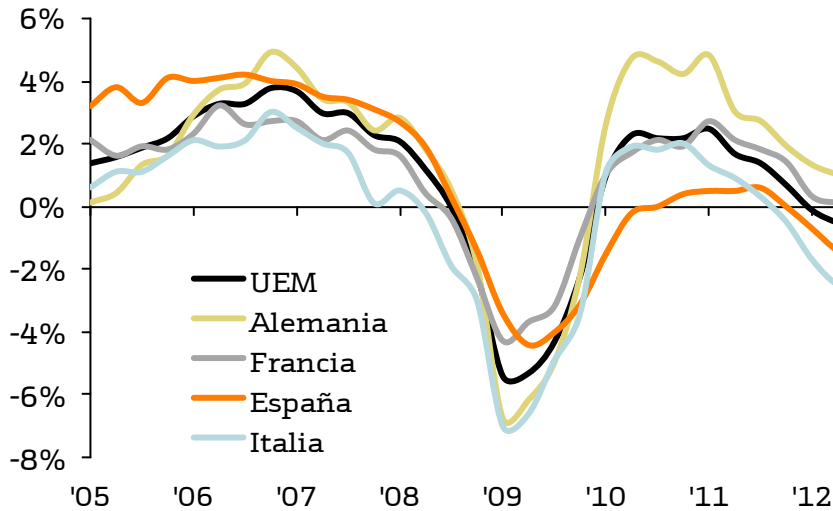
El PIB 1T'13 en la Eurozona se contrajo -1,1% en tasa interanual con retrocesos generalizados en la mayoría de las partidas. La buena noticia viene de la mano del consumo que consiguió abandonar la contracción tras varios trimestres consecutivos en negativo. Prácticamente todas las economías muestran crecimientos negativos, incluso Alemania que retrocedió -0,3%. En términos intertrimestrales la economía europea se contrajo 1T'13 -0,2%, mientras que Alemania consiguió crecer levemente hasta +0,1%. **Nuestra estimación es que Europa se contraerá -0,5% en 2013 y crecerá +0,9% en 2014**, de esta manera hacemos una revisión a peor de nuestra estimación anterior (-0,3% y +1,1% respectivamente).

En cuanto a los indicadores de confianza alemanes, los últimos registros evolucionaron muy positivamente con la peculiaridad de que en ambos casos fue la componente de expectativas futuras la que mejor evolucionó. El ZEW en Alemania sorprendió al alcanzar 38,5 desde 36,4 anterior, mientras que el IFO también experimentó un repunte hasta 105,9 desde 105,7 anterior.

Los avances en materia de supervisión común son posibles, pero menos probables son los referidos a un FGD común y a un mecanismo "resolutor" de entidades.

Estimamos una contracción del PIB 1T'13 de -0,5%, pero en 2014 crecerá +1%.

Gráfico 1.3.2: Europa, evolución PIB (%a/a).



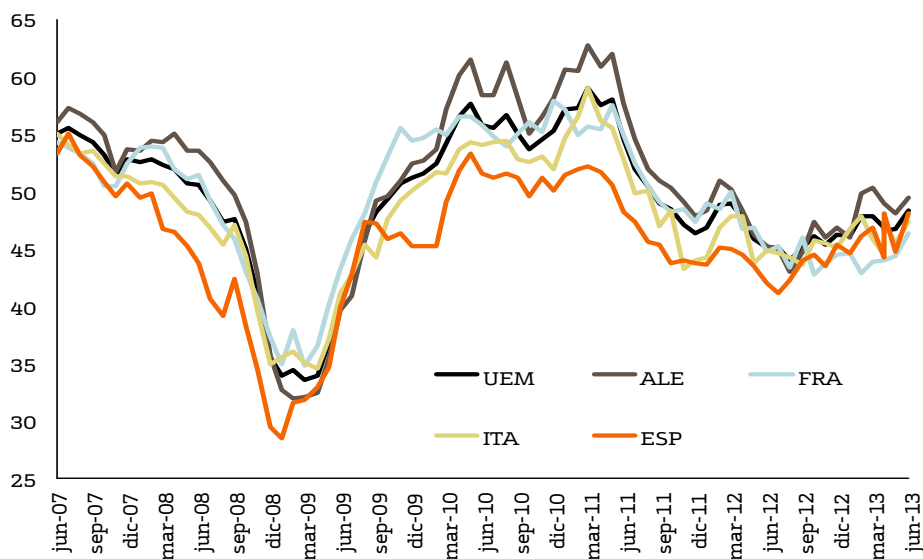
Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bankinter.

Los indicadores alemanes de confianza muestran expansión económica.

En cuanto al **PMI Manufacturero** experimentó en junio un repunte acercándose a la zona de expansión, si bien no la alcanza y registra ya 24 meses consecutivos en contracción: 48,7 vs 48,3 registrado en mayo.

El **sector exterior** está siendo uno de los principales factores que potencian la recuperación económica y seguramente evolucione de la misma manera durante los próximos trimestres, en tanto en cuanto el consumo y la inversión privada recuperen la fuerza perdida. En el mes de abril, se registró una Balanza Comercial de 16.100M€ (+56%). Las exportaciones aumentaron +2%, mientras que las importaciones se redujeron -2%.

Gráfico 1.3.3: Europa; Evolución PMI Manufacturero países.-



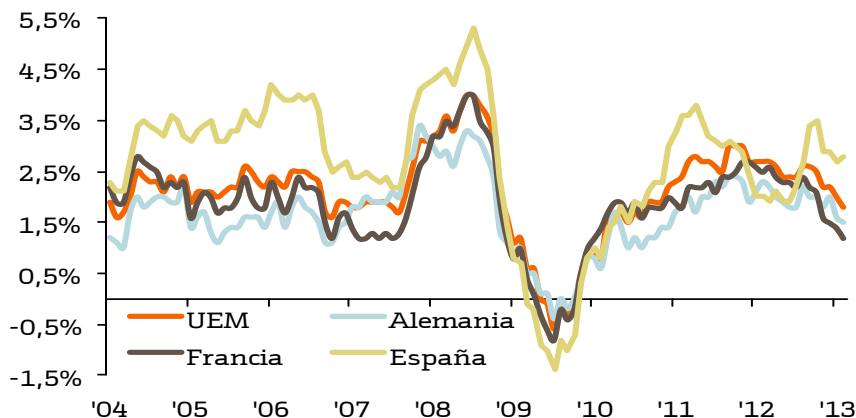
Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bankinter.

El sector exterior continuará siendo uno de los principales factores que potencien la recuperación económica.

En cuanto a la **Tasa de Paro** se encuentra en el máximo histórico 12,2%, lo que indica que 19,4 millones de personas se encuentran actualmente desempleadas en la UEM. España continúa a la cabeza mientras que Francia, Irlanda, Italia y Portugal también muestran elevados registros. Previsiblemente la situación no mejore en los próximos meses mientras que la economía se mantenga en contracción, si bien es cierto que la **tasa podría estabilizarse en 2013 y reducirse hasta 11,9% en 2014**, cuando se alcancen cotas de crecimiento más elevadas.

La **inflación** no es un foco de preocupación y se encuentra holgadamente por debajo del objetivo de 2% establecido por el Banco Central Europeo. El último registro disponible, el correspondiente a mayo, mostró un ligero repunte +1,2% al producirse un incremento en el precio de los alimentos. Para los próximos meses no pensamos que vaya a producirse un aumento de los precios ya que la debilidad económica y la inexistencia de presiones salariales no motivarán este aumento. **Revisamos a la baja nuestra estimación anterior: los precios se situarán en 1,5% en 2013 y 2,1% en 2014 (vs 1,7% y 2,3% estimación anterior).**

Gráfico 1.3.4: Europa, evolución IPC (%a/a).



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bankinter.

En términos generales, podemos concluir que la Eurozona no evoluciona a buen ritmo, aunque es cierto que la situación es hoy algo mejor que meses atrás. Esto es así gracias en parte a un mayor apoyo de las autoridades europeas y a una mejora en ciertos indicadores económicos. No obstante, de cara al próximo trimestre, estimamos que la economía se mantendrá "bloqueada" a la espera de la celebración de las elecciones alemanas el próximo 22/09.

Estimamos una estabilización del desempleo en 2013, y un descenso a partir de 2014 hasta 11,9%...

... no hay tensiones por el lado de los precios, se sitúan holgadamente por debajo del 2%.

La situación en Europa es hoy algo mejor que meses atrás. No obstante, en el próximo trimestre Europa permanecerá "bloqueada".

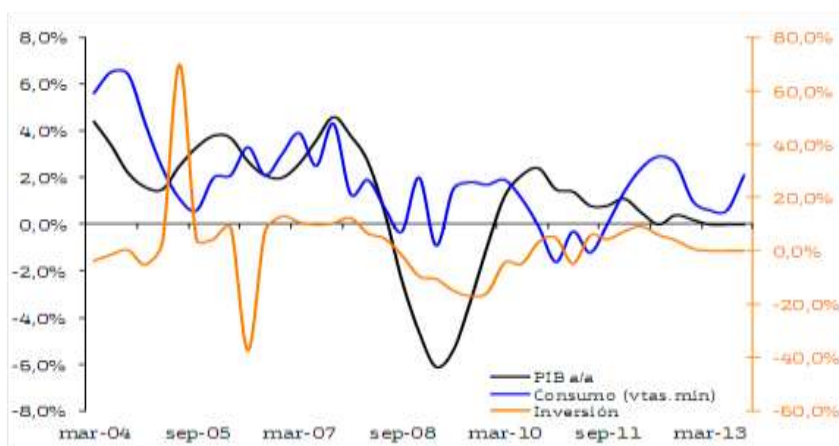
Reino Unido: "La llegada de Carney podría suponer un punto de inflexión en la eterna recuperación de la economía británica."

Contra todo pronóstico, la economía británica consiguió evitar lo que hubiera sido su tercera recesión en 5 años. Parece que el contexto económico va mejorando o al menos así lo empiezan a reflejar los últimos datos macro publicados. Sin embargo, el ritmo de recuperación está siendo muy lento y la economía tiene que afrontar importantes retos para solucionar su todavía complicada situación. Además, la inflación seguirá por encima del objetivo de +2% durante los próximos dos años. Carney tiene en sus manos la posibilidad de marcar un antes y un después en esta eterna recuperación económica...

La economía británica consiguió evitar lo que hubiera sido su tercera recesión en 5 años, con un crecimiento en el 1T'13 de +0,3% en términos intertrimestrales, lo que supone un crecimiento interanual de +0,6%. Además, desde comienzos de 2013 se ha observado un mejor comportamiento del sector exterior, una mayor actividad en el sector servicios y algunos síntomas de recuperación del consumo. Por otra parte, en los próximos meses se espera que la extensión del programa *Funding for Lending Scheme (FLS)* hasta 2015, tenga un efecto positivo sobre el flujo de crédito y la inversión. En conclusión, podemos decir que el tono de la economía está mejorando progresivamente, por lo que revisamos al alza nuestra estimación para el PIB de 2013 desde +0,5% hasta +0,8% y desde +1,3% hasta +1,5% para 2014.

La economía consiguió evitar lo que hubiera sido su tercera recesión en 5 años, con un crecimiento en el 1T'13 de +0,3% (t/t).

Cuadro 1.3.5. - Evolución del PIB, Consumo e Inversión



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bankinter

A pesar de esta evolución positiva, la previsión es incierta y esperamos que el crecimiento siga siendo débil. Los principales riesgos que encontramos son:

1. El ritmo de desapalancamiento del país.
2. La evolución del sector exterior, muy dependiente de la recuperación económica de la Eurozona.
3. La debilidad del consumo y el estancamiento del mercado laboral.
4. El impacto del Plan de Austeridad.
5. La efectividad de la extensión hasta 2015 del FLS en la reactivación del crédito y la inversión.

El **consumo** continúa débil aunque se aprecia cierta recuperación, tal y como muestra el aumento de las ventas de automóviles o el incremento de los volúmenes de caja de las compañías, indicador que por otro lado, suele anticipar un aumento de la inversión empresarial. La positiva evolución de las **ventas minoristas** desde comienzos de año, es otra prueba de ello (si descartamos el retroceso de marzo por motivos climatológicos). Sin embargo, el desglose por componentes del PIB del 1T'13, mostró una aportación del consumo privado al crecimiento inferior a la del 4T'12, pasando de +0,4% a +0,1% (t/t), siendo éste su registro más débil desde septiembre de 2011. Durante los próximos trimestres esta positiva, aunque modesta evolución del consumo, irá avanzando a medida que la recuperación económica se traslade al mercado laboral.

El **gasto público** ha empezado a sufrir las consecuencias del Plan de Austeridad. Esta variable también ha reducido su aportación al crecimiento económico del país hasta 0,0% 1T'13 desde +0,6% (t/t) 4T'12. Las medidas de ajuste presupuestario puestas en marcha por el Gobierno británico seguirán impactando negativamente sobre el gasto público, al menos hasta que se vaya reduciendo el déficit según los objetivos propuestos. Tan sólo unos días antes de la publicación de este informe, el Ministro de Finanzas, George Osborne, anunció un nuevo plan de recortes en el presupuesto del país durante 2015 y 2016 valorado en 11.500MGBP. Desde que el déficit alcanzara su máximo de 11,1% del PIB en el periodo 2009-2010, hasta la fecha el gobierno no ha conseguido su objetivo de reducirlo a la mitad, reduciéndolo incluso menos de una tercera parte.

La mejora progresiva mostrada por los **principales sectores de actividad** (servicios, manufacturero y construcción) y por los indicadores de confianza, apenas está teniendo impacto sobre el **mercado laboral** (PMI's mejorando desde inicios de año y actualmente indicando expansión >50, **Producción Industrial** reduciendo su caída y precios de las viviendas en aumento), por lo que la tasa de paro continúa estancada en el 7,8%. Sin embargo, la reactivación de la economía todavía está lejos de ser suficiente, por lo que no tendrá su reflejo en términos de reducción de tasa de paro hasta que la tendencia se confirme en el tiempo y el crecimiento económico alcance mayor impulso. **Por ello, consideramos que la tasa de paro podría seguir aumentando este año, aunque alcanzará niveles inferiores a los estimados anteriormente, motivo por el cual revisamos a la baja la estimación para la Tasa de Paro desde**

A pesar de los síntomas de recuperación, el consumo continúa débil y gasto público ha dejado de aportar al crecimiento del país.

El gasto público ha empezado a sufrir las consecuencias del Plan de Austeridad.

8,1% hasta 7,9% de cara a 2013 y empezaría a reducirse a partir de 2014, por lo que revisamos nuestra estimación desde 8,0% hasta 7,7%.

El nivel actual de **inflación** sigue por encima del objetivo de +2%. A pesar de haber experimentado cierta estabilización en los primeros meses del año, en el mes de mayo ha vuelto a repuntar hasta +2,7% (vs +2,4% en abril), explicado principalmente por los precios del transporte (las tasas aéreas han aumentado +22%). Además, la política monetaria expansiva llevada a cabo por el BoE, la presión que ejercen los precios regulados y la subida de los precios inmobiliarios, harán que durante los próximos dos años la inflación se mantenga por encima de objetivo. Sin embargo, estas presiones deberían tender a desvanecerse en la medida en que los niveles de productividad se incrementen (ausencia de incrementos salariales importantes), la libra siga corrigiendo su tendencia depreciatoria y las presiones sobre los precios por parte de factores externos desaparezcan. **En consecuencia, mantenemos inalterada nuestra estimación de inflación en +2,9% para 2013 y en +2,5% de cara 2014.**

La **inversión** ha seguido deteriorándose durante la primera mitad de 2013. En el desglose del PIB del 1T, se observa como la contribución de esta partida también se ha reducido, con una aportación de -0,8% frente a -0,2% (4T'12), siendo el registro más débil desde marzo 2011. No obstante, de cara a los próximos trimestres se espera que la extensión del programa *Funding for Lending Scheme* (FLS) empiece a mostrar sus efectos sobre el flujo de crédito y la inversión, que desde su puesta en marcha el pasado 1 de julio de 2012, han sido bastante limitados.

El **sistema financiero británico** ha mostrado recientemente seguir teniendo necesidades de capital. Un estudio publicado por el regulador británico *Prudential Regulation Authority*, ha estimado que entre los principales 8 bancos del Reino Unido, el déficit de capital asciende a 31.500M€. Esto ha generado dos riesgos importantes: en primer lugar, el anuncio de la ventas de activos no estratégicos con el objetivo de recaudar 14.633M€ debe materializarse y hacerse a los precios objetivo; en segundo lugar y con respecto a los 16.037M€ restantes, las entidades van a tener que recurrir a los mercados de capitales, si éstos no reaccionan como se espera, será el Estado el que tenga que cubrir esta parte, lo que supondría un incremento del déficit que complicaría notablemente las cosas al Gobierno británico para conseguir sus objetivos.

En términos relativos el **sector exterior** ha mostrado un mejor comportamiento que el consumo y la inversión durante la primera parte de 2013. La depreciación experimentada por la libra esterlina desde julio de 2012, ha el principal motivo de esta mejora, ya que ha incrementado la competitividad de las empresas británicas. El último dato de **Balanza comercial (abril)**, mostraba un estrechamiento del déficit, debido a un incremento de las exportaciones (+5%) superior al de las importaciones que también aumentaron (+3,1%), lo que a su vez es un síntoma de una mayor actividad comercial. De

*El nivel actual de **inflación** sigue por encima del objetivo del +2%. Durante los próximos dos años se mantendrá por encima de este objetivo.*

El sistema financiero británico ha mostrado recientemente seguir teniendo necesidades de capital. Esto lo que generado dos riesgos importantes...

El sector exterior ha mostrado en el 1T'13 un mejor comportamiento que el resto de partidas, llegando a compensar los retrocesos en el consumo interno y la inversión.

alguna forma, el mejor comportamiento del sector exterior compensa la peor evolución del consumo y la inversión, aunque esta combinación es cualitativamente peor en términos de crecimiento del PIB.

En definitiva, la economía británica parece estar despertando de su letargo, aunque lo está haciendo muy lentamente. Todo parece indicar que este es el comienzo de una recuperación que podría ir tomando impulso de cara a 2014. La llegada del nuevo Gobernador del BoE el próximo 1 de julio, podría ser la bomba de oxígeno que la economía británica necesita para alcanzar el ritmo de crecimiento adecuado. **Por estos motivos, hemos revisado al alza nuestra estimación de crecimiento del PIB para 2013 desde +0,5% hasta +0,8% y desde +1,3% hasta +1,5% de cara a 2014.**

En definitiva, la economía británica parece despertar de su letargo aunque lo estaría haciendo muy lentamente.

Suiza: "Robusta pero vulnerable"

Suiza es un país robusto y sólido, pero también muy dependiente de la Eurozona. El Banco Central Suizo (SNB) aplica una política extremadamente expansiva y previsiblemente la mantendrá en los próximos trimestres con la finalidad de que la divisa permanezca depreciada.

En el 1T'13 el PIB suizo aumentó +0,6% en tasa intertrimestral ajustada (t/t) vs +0,3% al que lo hizo en 4T'12. Interanualmente (a/a) en tasa no ajustada, retrocede con respecto a 4T'12 hasta 1,1% vs 1,4% anterior. Esta ligera mejora (t/t) se produce principalmente gracias a un incremento de la demanda doméstica +0,6% vs -0,4% anterior y también por la buena evolución de la construcción que continúa favorecida por los bajos tipos de interés imperantes en el país. Otras partidas evolucionan de manera bastante menos alentadora, como es el caso del Gasto Público que permanece debilitado.

La **Balanza Comercial** sigue siendo **superavitaria** en 2.220 M. CHF registrados en mayo. Las exportaciones suizas superan el 12% del PIB del país, viéndose favorecidas por la intervención de la divisa a manos del Banco Central Suizo (SNB). Por ello, no creemos que vayan a retirar esta intervención, al menos no en el medio plazo.

En cuanto a la **tasa de paro**, muestra un ligero repunte en mayo hasta 3,2% vs 3,1% anterior. **Nuestra estimación es que se mantendrá en este nivel hasta finales de año, reduciéndose hasta 3% en 2014.** Modificamos ligeramente nuestra estimación anterior (3% en 2013 y 3,1% en 2014).

La **economía** suiza cuenta con una serie de factores a favor que le permitirán **crecer en los próximos trimestres**, si bien lo hará a ritmo algo lento: **+1,2% en 2013 y +1,8% en 2014.** Modificamos al alza nuestra estimación anterior (+1% en 2013 y +1,5% en 2014). Ayudan la buena marcha de la **demand interna** que queda reflejada en el incremento de las ventas minoristas del mes de abril (+3,3% vs -0,8% de marzo). También por la publicación de **Indicadores Adelantados**: el *Kof Swiss Leading Indicator* repuntó hasta 1,10 desde 1,02 anterior, y el Indicador Adelantado elaborado por UBS que se situó en abril en 1,46 vs 1,25.

Los precios en Suiza continúan siendo un problema para el país situándose en mayo en -0,5% interanual. **Modificamos nuestra estimación de IPC: cerrará el año en deflación -0,1%, aunque en 2014 llegará a +0,5%** (vs estimación anterior +0,3% y +0,7% respectivamente).

La política monetaria continúa proporcionando un auténtico respaldo a la economía. Se mantiene extremadamente laxa, con la divisa intervenida en el nivel 1,20 evitando así su apreciación y sosteniendo sus exportaciones. A este hecho se une que la mejor percepción en el mercado ha proporcionado un menor flujo de capitales hacia este país, depreciando también la divisa.

Estimamos un incremento del PIB de +1,2% en 2013 y +1,8% en 2014. Ayudará la buena evolución de la demanda interna.

La política monetaria continuará siendo enormemente laxa y la divisa permanecerá intervenida en el nivel 1,20, evitando la apreciación y sosteniendo las exportaciones.

1.4.- España: "Viendo la luz al final del túnel."

Después de un año crítico, la economía española empieza a ver la luz. Este año 2013 será el último de la recesión y el primero de la recuperación ya que en la segunda mitad del año deberían empezar a verse tasas de crecimiento positivas.

España ha avanzado significativamente en la corrección de sus desequilibrios. Este ajuste facilitará su vuelta a la senda del crecimiento para hacer frente al reto de reducir el elevado nivel de paro y conseguir que el crédito fluya.

Hace tiempo que los mercados mejoraron su percepción sobre España. Por poner un ejemplo, la prima de riesgo llegó a 620 p.b. en julio de 2012 y un año después se encuentra en el entorno de los 300 p.b..

Esta mejor impresión respondería a las medidas del BCE, a los avances realizados en el seno de la UEM y también, a las reformas que se están llevando a cabo en nuestro país.

Precisamente, dichas reformas, calificadas como alentadoras por el FMI y eficaces por la Comisión Europea, han ayudado a que la institución otorgara dos años más al Ejecutivo para la corrección del déficit excesivo. Por tanto, la nueva senda del **déficit público** quedaría así: 6,5% del PIB en 2013, 5,8% en 2014, 4,2% en 2015 y 2,8% en 2016. Porcentajes algo más laxos que los recogidos por el propio Gobierno en el Plan Nacional de Reformas publicado el 26 de abril.

De momento, las cifras de ejecución presupuestaria publicadas son compatibles con la consecución del objetivo de déficit para este año. Hasta abril, la Administración Central registra un déficit de -23.859M€, -2,27% del PIB, las Comunidades Autónomas, de -2.797M€, -0,27% PIB, y la Seguridad Social acumula un superávit de 3.878M€, 0,37%. Ignorando los datos de las Corporaciones Locales (registran un superávit de 2.338M€), el déficit total ascendería a -22.778M€, -2,17% del PIB que, extrapolado al conjunto del año, supondría -6,51%, en línea con la meta de Bruselas.

El Gobierno fijó unos objetivos de déficit del -3,7% para la Administración Central, -1,2% para las CCAA y -1,4% para la Seguridad Social. Ahora bien, seguramente estos porcentajes cambien para adaptarse a la recomendación de Bruselas (6,5% vs 6,3% previsto inicialmente). Por otro lado, queda por determinar si el objetivo anual de las CCAA será el mismo para todas o será flexible, cuestión que debería cerrarse en el próximo Consejo de Política Fiscal y Financiera, pospuesto al mes de julio.

Mientras que el proceso de consolidación fiscal continúe su curso y el Ejecutivo ponga en marcha la Autoridad Fiscal Independiente, creemos que el problema del déficit público se irá reconduciendo, algo crucial para asegurar la sostenibilidad de la deuda.

La nueva senda de ajuste fiscal será menos dañina para el crecimiento, reforzando nuestra visión de que lo peor habría quedado atrás. En esta línea, el PIB del 1T'13 mostró una

La Comisión Europea ha suavizado la senda de reducción del déficit público.

De momento, las cifras de ejecución presupuestaria son compatibles con la consecución del objetivo de déficit para este año.

contracción bastante menos pronunciada que en el 4T'12: -0,5% t/t vs -0,8% t/t anterior. De cara a los próximos trimestres, vemos que indicadores de coyuntura como los PMI's continúan repuntando (el PMI manufacturero está en máximos de hace dos años) y otros como la confianza del consumidor y la producción industrial han empezado a mejorar. Además, Europa parece estar experimentando cierta reactivación, lo que animará las exportaciones.

Por tanto, mantenemos que la actividad ha tocado ya fondo y pasará a experimentar cierta recuperación gradual en la segunda mitad del año. Según nuestras estimaciones, el PIB llegará a expandirse en el tercer trimestre del año (en tasa intertrimestral), **para cerrar el ejercicio con una tasa media interanual de -1,3%** (vs -1,4% en 2012) con una variación interanual del 4T'13 que abandonaría el terreno negativo. Esta cifra es una décima inferior a la publicada hace un trimestre dado que el registro del 1T'13 ha sido algo peor que el de nuestro escenario central. De cara a 2014, la recuperación continuará su curso y el PIB podría llegar a crecer +1,2%.

El PIB llegará a expandirse en el tercer trimestre del año.

Tabla 1.4.1.- Revisión de estimaciones.

España, cifras clave (escenarios centrales)	Anterior		Actual	
	2013e	2014e	2013e	2014e
PIB	-1,2%	+1,2%	-1,3%	+1,2%
Consumo Privado	-1,9%	+0,3%	-2,6%	+0,4%
Gasto Público	-4,9%	-3,1%	-4,8%	-3,3%
Inversión empresarial	-3,0%	+2,5%	-3,0%	+2,9%
Construcción & inmobiliario	-8,4%	-0,8%	-8,9%	-0,8%
Aportación sector exterior	+2,0%	+1,5%	+2,3%	+1,5%

Fuente: Análisis Bankinter.

En cuanto a la composición del crecimiento, se sigue cumpliendo el mismo patrón de trimestres atrás que, a su vez, continuará el resto del año: demanda interna deprimida y sector exterior como motor del crecimiento.

El consumo privado continuará lastrado por los efectos del proceso de desapalancamiento y el elevado desempleo. La inversión también continuará en contracción este año, ya que el desapalancamiento está siendo muy intenso: la cartera acumulada de créditos a las actividades productivas se ha reducido un -19% a/a en marzo'13 vs -15% anterior y -4% hace un año. Lo bueno es que deberíamos ver el final del ajuste del sector inmobiliario. Según nuestras estimaciones, la partida de construcción pasará a pesar el 10,4% del PIB'14 frente al 18% que llegó a suponer al inicio de la crisis. Por su parte, el gasto público se verá limitado por el ajuste fiscal.

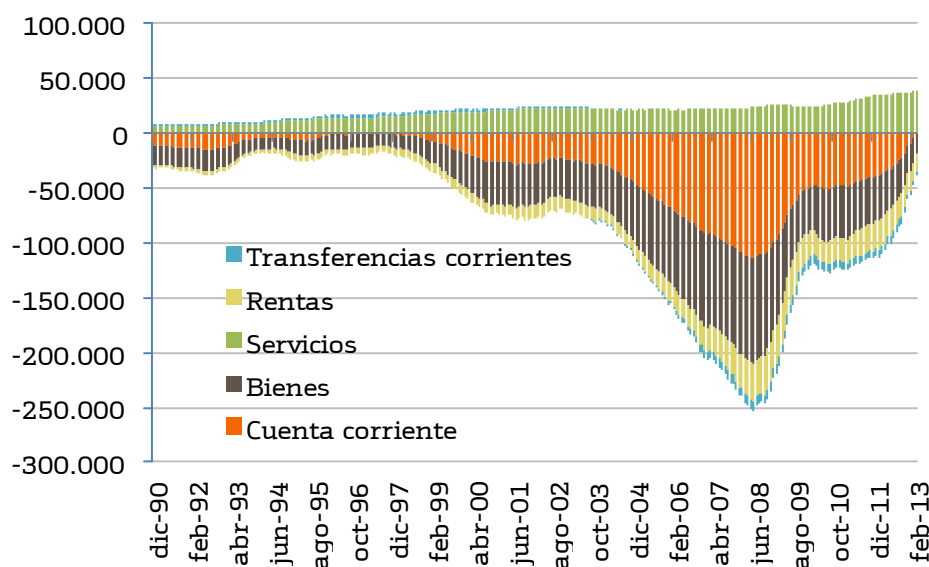
El buen comportamiento del **sector exterior** ha permitido que el desequilibrio exterior se haya corregido ya, de forma que la cuenta corriente está registrando saldos positivos y pasará a registrar superávit en el conjunto del año frente al déficit de -0,2% sobre PIB en 2012 y -3,2% en 2011.

Se sigue cumpliendo el mismo patrón de crecimiento: demanda interna deprimida y sector exterior como motor del crecimiento.

En los tres primeros meses del año, la **cuenta corriente** registra un déficit de -2.561M€ vs -13.822M€ hace un año, con un mes de mayo que suma +1.387M€. Ahora bien, lo más llamativo es que la balanza comercial ha entrado en superávit, algo que no se veía en las últimas décadas. Sí había llegado a estar en superávit la balanza comercial no energética pero no la total. En marzo, el saldo total ha pasado al terreno positivo sumando 1.006M€, gracias a un incremento de las exportaciones de +3% interanual y a una caída de las importaciones de -13% a/a.

La balanza por cuenta corriente acabará el año en superávit, por primera vez desde la introducción del Euro.

Gráfico 1.4.2.- Balanza por cuenta corriente. Desglose.
(Millones de euros, acumulado 12 meses).



Fuente: Banco de España. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

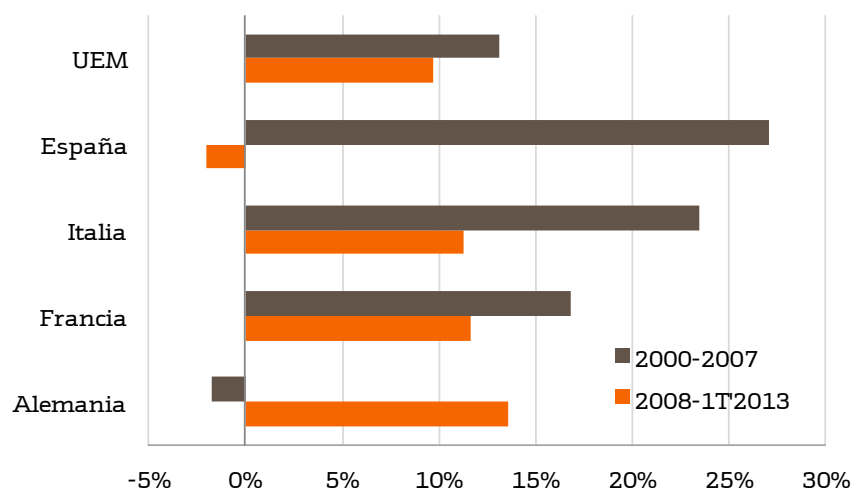
Por el lado de **los precios**, se ha visto ya como el aumento experimentado a finales de 2012 era algo temporal. El IPC de mayo se situó en el 1,7% vs 3,5% registrado en octubre'12. Según nuestras estimaciones, el IPC seguirá cayendo, especialmente cuando se elimine el efecto de factores puntuales como el incremento del IVA y el copago farmacéutico. Cuando se eliminen los efectos base anteriormente mencionados, el IPC podría acercarse al 0%. Siguen existiendo multitud de factores deflacionistas (caída de salarios, abaratamiento de las viviendas, ausencia de crédito, sobrecapacidad productiva, etc.) que limitarían las presiones inflacionistas que pudieran surgir por el encarecimiento del crudo y/o posibles nuevas subidas impositivas. Así, situamos nuestra estimación del IPC en 0,8% a finales de este año y en 1,6% en diciembre de 2014.

Cuando se elimine el efecto de las alzas impositivas, el IPC caerá notablemente.

Por tanto, hemos visto ya que, de los **desequilibrios** que acumulaba nuestra economía, el exterior se ha corregido, y adicionalmente, se está recuperando competitividad (ver

gráfico 1.4.3.), la inflación se está reduciendo, el mercado inmobiliario está en la fase final del ajuste y el proceso de desapalancamiento ya está en marcha (la deuda privada ha pasado del 229,4% sobre PIB en 2010 al 211% a finales de 2012).

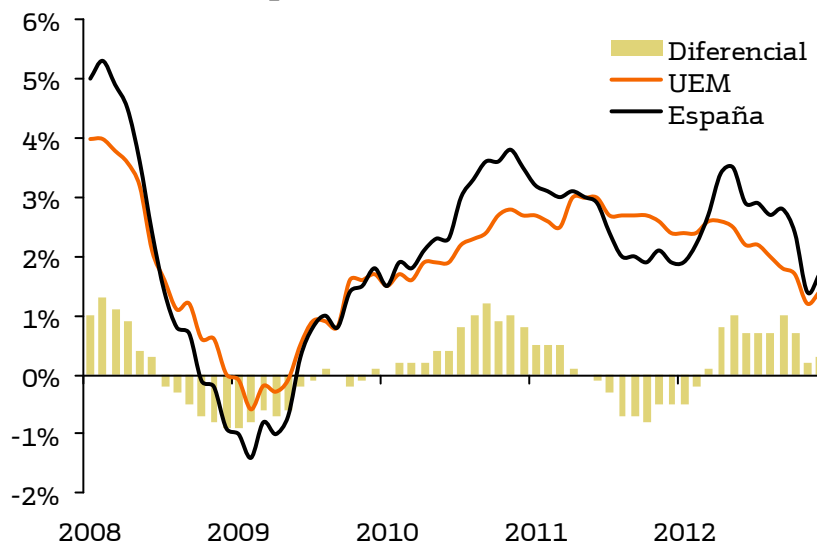
Gráfico 1.4.3.- Costes laborales unitarios (% variación)



Los costes laborales han seguido ajustándose en España mientras que en el resto de Europa siguen aumentando.

Fuente: Eurostat. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

Gráfico 1.4.4.- IPC España vs UEM.



Nuestra economía va superando obstáculos, pero la carrera es larga...

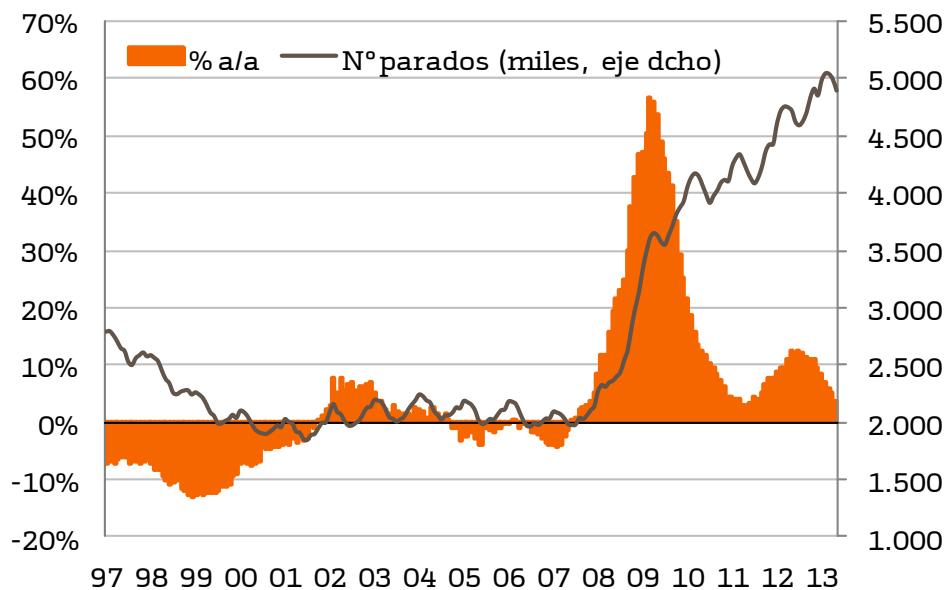
Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Análisis Bankinter

En definitiva, volvemos a recalcar que **nuestra economía va superando obstáculos, si bien la carrera es larga**. Y está siendo especialmente larga en términos de paro. En el 1T'13 la tasa de paro aumentó un punto hasta situarse en 27,2%.

Ahora bien, incluso en este capítulo hay datos que parecen indicar que lo peor habría quedado ya atrás. Las últimas cifras de paro registrado (gráfico 1.5.5.) han mostrado caída en el número de parados (la línea negra pasa de un máximo de 5,04 millones a 4,89M) y además, la variación interanual de la bolsa total de desempleados (barras naranjas) se está reduciendo drásticamente. En mayo se situó en +3,8% vs +12,5% hace un año.

Es especialmente larga en términos de empleo.

Gráfico 1.4.5.- Paro registrado INEM (Nº total de parados y tasa de variación interanual)



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

Las altas a la Seguridad Social también arrojan cifras esperanzadoras dado que en los últimos meses ha estado aumentando el número de cotizantes. En mayo, +134.661 en términos brutos (hasta 16,37M) y +5.659 en términos ajustados estacionalmente.

Por tanto, las perspectivas del mercado laboral también empiezan a mejorar. Ahora bien, hay que ser conscientes que será difícil recuperar todo el empleo destruido. Desde el inicio de la crisis, el número de ocupados ha caído en unos 3,8 millones (de 20,4M a 16,6M), de los que 1,6M proceden del sector de la construcción e inmobiliario. Ese 43% de empleo destruido por el fin del *boom* de la construcción será difícilmente recuperable en los próximos años. Así, habría que redirigir esa parte de la fuerza laboral hacia otras actividades porque si no, terminaría convirtiéndose en paro estructural.

Otro punto flaco es la contracción del **crédito**. En un entorno recesivo como el que se ha visto hasta la fecha, es normal que

Lo peor habría quedado ya atrás, pero recuperar todo el empleo perdido será muy difícil.

la demanda de crédito sea débil ya que la incertidumbre económica y el alto desempleo no invitan a ello. Adicionalmente, la falta de liquidez y las tensiones en los mercados financieros dificultan su oferta. En este contexto, serían de agradecer iniciativas a nivel europeo que favoreciesen el acceso a la financiación a precios razonables para las pymes con proyectos solventes.

También ayudará el hecho de que se termine de formar el mapa bancario español. La reestructuración bancaria está en una fase muy avanzada, pero debería finalizar cuanto antes. Según los cálculos del Banco de España, el sistema tendrá que afrontar provisiones adicionales de hasta 10.000M€ en dos años por la reclasificación de los créditos refinanciados, pero esto sólo supondrá unas necesidades de capital extra de unos 2.000M€ que, en principio, podrán afrontar las propias entidades. Al final, vemos que esta cifra, sumada a los 41.000M€ del rescate bancario estaría muy por debajo de los 54.000M€ estimados hace un año, y de los 100.000M€ disponibles por la ayuda europea. Así, el saneamiento del sector ha sido menos costoso de lo que se esperaba. Por tanto, no habría razón para extender el Memorando de Entendimiento (MoU) más allá de diciembre'13.

Lo bueno de esta crisis es que está azuzando al Gobierno para que haga cambios. Había **reformas** que tenían que llevarse a cabo independientemente de la situación coyuntural:

- Sector público: habría que lograr mayores niveles de eficiencia en la Administración.
- Pensiones: un sistema contributivo y de reparto como el actual debe adaptarse a la evolución demográfica para garantizar su sostenibilidad.
- Educación: habría que reducir el fracaso escolar y mejorar la calidad de la enseñanza.
- Sistema tributario: implantar impuestos más simples y lograr menores niveles de evasión fiscal y fraude.
- Energía: acabar con el déficit de tarifa.

Con menor o mayor acierto, muchos de estos aspectos están siendo ya tratados por el Gobierno. Recientemente, el Ejecutivo ha presentado la reforma de las administraciones públicas: una batería de 217 medidas para mejorar su eficiencia y racionalizar el gasto que podría suponer un ahorro de 37.000M€ hasta 2015.

En relación a la reforma de las pensiones, la agencia de calificación Moody's ha señalado que las recomendaciones realizadas por el comité de expertos mejoraría significativamente su sistema así como las finanzas públicas del país.

Al hilo de las agencias de rating, parece que están cambiando su opinión sobre nuestra economía. Si hace unos meses todo eran críticas y malos augurios, los últimos mensajes suenan más positivos. Recientemente, Fitch ha señalado que España está en la senda correcta para su recuperación económica si bien ha de continuar con las reformas y los ajustes.

La reestructuración bancaria debería finalizar este año.

Había reformas que tenían que llevarse a cabo independientemente de la situación coyuntural.

En definitiva, lo peor de la segunda recesión que atraviesa nuestro país ha quedado atrás. La economía volverá a crecer en la segunda mitad del año, haciendo menos doloroso el proceso reformista que hay que seguir llevando a cabo. Gracias a dichas reformas, al sector exterior y a la corrección de los desequilibrios, la recuperación ganará inercia durante 2014.

La recuperación ganará inercia a lo largo de 2014.

Tabla 1.4.6.- Perspectivas macroeconómicas, España (*).

España, cifras clave	2012r	2013e			2014e		
		Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
PIB	-1,4%	-2,2%	-1,3%	-0,9%	0,4%	1,2%	1,7%
Consumo Privado	-2,2%	-3,1%	-2,6%	-2,3%	-0,1%	0,4%	0,7%
Gasto Público	-3,7%	-5,3%	-4,8%	-4,5%	-3,8%	-3,3%	-3,0%
Inversión empresarial	-6,6%	-3,6%	-3,0%	-2,8%	2,4%	2,9%	3,2%
Construcción	-11,5%	-9,6%	-8,9%	-8,9%	-1,3%	-0,8%	-0,4%
Demanda interna	-3,9%	-5,0%	-3,6%	-4,2%	-1,0%	-0,3%	-0,1%
Aportación sector exterior	2,5%	2,9%	2,3%	3,4%	1,4%	1,5%	1,9%
Déficit Público/PIB	-7,0%	-7,3%	-6,5%	-6,0%	-6,8%	-5,8%	-5,1%
Deuda/PIB	84,1%	98,9%	91,9%	86,9%	105,0%	95,0%	90,0%
Tasa de paro (EPA)	26,0%	27,5%	27,1%	26,8%	26,7%	26,2%	25,8%
IPC	2,9%	0,3%	0,8%	1,1%	1,1%	1,6%	1,9%
Crédito empresarial (cartera acumulada)	-15,3%	-15,7%	-10,5%	-8,4%	0,3%	0,6%	0,9%
Crédito hipotecario (cartera acumulada)	-3,0%	-3,3%	-2,2%	-1,7%	-0,5%	0,0%	0,5%

Fuente: INE, BdE, Reuters, Bloomberg. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

(*) Al final del documento se ofrece un desglose trimestral de estas estimaciones.

1.5.- Japón. "Revitalizando su economía."

La economía nipona se encuentra en un momento estimulante. La política económica del Primer Ministro, Shinzo Abe, está empezando a dar sus frutos y Japón se ha convertido en el país desarrollado que más crece.

Ahora bien, para que no quede en "flor de un día" es crucial que Abe avance en el camino de las reformas. Ya se han anunciado los primeros pasos pero las medidas más controvertidas deberían llegar una vez que el LDP de Abe gane las elecciones al Senado.

Las *Abenomics* del Primer Ministro japonés están funcionando y prueba de ello es que Japón se ha convertido en el país del G-7 que más crece.

La política económica de Abe, *Abenomics*, se estructura en tres pilares: estímulos fiscales, monetarios y reformas estructurales.

Al llegar al poder, Abe anunció un paquete de estímulo fiscal de 10,3 billones de yenes. Por otro lado, promovió cambios en el Banco de Japón para que pusiera en marcha agresivas medidas de expansión (ver apartado de Tipos de Interés). Hasta ahora, esta herramienta es la que más frutos está dando, pero es el tercer pilar, el de las reformas estructurales, el que debiera suponer un verdadero empuje para Japón. Dichas reformas son claves para relanzar el crecimiento del país de una forma sostenible. De no ser así, las *Abenomics* no supondrían una verdadera revolución económica y con el tiempo se quedarían en una anécdota.

Para el diseño de la estrategia de reformas, Abe formó una serie de comités con personalidades del Gobierno pero también del mundo empresarial.

El primer paquete del plan incluye recortes impositivos para las empresas que lleven a cabo reestructuraciones o inviertan en nuevas infraestructuras y/o equipos. Así, el Gobierno pretende estimular la inversión empresarial (como veremos más adelante es una de las partidas del PIB que peor evoluciona). Además, recoge subsidios para las compañías que creen empleo y contempla la creación de zonas económicas especiales para promover la desregulación de los negocios.

Para compensar el envejecimiento de la población (se estima que la fuerza laboral caerá a razón de -1% anual durante la próxima década), el Gobierno ha tomado medidas para potenciar la participación laboral de las mujeres, más baja que en otros países en relación a la de los hombres (70% en los hombres vs 48% en las mujeres, mientras que en EEUU es 73% y 60%, respectivamente). Se van a reducir las listas de espera en las guarderías y ha aumentado la baja por maternidad a tres años. En este capítulo, Abe debería desarrollar planes para fomentar la inmigración, algo que no se ha visto por el momento.

Estos primeros anuncios del **Plan Nacional de Reformas** generaron cierta decepción pero entendemos que Abe ha querido reservarse los planes más controvertidos para después

Las reformas estructurales debieran suponer un verdadero empuje para Japón.

Los primeros anuncios del Plan Nacional de Reformas generaron cierta decepción...

de las elecciones al Senado (21 de julio). Una vez consiga que su partido, el LDP, controle las dos Cámaras le será más fácil aprobar las medidas que necesita el país.

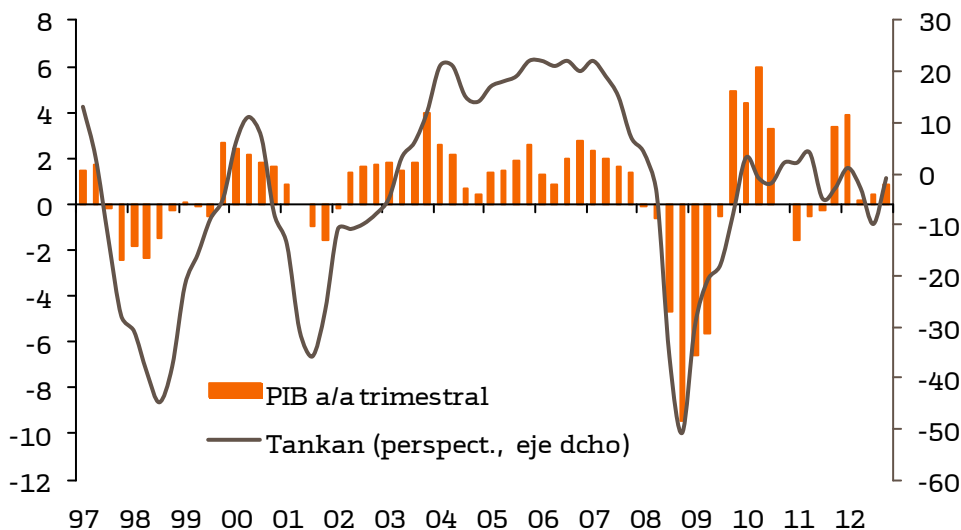
Serán especialmente controvertidas las reformas de la agricultura y la sanidad, por las presiones de los *lobbies* para frenar el aumento de la competencia. Aún así, los acuerdos comerciales supondrán un punto de presión para dichos sectores. En este sentido, se está negociando la firma del tratado de libre comercio Trans-Pacific Partnership (TPP), con once países del Pacífico incluyendo Australia, Canadá y Chile, así como el FTA con China y Corea del Sur.

Como hemos indicado anteriormente, Japón se ha convertido en el país desarrollado de mayor crecimiento. En el 1T'13, su PIB aumentó +1% t/t, +4,1% t/t anualizado (+3,5% en la primera estimación) gracias a las exportaciones (+3,8% t/t), que se han visto impulsadas por la depreciación del yen, y también gracias al consumo privado (+0,9%), signo de que el ánimo de los nipones está mejorando. Sin embargo, la inversión continuaba en descenso (-0,3%) ya que las empresas no han modificado sus planes de expansión por el momento.

Después de un primer trimestre tan fuerte, es lógico que las cifras del 2T'13 se queden por debajo. Aún así, indicadores como el Tankan y otros índices de confianza, mostrarían que el crecimiento tendrá continuidad. **Nuestras proyecciones apuntan a un PIB que se expandirá +1,8% a/a de media en 2013 y +2,4% en 2014.**

... pero seguramente las medidas más ambiciosas llegarán después de las elecciones al Senado.

Gráfico 1.5.1.- Evolución del PIB y del Tankan.



Japón se ha convertido en el país del G-7 que más crece.

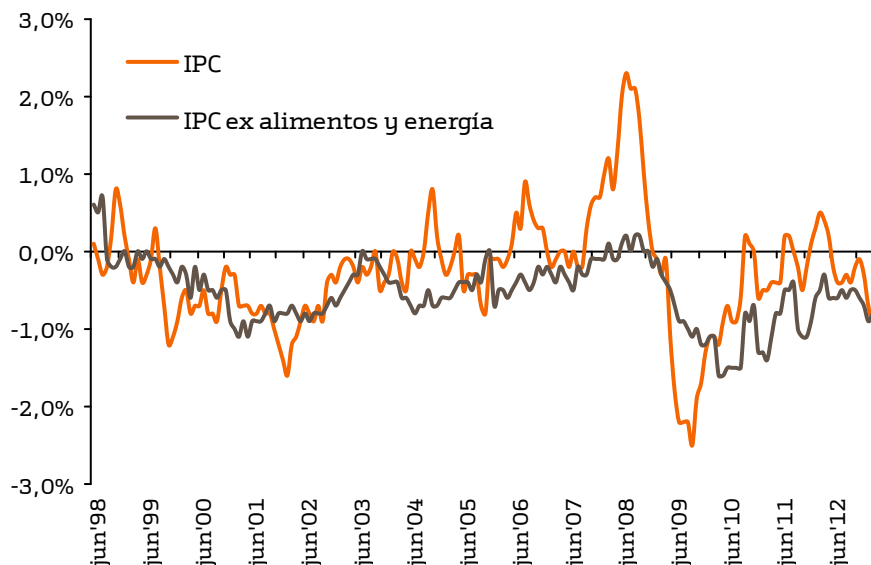
Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

En relación a **la inflación**, ha estado cayendo en los últimos meses. El IPC general alcanzó +0,5% a/a en marzo'12 y desde entonces ha ido reduciéndose hasta situarse en -0,9% en marzo de este año. En abril repuntó dos décimas, hasta -0,7%

a/a. El IPC que excluye alimentos, menos volátil, ofrece un comportamiento similar. Aún así, de cara a los próximos meses, el IPC debería aumentar aunque sólo sea por el efecto del encarecimiento de las importaciones provocado por la debilidad del yen. Además, pensamos que se está consiguiendo provocar cierto incremento en las expectativas de inflación, lo que explicaría parte del repunte de los tipos de interés que se están produciendo. Por tanto, **estimamos que el IPC acabe el año en niveles de +0,2% a/a para continuar con su senda alcista y cerrar 2014 en el entorno del +1,0%.**

El IPC irá aumentando progresivamente.

Gráfico 1.5.2.- Evolución del IPC (general y subyacente)



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

Por otro lado, la **tasa de paro** continúa su goteo a la baja. En los peores momentos de la crisis de 2009 llegó al 5,5% y desde entonces ha ido reduciéndose. En abril se situó en el 4,1% y **creemos que cerrará el año en ese nivel para caer algo más a lo largo de 2014.** Esta senda podría alterarse si las *Abenomics* se "atreven" a tocar la rígida legislación en materia laboral que impera en Japón. El grueso de las leyes del sector datan de los '60 y '70 cuando lo normal era que el trabajador hiciese carrera en la misma empresa durante toda la vida. El contexto ha cambiado mucho y esa práctica ya no tendría razón de ser. Muchas compañías querrían tener mayor flexibilidad para contratar y despedir empleados y ganar así competitividad frente a las empresas chinas, coreanas y de EEUU. Por poner un ejemplo, Panasonic, en pérdidas durante los dos últimos años, va a reducir su plantilla en 10.000 empleos lo que le costará unos 100.000M JPY en bajas incentivadas. Por tanto, amortizar cada puesto de trabajo le supondrá una media de 10M JPY (100.000\$ aproximadamente).

La tasa de paro no plantea problemas pero el mercado laboral también debería reformarse.

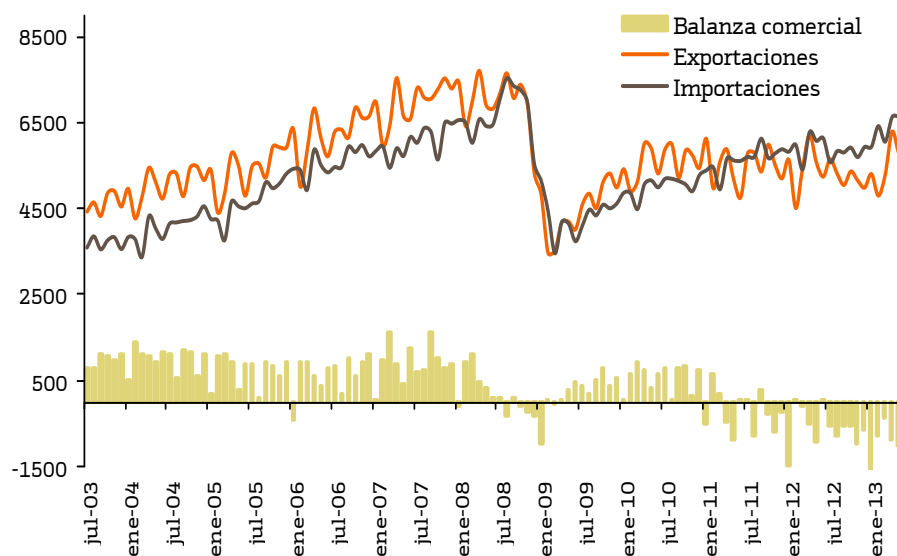
Esta rigidez también está teniendo otra consecuencia poco deseable: las compañías compensan los altos costes de despido con unos bajos salarios. Como las empresas no pueden

reestructurarse reduciendo los puestos de trabajo, lo que hacen es rebajar los salarios. Indirectamente, esto está provocando deflación, uno de los males endémicos del país que Abe quiere subsanar.

Otro aspecto crítico, es el deterioro de **la balanza comercial**. Con el apagón nuclear desde el desastre de Fukushima, las importaciones han aumentado notablemente por su componente energético de forma que están superando a la exportaciones. Así, la balanza comercial está registrando déficits de forma sostenida, tal y como se aprecia en el gráfico 1.5.3.:

El déficit comercial podría convertirse en estructural a menos que se afronte el problema energético.

Gráfico 1.5.3.- Evolución de la Balanza Comercial (000M JPY)



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

Afortunadamente, la cuenta corriente logra mantenerse en superávit gracias a la balanza de rentas por lo que el país no presenta un desequilibrio exterior. Además, es de esperar que el Gobierno trate de solventar el déficit energético con la vuelta a la energía nuclear y el impulso de las renovables. Si esto se lograra, la balanza comercial podría volver al terreno positivo ya que las importaciones se moderarían y las exportaciones aumentarían con fuerza gracias a la depreciación del yen.

En conclusión, Japón se encuentra en un momento económico estimulante. Parece que el Ejecutivo de Abe tiene interés por reformar el país y, de momento, las *Abenomics* cuentan con el apoyo popular. Esperemos que no se quede en el intento y Japón logre dejar atrás décadas de deflación y estancamiento económico.

De momento, las Abenomics cuentan con el apoyo popular.

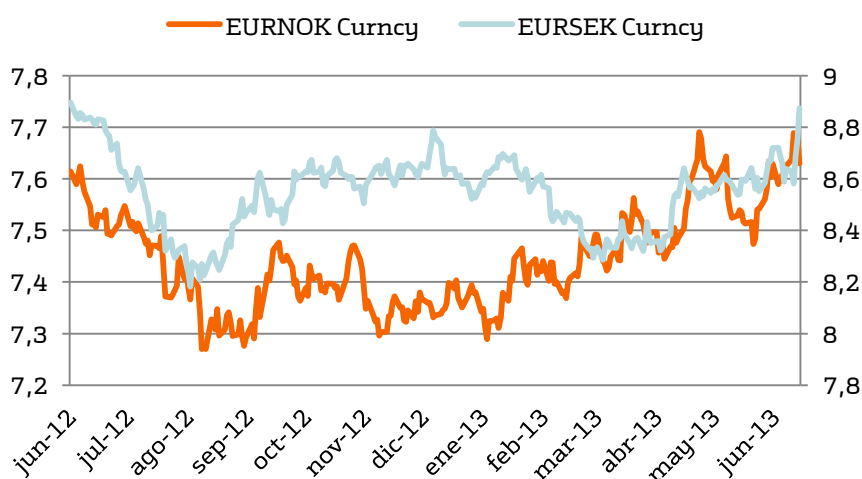
1.6.- Países Escandinavos: "La sequía en la Eurozona termina por reducir el tamaño del oasis en 2013"

Las economías nórdicas terminaron el 2012 mostrando cierta debilidad, sin embargo, preparan el camino para un crecimiento renovado. El año 2013 está siendo de transición para estas economías, cuyas envidiables tasas de crecimiento se han visto ralentizados por el efecto contagio de la crisis de la Eurozona y que por tanto, se están viendo obligadas a realizar ajustes para recuperar su posición de ventaja con respecto al resto de países europeos.

La ventajosa situación de las economías nórdicas ha seguido deteriorándose durante el 2013 por el efecto contagio de la crisis en la Eurozona, lo que ha hecho que su situación actual diste mucho de ser la que era hace poco más de un año. Este hecho ha tenido su reflejo en la evolución de sus divisas que han dejado atrás su tendencia apreciatoria frente al euro desde comienzos de 2013.

Gráfico 1.6.1.- Evolución cruces EurNok y EurSek

Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bankinter.



La ventajosa situación de las economías nórdicas ha seguido deteriorándose durante el 2013 por el efecto contagio de la crisis en la Eurozona.

Suecia

Parece que el contexto global está mejorando y con él las previsiones para la economía Sueca, motivo por el cual consideramos que el PIB mostrará un crecimiento gradual pero consistente. **Por tanto, revisamos al alza nuestra estimación de crecimiento del PIB de la economía sueca desde +1,2% hasta +1,4% para 2013 y desde +2,0% hasta +2,3% de cara a 2014.**

El **consumo interno** seguirá siendo el motor de crecimiento, debido a un **nivel de inflación reducido** que en 2012 cerró en +0,9% y que seguirá reduciéndose de cara a 2013 (+0,5%), para volver a coger impulso en 2014 (+1,6%). Además, en los últimos años los ingresos reales de los hogares se han

Parece que el contexto global está mejorando y con él las previsiones para la economía Sueca.

incrementado en torno a +6% y se espera que sigan mejorando, aunque a un ritmo menor. Sin embargo, el **mercado de trabajo** ha venido deteriorándose desde comienzos de año, debido a que las principales compañías exportadoras han estado realizando ajustes en sus plantillas, consecuencia de la mala evolución del sector exterior. **Por tanto, estimamos que la Tasa de Paro finalizará el 2013 en niveles superiores al 8% y empezará a reducirse de cara a 2014.**

A pesar de la mejora en el contexto, el crecimiento económico global sigue siendo débil, lo cual tiene su reflejo en las **exportaciones**. Estimamos que el sector exterior irá mejorando de forma muy gradual en 2013 y no tomará impulso hasta 2014, ya que será muy dependiente de la recuperación económica de la Eurozona. Además, la fortaleza mostrada por la corona sueca sigue restando competitividad a las compañías exportadoras. Sin embargo, durante los últimos meses el euro ha recuperado la fortaleza perdida a principios de año por el asunto de Chipre, lo que unido al mejor tono de la economía de la Eurozona, **nos lleva a revisar la estimación para el cruce desde 8,40/8,50 anterior hasta 8,5/9,5 de cara a los próximos dos años.**

Por tanto, ante la persistencia de incertidumbres en cuanto a la recuperación económica en la Eurozona y la pérdida de *momentum* de la economía sueca, **descartamos cualquier subida de tipos de interés por parte del Riskbank hasta el 2014 desde +1,0% actual.** No obstante, las preocupaciones sobre una posible burbuja inmobiliaria presionarán al alza esta posibilidad.

Noruega

Tal y como afirmamos en el anterior informe, el crecimiento de la economía noruega estará lejos de alcanzar los niveles del año pasado. El retroceso del PIB durante el 1T'13 (-0,2% t/t; -2,7% a/a) ocasionado por las caídas en la producción de petróleo y gas así lo confirma. Además, el sector exterior sigue deteriorándose como consecuencia de la debilidad de la demanda de su principal socio comercial (Eurozona) y la fortaleza de su divisa. En consecuencia, **revisamos a la baja nuestra estimación de crecimiento del PIB de cara a 2013 desde +2,5/+2,7% hasta +2,5% y la estimación de cara a 2014 la establecemos en +2,7%.**

La **creación de empleo** se ha estancado aunque irá recuperándose de cara a los próximos dos años. **El crecimiento de la producción será inferior que en 2012, pero suficiente para no poner el peligro la estabilidad del mercado laboral,** cuya tasa de paro estimamos que se mantendrá soportada en torno al 3,5% de cara a los próximos dos años. La **inversión crecerá lentamente** en la mayoría de los sectores, aunque en el inmobiliario y sobre todo en el petrolero experimentará un fuerte impulso.

Las **exportaciones** siguen mostrando debilidad. La fortaleza de la divisa es uno de los motivos del retroceso en el sector

Revisamos la estimación para el cruce EURSEK desde 8,40/8,50 hasta 8,5/9,5 de cara a los próximos dos años.

Descartamos cualquier subida de tipos de interés por parte del Riskbank hasta 2014.

El crecimiento de la economía noruega estará lejos del alcanzado en 2012. El retroceso del PIB durante el 1T'13 así lo confirma.

exterior, aunque desde comienzos de 2013 el euro ha ido fortaleciéndose. **El mejor tono de la economía Europea y el deterioro de la noruega nos lleva a revisar la estimación para el cruce desde 7,5 anterior hasta 8/10 de cara a los próximos dos años.** No esperamos que la situación en el sector exterior varíe mucho durante el 2013, ya que será muy dependiente de la evolución de la demanda por parte de la Eurozona, sin embargo debería empezar a mejorar en 2014.

El **consumo** ha tenido una evolución positiva y esperamos que siga siendo así por diversos motivos:

- El incremento del poder adquisitivo.
- El reducido nivel de inflación (2%).
- Los bajos tipos de interés (+1,50%).
- La reducida tasa de paro (3,70%).

Por tanto, podemos afirmar que el consumo seguirá siendo el motor de la economía.

La **inflación** irá aumentando progresivamente de cara a los próximos dos años, impulsada principalmente por el incremento de los precios inmobiliarios, (consecuencia de los bajos tipos de interés), la depreciación de la divisa y la subida que irá experimentando el precio del petróleo a medida que la recuperación del contexto económico global adquiera un mayor impulso.

En este contexto, **descartamos que el Norges Bank suba los tipos de interés hasta 2014.** En la última reunión que tuvo lugar el pasado 20 de junio, volvió a mantenerlos en +1,5% y las probabilidades de una nueva rebaja se han incrementado.

El mejor tono de la economía Europea y el deterioro de la noruega nos lleva a revisar la estimación para el cruce desde 7,5 anterior hasta 8/10 de cara a los próximos dos años.

En este contexto, descartamos que el Norges Bank suba los tipos de interés hasta 2014, manteniéndolos en 1,5% actual.

1.7.- Emergentes: "El balance entre oportunidades y riesgos continúa siendo desfavorable."

La mayor parte de las economías emergentes se encuentra en un punto de inflexión, tras haber atravesado una fase de desaceleración económica. Durante el último trimestre, hemos visto cómo los BRIC han conseguido frenar dicha tendencia de ralentización, con un leve repunte en las tasas de crecimiento. Sin embargo, este punto de inflexión será muy poco acusado y los niveles de crecimiento seguirán siendo modestos durante los próximos trimestres, al menos hasta mediados de 2014. Además, esta pequeña mejora de las cifras macro se ve claramente eclipsada por la mayor relevancia de los principales factores de riesgo que afectan a estos países. China tendrá que realizar un difícil ejercicio de funambulismo para mantener ritmos de crecimiento cercanos al 7% a la vez que va desinflando sus burbujas de crédito e inmobiliaria. En India, la aceleración del crecimiento dependerá de la capacidad del país para solucionar su déficit de inversión mientras reduce sus desequilibrios fiscal y exterior. Por su parte, Brasil continuará atrapada en un crecimiento anémico. El escaso volumen de inversión, el estrecho margen para aplicar estímulos tanto monetarios como fiscales y la reforma fiscal no abordada se mezclan con el creciente descontento de la población por el excesivo aumento de la inflación y las deficiencias en los servicios públicos. Por último, la desaceleración en la demanda de energía y, especialmente, la moderación en los precios del petróleo no auguran perspectivas favorables para la economía rusa, que permanecerá estancada al menos hasta principios de 2014.

Situación.-

China continúa siendo el único país emergente que mantiene un ritmo de expansión acorde a las expectativas, con incrementos del PIB superiores a +7,5% y crecimientos cercanos a +10% en la producción industrial y las ventas minoristas. Sin embargo, las exportaciones se están viendo afectadas por la menor demanda de Europa, lo que puede afectar al sector manufacturero.

Aunque las cifras de crecimiento son positivas, en los últimos meses han comenzado a aflorar con mayor fuerza algunos factores de incertidumbre, relacionados con el creciente volumen de crédito en la economía, la excesiva dependencia de la inversión pública y las exportaciones y la escalada de los precios inmobiliarios. Por lo tanto, el reto más importante que plantea la situación actual se centra en cómo controlar las burbujas de crédito e inmobiliaria sin ralentizar en exceso el crecimiento.

India ha conseguido frenar la acusada ralentización económica que se inició a finales de 2011. El ritmo de crecimiento ha repuntado levemente desde +4,7% al cierre de 2012 hasta el 4,8% en el 1T'13 y el gobierno mantiene un objetivo de expansión de +5% para el conjunto del año 2013. Además, la inflación se ha ralentizado en los últimos meses de forma significativa.

El escaso volumen de inversión continúa siendo la causa fundamental del tímido crecimiento de la economía india, que

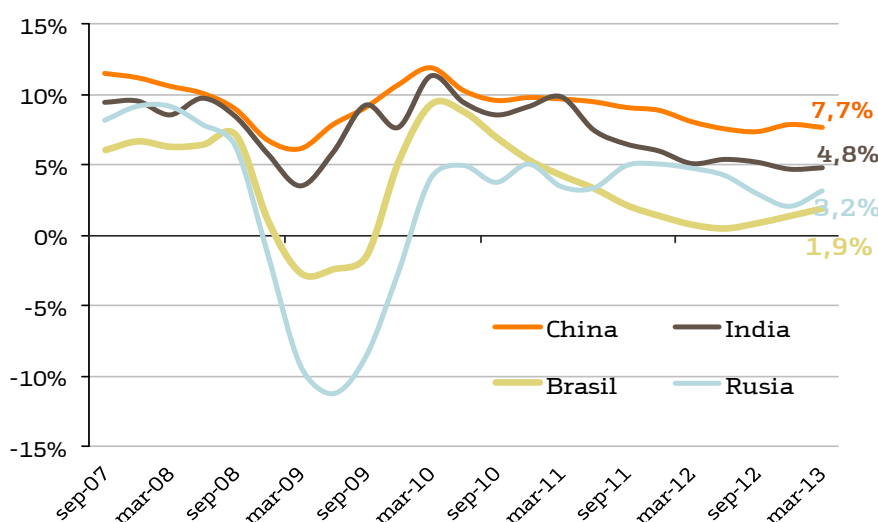
Los grandes países emergentes han conseguido frenar el proceso de desaceleración de sus economías, pero sus crecimientos siguen siendo modestos

se mantiene en niveles inferiores a los que se podría esperar de un país con ese potencial demográfico y tecnológico en el sector servicios. El déficit de infraestructuras productivas y de transporte junto con la lentitud en la implementación de las reformas legislativas continúan siendo los principales obstáculos a los que se enfrenta la economía para reactivar su crecimiento.

Brasil continúa registrando un crecimiento decepcionante, aunque los datos del último trimestre han ofrecido algunos síntomas positivos, con un incremento interanual del PIB de +1,9%. Asimismo, la inversión ha repuntado tras 5 trimestres consecutivos de caída. Sin embargo, el consumo comienza a ofrecer indicios de agotamiento y la elevada inflación ha obligado al banco central a elevar los tipos de interés en 50 p.b. En consecuencia, el país latinoamericano tendrá difícil relanzar su crecimiento con políticas monetarias más ortodoxas y políticas fiscales menos expansivas, debido a la rápida reducción de su superávit primario.

China parece haber asumido que la etapa de crecimientos del PIB superiores a +10% ha terminado definitivamente

Tabla 1.7.1.- PIB interanual



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

Lo más importante.-

Crecimiento aceptable y equilibrado frente a expansión exuberante y caótica, control del crédito para frenar el boom de inversión frente a expansión prolongado del crédito y el *shadow banking*. Creciente relevancia del consumo frente a las exportaciones. Todas ellas son **complicadas encrucijadas y significativas transformaciones** en las que está inmersa la economía china y de las que dependerá que su expansión sea sostenible durante los próximos años.

De hecho, uno de los aspectos más relevantes del último trimestre es la asunción por parte de los nuevos dirigentes de que **las tasas de crecimiento del PIB superiores a +10% no**

El ritmo de expansión en India y Brasil continúa siendo inferior a su potencial de crecimiento en el medio plazo

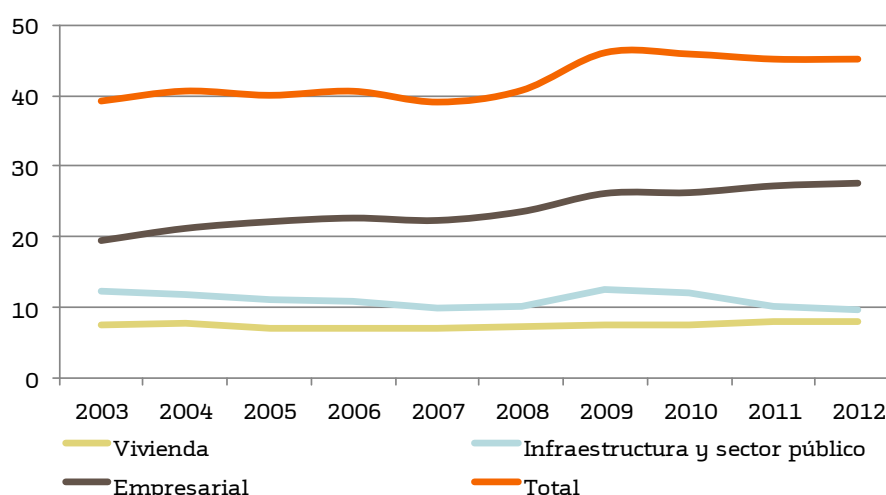
volverán y que obtener un crecimiento levemente superior a +7% ya supone un reto formidable. Ese nivel de crecimiento es el que necesita China para duplicar el tamaño de su economía en el año 2020, un requisito indispensable para proporcionar empleo y un mejor nivel de vida a su población. Sólo de esta forma se podrá atenuar el riesgo de tensiones sociales.

Sin embargo, la **cuestión verdaderamente relevante** acerca de China **no es tanto el nivel de crecimiento** que alcance, **sino el modelo** de crecimiento que adopte y cómo implementa las profundas reformas estructurales que necesita en los ámbitos fiscal y financiero. Por lo tanto, lo que está en juego no son unas décimas de crecimiento, sino la permanencia y evolución del modelo económico y social de China.

En este sentido, las recientes declaraciones de Xi Jinping, en favor de realizar reformas estructurales e incluso priorizar la conservación del medio ambiente sobre el crecimiento a corto plazo constituyen un enfoque claramente diferente y la asunción de un cambio de prioridades en el gobierno de la segunda economía mundial.

La prioridad de China no parece estar enfocada en maximizar el crecimiento a corto plazo...

Tabla 1.7.2.- Peso de la inversión en China (% PIB)



Fuente: OCDE. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

En plano puramente formal de las grandes cifras macroeconómicas, el crecimiento en China parece haberse estabilizado en un nivel ligeramente superior a +7,5%. El **incremento del PIB en el 1T'13 ascendió a +7,7% interanual** y los incrementos en las ventas minoristas (+12,9%) y producción industrial (+9,2%) describen un contexto de clara expansión.

Sin embargo, los indicadores adelantados más recientes sí apuntan a una cierta **ralentización de la economía en el segundo semestre del año**. Entre ellos destaca el índice **PMI Manufacturero** publicado por HSBC, que acumula dos trimestres consecutivos en terreno de **contracción**. La

... aunque conseguir un crecimiento superior a +7% parece condición sine qua non para ofrecer oportunidades laborales a la población joven

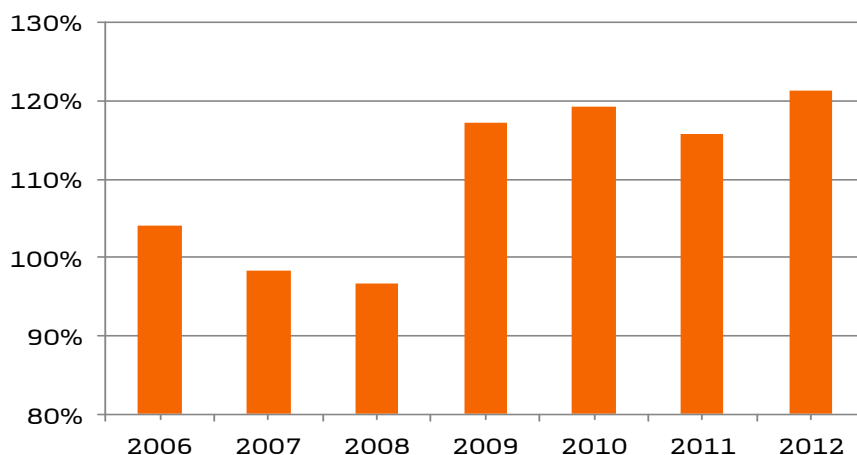
debilidad de estos indicadores ha llevado al FMI a revisar a la baja sus estimaciones de crecimiento desde +8,0% hasta +7,75% para 2013.

La actividad manufacturera se puede ver afectada por la **menor demanda de exportaciones** de la UE, segundo socio comercial más importante de China. De hecho, la tasa interanual de crecimiento de las exportaciones fue +1%, mucho menor que el incremento de +14,7% registrado en abril. Las importaciones se comportaron de forma muy similar, con un brusco frenazo en su crecimiento desde +16,8% en abril hasta +0,3% en mayo, lo que ha generado ciertas dudas acerca de la fortaleza de la demanda interna.

Precisamente la demanda interna es una de los pilares en los que debería asentarse la modernización de la economía china. En anteriores informes ya hemos insisitido en la necesidad de que **el consumo tome el relevo de la inversión y las exportaciones como motor del crecimiento de la economía china**. Este es el objetivo que el gobierno trata de conseguir con el aumento del déficit público desde 1,6% hasta 2,1% del PIB. El aumento del gasto en servicios sociales y la mejora de los sistemas de sanidad y protección social son claves para que el consumidor chino se anime a consumir y reduzca las grandes tasas de ahorro necesarias actualmente para protegerse ante eventualidades como la jubilación o el desempleo.

Los datos más recientes de actividad manufacturera y exportaciones sugieren una ralentización de la economía...

Tabla 1.7.3.- China: crecimiento del crédito bancario (% PIB)



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

El mercado laboral evidencia la necesidad que tiene China de seguir creciendo de forma rápida. Aunque la **tasa de paro** actual apenas supera el 4%, uno de los **principales desafíos** de China es **proporcionar un empleo a los 7 millones de jóvenes que se graduarán este año** en la universidad y serán demandantes de empleo. No sólo la expansión económica, sino también la estabilidad social dependerán de la capacidad de China para modernizar sus estructuras y generar oportunidades laborales.

...mientras el escaso crecimiento de las importaciones crea dudas acerca del vigor de la demanda interna

Ante la tendencia de ralentización económica, cabría preguntarse si el gobierno chino puede poner en marcha nuevos estímulos en los próximos trimestres. Aunque el IPC se ha reducido en los últimos meses y la tasa de IPC de +2,1% permitiría una bajada de tipos de interés, **creemos poco probable que se pongan en marcha nuevas políticas expansivas tanto fiscales como monetarias**, debido a que el gobierno está mostrando un mayor nivel de tolerancia con tasas de crecimiento inferiores y tiene como prioridad actuar sobre los **dos principales factores de riesgo** en el corto plazo:

:: Excesivo crecimiento del crédito y deficiente asignación del mismo. La puesta en marcha de un plan de estímulos de 4 billones de yuanes en 2008 para sostener el crecimiento en la peor fase de la crisis financiera global tuvo como consecuencia un extraordinario crecimiento del crédito en la economía, que ha aumentado desde el 120% del PIB en 2008 hasta el 200% del PIB actualmente.

Este proceso ha dado lugar a dos consecuencias indeseables: el aumento de la intensidad de crédito en la economía (es decir, cada vez es necesaria más deuda para generar un punto adicional de crecimiento) y una **canalización del crédito a través de otras estructuras ajenas al balance de las entidades financieras**. Estos préstamos están financiando proyectos inmobiliarios e infraestructuras promovidas por los gobiernos locales y sus frecuentes refinanciaciones hacen presagiar que muchos de estos préstamos serían irrecuperables.

Una prueba de esta incertidumbre es la reciente **rebaja del rating de las administraciones locales chinas por parte de Fitch desde AA- hasta A+**, tras estimar que la deuda de las administraciones locales asciende a 13 billones de yuanes y el reciente **repunte de los tipos de interés interbancario**, que en la tercera semana de junio escalaron desde el 3% hasta el 11%, lo que **obligó al PBOC a intervenir** para evitar una crisis de liquidez. En consecuencia, el riesgo seguirá siendo elevado mientras no se aumente la transparencia en el sistema financiero y se creen mejores mecanismos de canalización del crédito.

:: Burbuja inmobiliaria. Los datos más recientes revelan que los precios inmobiliarios aumentaron en mayo en 69 de las 70 mayores ciudades del país. Aunque el incremento interanual de +6% no parece excesivo si consideramos las tasas de crecimiento de la economía, el hecho de que los **precios se hayan incrementado +11,2% en Pekín y +10,2% en Shangai** sí genera temores acerca del ciclo inmobiliario y la posibilidad de que un brusco aterrizaje dañe la economía.

En definitiva, **creemos que los factores de riesgo han ganado relevancia frente a los síntomas de estabilización** durante el último trimestre, por lo que **revisamos a la baja nuestra estimación de crecimiento del PIB desde +7,7% hasta +7,2% en 2013** y mantenemos sin cambios nuestra cifra de crecimiento estimada de **+7,0% para el año 2014**.

En **India**, el **crecimiento económico** continúa siendo claramente **inferior al potencial de medio plazo del país** y el ritmo de expansión está siendo el más lento de la última

A pesar de que la inflación es menor, no creemos que el gobierno vaya a poner en marcha un nuevo plan de estímulos

El excesivo crecimiento del crédito, su deficiente asignación y la burbuja en los precios inmobiliarios continúan siendo los principales factores de riesgo

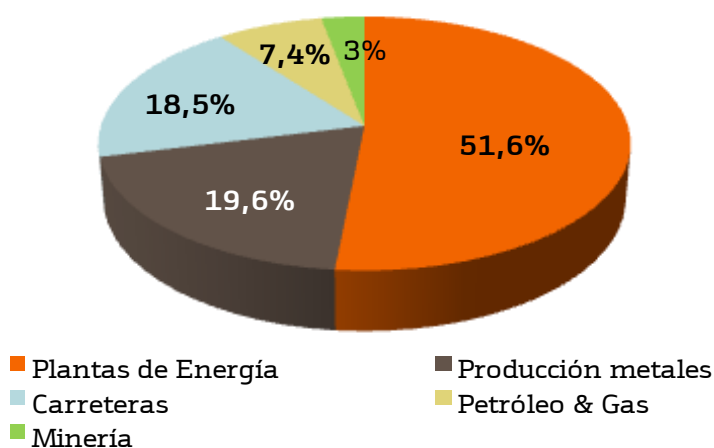
década. No obstante, en el último trimestre, el PIB ha registrado un crecimiento de +4,8%, una cifra levemente superior a la tasa de +4,7% en el 4T'12. Una vez que la tendencia de desaceleración del crecimiento se ha frenado, la cuestión clave es discernir si India ya ha atravesado un punto de inflexión a partir del cual el crecimiento ganará inercia.

En nuestra opinión, **las perspectivas de crecimiento de la economía india serán todavía modestas en el año 2013**, para el que el propio gobierno prevé un incremento del PIB en el entorno de +5%. Durante el último trimestre, el crecimiento de la economía india se ha apoyado en el buen comportamiento del sector servicios. Las actividades comerciales, de transporte y telecomunicaciones han aumentado +6,2%, mientras que el valor añadido generado por el sector financiero y de servicios profesionales se ha incrementado +9,1%.

Sin embargo, el **vigor del sector servicios** no se está viendo acompañado por crecimientos equivalentes en otras áreas. El sector agrícola, que tiene un notable peso en la economía india, sólo ha crecido +1,4%, mientras que el sector manufacturero ha registrado un crecimiento de +2,6% y se mantiene como una de los principales frenos para el despegue de la economía india.

El crecimiento económico de India se mantiene en niveles inferiores a +5%, un nivel reducido para un país emergente

Tabla 1.7.4.- Retraso en la construcción de infraestructuras



Fuente: Banco Mundial, Federación de Cámaras de Comercio de India.

Una de las claves que explican la **escasa entidad del sector industrial indio**, es el déficit de infraestructuras al que ya nos hemos referido en anteriores informes de estrategia. Además de la insuficiente red de infraestructuras de transporte, el principal problema es el cuello de botella generado por las **deficiencias del sector energético** y los frecuentes cortes de electricidad, que obligan a las empresas a disponer de generadores de electricidad propios, lo que supone un elevado coste adicional e **impide que el sector industrial indio sea competitivo** a pesar de la abundante mano de obra de bajo coste de la que dispone.

El dinamismo del sector servicios contrasta con el escaso crecimiento de la actividad manufacturera y las exportaciones

Este problema estructural no podrá solucionarse rápidamente, ya que el país tiene **déficits tanto en generación como en distribución de energía** y el sector está controlado por compañías públicas que operan en un régimen de monopolio. A pesar de los intentos liberalizadores del gobierno, la economía india acumula un volumen de inversión de 52.000 M.\$ en proyectos de infraestructuras que se pondrán en funcionamiento con retraso, que afectan especialmente a los de energía (ver tabla 1.7.4). Además, el aumento en la capacidad de generación previsto para los próximos años apenas cubrirá el crecimiento de la demanda por el incremento de la población.

La escasa importancia del sector manufacturero es uno de los factores determinantes del **déficit por cuenta corriente**, que se ha incrementado en los últimos meses debido al **descenso** registrado por las **exportaciones** y el **aumento de las importaciones**, impulsadas por la demanda de oro. Este déficit por cuenta corriente constituye el principal desequilibrio de la economía india y es uno de las causas de la brusca depreciación de la rupia frente al dólar.

Esa **depreciación de la rupia** es un riesgo para la economía india, ya que no soluciona los problemas de competitividad de las exportaciones indias y sí hace más difícil que continúe la desaceleración de la **inflación** en el país. El índice de precios al consumo, a pesar de su ralentización reciente, se mantiene en niveles superiores a +9% y es uno de los factores que **está impidiendo que el Banco Central de India pueda llevar a cabo una política monetaria más expansiva**. Tras haber recortado los tipos de interés en 75 p.b. desde principios de año, consideramos que el RBI pondrá un mayor énfasis en el control de la inflación y que **los tipos de interés terminarán el año 2013 en niveles no inferiores a 7,0%**.

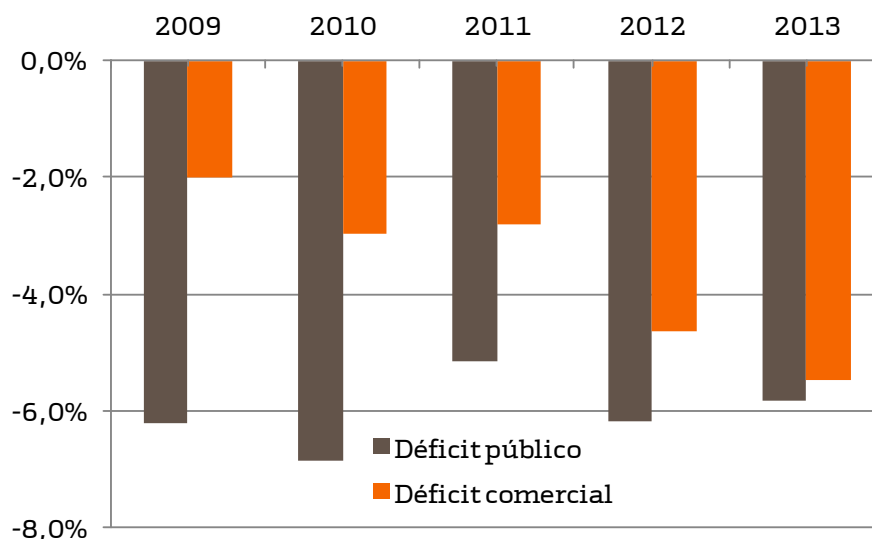
En consecuencia, teniendo en cuenta que la inversión continúa mostrando cierta debilidad, que el impulso reformista se ha ralentizado y que los estímulos monetarios serán escasos, cabría preguntarse qué **avances** se han conseguido en la economía india **en los últimos meses**. En nuestra opinión, las mejoras se concentran en 2 ámbitos:

:: **La evolución de los precios está mejorando**. Además de la desaceleración del IPC, el índice de precios mayoristas ha experimentado un notable descenso desde +7,3% a principios de año hasta +4,7% actual, lo que puede reducir las presiones inflacionistas.

:: **El compromiso del gobierno con la consolidación fiscal es firme**. A pesar de que el gobierno se encuentra prácticamente en precampaña para las elecciones de 2014, ha emprendido un programa de reducción del gasto público en subsidios y el incremento de los ingresos fiscales con el objetivo de **cerrar el año fiscal 2013 con un déficit fiscal de -4,8%**. Esta reducción del déficit ha motivado una **mejora de la perspectiva del rating** soberano de India por parte de Fitch desde negativa a estable y debería permitir una rebaja de sus costes de financiación.

El escaso volumen de inversión y el déficit de infraestructuras continúa siendo el principal obstáculo al crecimiento de la economía

No obstante, la moderación de la inflación y la reducción del déficit público constituyen avances significativos

Tabla 1.7.5.- Déficit público y comercial en India

Mantenemos sin cambios nuestras estimaciones anteriores sobre India, con un crecimiento de +5,2% en 2013 y +6,3% en 2014.

Fuente: Bloomberg, Reserve Bank of India. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

En definitiva, la visión expresada en el informe de estrategia trimestral de marzo se mantiene vigente en líneas generales. La expansión continuará siendo más lenta que en años anteriores y su aceleración dependerá de la capacidad del gobierno indio para atraer inversión extranjera que contribuya a modernizar el país, mejorar las infraestructuras y financiar el déficit por cuenta corriente. Las mejoras en materia de consolidación fiscal y la moderación de la inflación son avances reseñables, que nos llevan a **mantener nuestra estimación de crecimiento del PIB en +5,2% para el año 2013**, y un ritmo de expansión esperado de +6,0% para el año 2014.

Por su parte, **Brasil** continúa generando serias dudas acerca de su capacidad para relanzar el crecimiento. A lo largo de los últimos trimestres hemos insistido en la idea de que el crecimiento de la economía brasileña es **claramente insuficiente** y las perspectivas del mercado bursátil no compensan en modo alguno el riesgo que se asume.

Los indicadores más recientes de la economía brasileña han confirmado nuestras **estimaciones macroeconómicas**, que ya eran **extremadamente cautas**. Es cierto que las cifras del primer trimestre de este año sí muestran un ritmo de expansión algo más rápido, con un crecimiento anual acumulado de +1,2% frente a +0,9% al cierre del año pasado y que la inversión en formación bruta de capital fijo ha aumentado +3% tras 5 trimestres consecutivos de caída. Sin embargo, **la economía de Brasil continúa afrontando notables obstáculos** a su crecimiento, entre los que destacamos:

:: Insuficiente volumen de inversión en la economía. El mencionado aumento de la inversión durante el pasado trimestre se debe a factores estacionales relacionados con las

A pesar del leve repunte del PIB en 1T'13, el crecimiento de Brasil continúa siendo muy lento

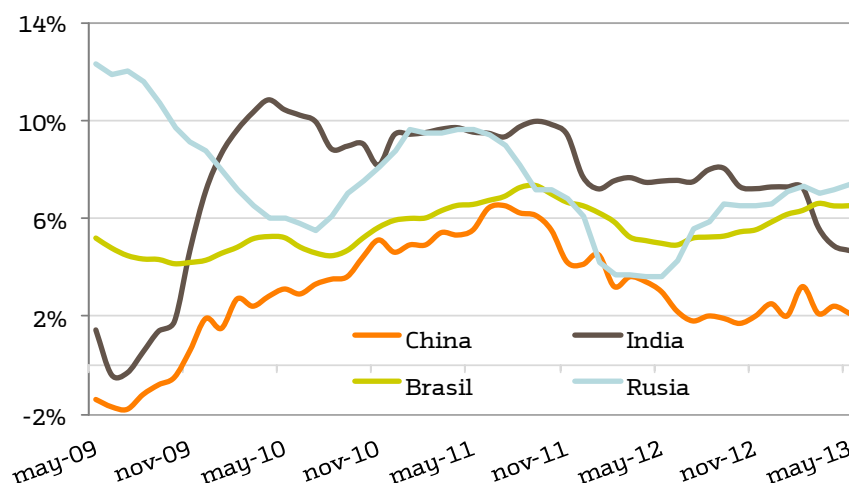
cosechas agrícolas, pero no responde a un aumento significativo de la inversión en capital e infraestructuras que permitan frenar la pérdida de competitividad que sufre el país. El efecto positivo de los ambiciosos planes de construcción de carreteras y puertos tendrán efectos positivos sólo en el medio y largo plazo y la inversión extranjera directa en el país continúa siendo insuficiente.

El gobierno, consciente de la necesidad de fomentar la inversión extranjera para estimular el crecimiento, decidió recientemente **retirar la tasa del 6% sobre las inversiones extranjeras en deuda soberana** brasileña, que se habían frenado como consecuencia del deterioro macroeconómico del país. Sin embargo, el intervencionismo del gobierno en la fijación de tarifas y la concesión de incentivos en los diferentes sectores es un elemento de **incertidumbre regulatoria** que no está contribuyendo a incentivar la inversión.

:: **Consumo vulnerable a la inflación y dependiente del crédito.** El consumo privado ha sido uno de los pilares de la expansión del país en años anteriores, con crecimientos cercanos a +4% gracias a los bajos niveles de desempleo de la economía brasileña. Sin embargo, el incremento del consumo se está ralentizando hasta niveles cercanos a +2%, debido a dos factores clave: el aumento de la inflación hasta +6,5%, que está erosionando el poder adquisitivo de los consumidores, y el progresivo agotamiento del boom del crédito.

La economía brasileña continúa adoleciendo de un claro déficit de inversión en formación bruta de capital fijo e infraestructuras

Tabla 1.7.6.- Tasas de inflación anual



El consumo, que hasta ahora había mostrado una evolución muy positiva, puede verse frenado por la dependencia del crédito y la subida de los precios

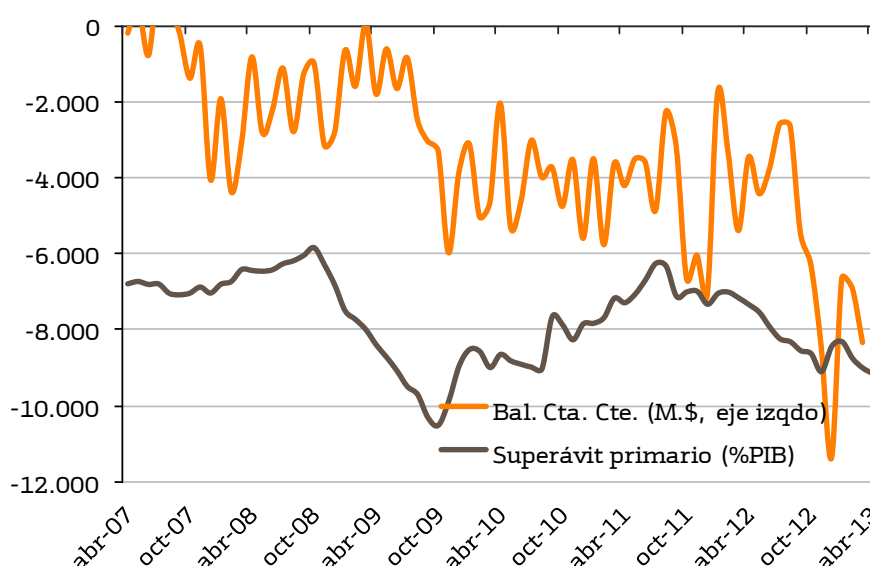
Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

Los programas de créditos baratos a familias para adquisición de viviendas y bienes de consumo doméstico y, sobre todo, las sucesivas rebajas de tipos de interés durante 2011 y 2012, permitieron que el consumo se acelerara. Sin embargo, el acceso a la financiación se encarecerá debido a la reciente **subida del tipo de interés desde 7,5% hasta 8%**, aplicada por el banco central para frenar el aumento de la inflación.

:: **Superávits en peligro.** El saldo de la balanza por cuenta corriente de Brasil se ha invertido y está registrando unos déficits crecientes, debido fundamentalmente a las menores exportaciones de mineral de hierro por la menor demanda de China. Además del desequilibrio exterior, el mercado prestará especial atención a la evolución de las cuentas públicas, ya que el **superávit fiscal primario** que ha tenido el sector público brasileño **se está reduciendo de forma rápida** y ha sido la causa de que S&P haya situado el **rating** crediticio de Brasil en **perspectiva negativa**.

La elevada inflación ha obligado al banco central a elevar los tipos de interés, lo que encarecerá el crédito y puede frenar la inversión

Tabla 1.7.7.- Balanza por cta. Cte. y superávit primario



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

:: **Incierto rumbo de las decisiones políticas.** El gobierno de Dilma Rousseff se encuentra en una difícil encrucijada, ya que mantener el superávit primario exige un ejercicio de control del gasto público que el gobierno intentará evitar. El creciente descontento social por la elevada inflación, las deficiencias en algunos servicios públicos y la corrupción ha llevado al gobierno a convocar un referéndum para reformar la Constitución y podría provocar un aumento del gasto público con el objetivo de mejorar su imagen de cara a las elecciones presidenciales de 2014.

La pérdida de poder adquisitivo y los deficientes servicios sociales están provocando un aumento del malestar social

En definitiva, la economía de Brasil sigue afrontando grandes desafíos en los próximos trimestres. Al escaso nivel de inversión, se unen el progresivo agotamiento del consumo y las crecientes dificultades para aplicar estímulos monetarios por la elevada inflación del país. Por lo tanto, **revisamos a la baja nuestras estimaciones de crecimiento para el año 2013 desde +2,0% hasta +1,5% y mantenemos +2,8% para el año 2014.**

La perspectiva negativa que mantenemos con Brasil se extiende también a **Rusia**, cuyo crecimiento **económico** continúa siendo muy **bajo** para lo que debe esperarse de un país emergente con un riesgo elevado. Aunque Rusia fue capaz de navegar en las turbulentas aguas de la tormenta europea de los años 2010 y 2011, el país parece haber perdido inercia en los últimos trimestres. El ritmo de **expansión** de la economía se ha **ralentizado desde +4,8% a comienzos de 2012 hasta +1,6% en el primer trimestre de 2013**.

En los próximos trimestres consideramos que no se dan las condiciones para que se produzca una aceleración del crecimiento. En primer lugar, el incremento de las exportaciones sigue siendo muy lento (+1,4% en 2012) y podría reducirse en próximos trimestres debido al estancamiento en la demanda de petróleo. Además, los menores precios de la energía, debido al incremento de la producción y los inventarios en EE.UU. hacen que los ingresos de Rusia por exportaciones de petróleo se mantengan estancados.

Por otra parte, el volumen de inversión sigue siendo débil y el aumento de la inflación hasta +7,4% de IPC interanual concede estrecho margen al banco central para reducir los tipos de interés. Además de los elevados costes de financiación, las empresas de bienes industriales se muestran reacias a invertir por la debilidad de la demanda, por lo que el crecimiento depende casi exclusivamente del consumo, que sí está mostrando un comportamiento favorable.

Por otra parte, la **inversión en el mercado bursátil de Rusia** presenta algunos **riesgos** que conviene tener en cuenta, debido a la escasa protección a los accionistas minoritarios, las interferencias gubernamentales y los elevados niveles de corrupción.

Por último, el **sector que presenta mejores perspectivas**, que es el del **consumo**, está **claramente infraponderado** en un mercado en el que las compañías de petróleo, gas y metales acumulan dos tercios de la capitalización bursátil. Por todo ello, insistimos en que el **binomio rentabilidad-riesgo del mercado ruso continúa siendo poco satisfactorio**.

Por último, debemos hacer una mención a **México**, país que estaba en nuestras preferencias de inversión en el trimestre pasado. **Nuestra perspectiva** acerca de la evolución del país centroamericano **es algo más cautelosa esta vez**, debido a la desaceleración del crecimiento económico, que actualmente se sitúa en +0,8% interanual.

Aunque la coyuntura económica mejorará a lo largo del año, el mercado mexicano se puede ver bloqueado en su evolución hasta que las reformas de Peña Nieto tomen forma. Hasta entonces, las grandes compañías de sectores estratégicos en los que se va a iniciar un proceso de apertura y liberalización pueden verse penalizadas, por lo que nuestra **recomendación acerca del país se rebaja desde sobreponderar hasta neutral**.

Las constantes modificaciones legislativas y la rápida reducción del superávit primario están incrementando la desconfianza del mercado acerca de Brasil

La contención en los precios de las materias primas impedirá que la economía rusa despierte de su letargo

Nuestra opinión.-

Las economías emergentes continúan mostrando unos niveles de expansión inferiores a su potencial de crecimiento de medio plazo. Las mayores tasas de crecimiento corresponden a China, cuya economía sigue siendo pujante, pero se enfrenta a mayores incertidumbres derivadas del excesivo volumen de inversión y crédito en la economía, el riesgo de una burbuja inmobiliaria y la presión por implementar reformas estructurales sin frenar un crecimiento a corto plazo que se antoja imprescindible para proporcionar empleo a la población que accede al mercado laboral.

India y Brasil prosiguen con su reducido nivel de crecimiento, caracterizado por el déficit de inversión e infraestructuras. Sin embargo, los lentos avances reformistas de India contrastan con los retrocesos de Brasil, cuyo clima empresarial y entorno de inversión se están deteriorando debido a las protestas sociales por la corrupción, los deficientes servicios públicos y la continua pérdida de poder adquisitivo motivada por una elevada inflación. Por último, la contención en el precio de las materias primas no favorece la evolución de la economía rusa, cuyo ritmo de expansión continuará siendo muy reducido.

Además de este entorno macroeconómico lleno de claroscuros, no debemos olvidar que **la progresiva retirada de estímulos por parte de la Fed supone un riesgo para la evolución de los mercados bursátiles de los países emergentes**, que habitualmente son los primeros en sufrir un *sell-off* de los activos de riesgo.

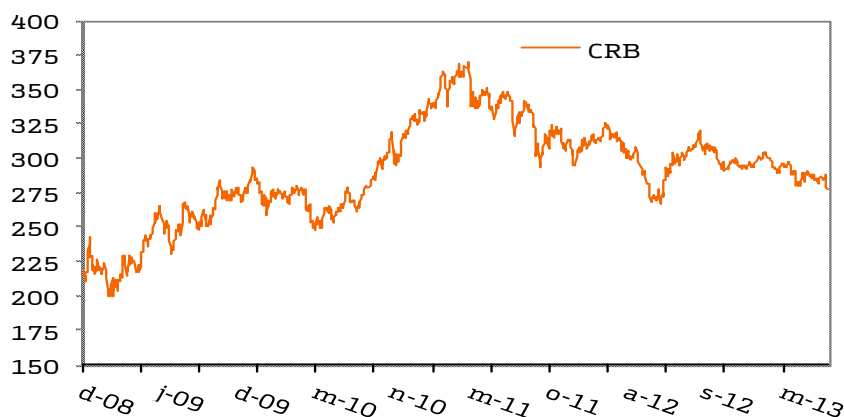
Durante el último trimestre, los factores de riesgo han ganado relevancia frente a los avances macroeconómicos, lo que nos hace mantener una actitud prudente acerca de los países emergentes.

2.- Materias Primas: "Seguirán respondiendo a factores fundamentales: petróleo recuperando y oro en caída libre"

La ralentización del crecimiento de algunos países emergentes, especialmente en China, la prolongada crisis Europea, la retirada de estímulos por parte de la Fed y la aparición de materias primas sustitutivas como el shale (gas/oil), serán los factores que determinarán la evolución del precio de las materias primas durante los próximos dos años. Excepto en el caso del oro, cuya caída será pronunciada de cara a los próximos dos años, el equilibrio entre la oferta y la demanda de las materias primas mantendrá los precios muy soportados durante 2013 y empezarán a recuperarse de manera progresiva de cara a 2014.

Como era de esperar, los factores que han presionado a la baja el precio de las materias primas han ganado terreno y ello ha tenido su reflejo en la evolución del índice CBR, que registra una caída de -6% en lo que va de año. Desde el final del 1T'13, las principales materias primas han sufrido retrocesos, en mayor o en menor medida.

Gráfico 2.1.- Evolución del Índice CBR de precios de materias primas.



Como era de esperar, los factores que han presionado a la baja el precio de las materias primas han ganado terreno y ello ha tenido su reflejo en la evolución del índice CBR, que registra una caída de -6% en lo que va de año.

Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

El precio del **petróleo** ha retrocedido en torno a -8,6% durante el 2T'13. Sin embargo, consideramos que de cara a los próximos dos años ira recuperándose aunque de manera muy progresiva sobre todo en 2013, debido a que los factores que presionarán el precio al alza se verán contrarrestados, en parte, por los factores que presionarán el precio a la baja. **Por este motivo, revisamos la estimación para el precio del barril de Brent hasta 115\$ desde 120\$ de cara a 2013 y mantemos la estimación de cara a 2014 en 120\$.**

En cuanto a los factores que presionarán el precio al alza cabe destacar:

- Los riesgos geopolíticos en Oriente Medio.
- La mejora del contexto económico global.

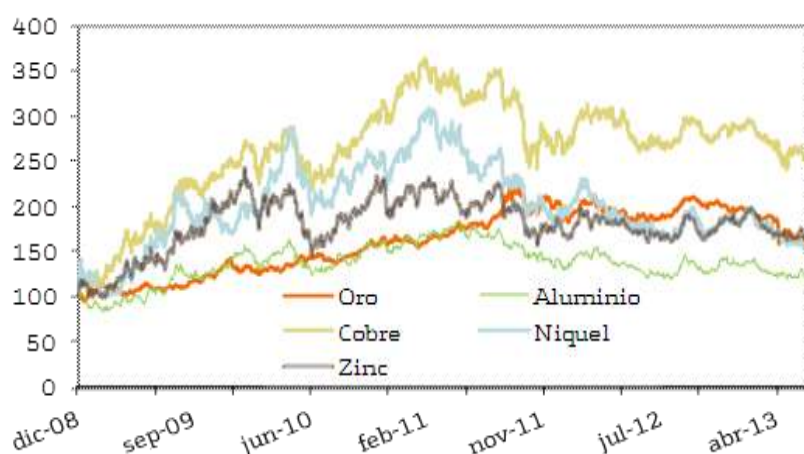
- La posibilidad de que los países de OPEP interrumpan la producción en algún momento para evitar fuertes caídas en los precios y entren en conflicto con sus principales competidores (EEUU, México y Canadá)
- La desaparición de los 3 factores de bloqueo (elecciones alemanas, plan de reformas japonés, efecto contagio de la decisión de la Fed hacia otros bancos centrales).

En cuanto a los factores que frenarán la recuperación del precio se encuentran:

- El desarrollo de la tecnología de extracción del shale oil, que está incrementando la oferta de materias primas energéticas en el mercado.
- El aumento de la producción de petróleo por parte de los países que no pertenecen a la OPEP, como EEUU y Canadá.
- La retirada de estímulos por parte de la Fed.
- El debilitamiento mostrado por la economía china, así como por otras economías emergentes.
- La lenta recuperación económica Europea.

Revisamos nuestra estimación para el precio del barril de Brent hasta 115\$ desde 120\$ de cara a 2013 y mantenemos la estimación de cara a 2014 en 120\$

Gráfico 2.2.- Evolución de los precios de las principales materias primas.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

Este gráfico muestra como la tendencia decreciente no sólo se da en el caso del petróleo, sino también en el precio del oro y de los principales **materiales básicos**. En este sentido, no esperamos avances significativos de cara a los próximos dos años, debido a la ralentización de las economías emergentes, cuya inversión en infraestructuras se verá ralentizada. A esto hay que añadir las restricciones impuestas por el Gobierno chino para frenar a burbuja inmobiliaria, lo que tendrá un efecto negativo sobre la demanda de este tipo de materias primas. Por poner un ejemplo, China representa el 40% de la demanda mundial de cobre.

Desde el comienzo del 2T'13 la cotización del **oro** ha sufrido un

La tendencia decreciente no sólo se da en el caso del petróleo, sino también en el precio del oro y de los metales básicos.

fuerte retroceso, deslizándose hasta los 1.282\$ (-20%). Las razones que explican esta caída irán ganando peso de cara los próximos dos años, por lo que **nos vemos obligados a realizar una fuerte revisión a la baja de la estimación para el precio del metal precioso desde 1.600/1.650\$ hasta 1.150\$ de cara a 2013 y hasta 1.000\$ de cara a 2014**. Entre los principales motivos que explican esta revisión cabe destacar los siguientes:

- La pérdida de atractivo del metal como activo refugio, debido a la creencia de que el precio ya estaba descontando los riesgos económicos, políticos y financieros.
- La búsqueda de alternativas más rentables como consecuencia de la mejora del ciclo económico.
- La caída de la demanda de oro en India, el mayor consumidor del metal, debido a la ralentización de su crecimiento económico y a las medidas que el Gobierno ha adoptado para reducir las importaciones de lingotes.
- La caída de la demanda por parte de China, segundo consumidor mundial, cuya economía ha empezado a mostrar claros síntomas de desaceleración desde comienzos de año.
- La retirada de estímulos por parte de la Fed.
- La desaparición de los 3 factores de bloqueo
- Los bancos centrales dejarán de incrementar sus reservas de oro, como consecuencia de la mejora del contexto económico global y la reducción de los riesgos.

El precio del **gas** ha experimentado en los últimos 3 meses un movimiento de ida vuelta, desde los 4,47\$ alcanzados en abril (vs 3,80\$ en marzo) para volver a retroceder hasta 3,78\$ en junio. Este retroceso se debe en parte, a una mejora de la climatología tras un invierno especialmente frío y que se ha prolongado hasta bien entrado el mes de mayo, así como a la competencia cada vez mayor que supone el *shale* gas. Esta nueva fuente de energía ha revolucionado el mundo de las materias primas energéticas, gracias a su menor coste de extracción.

Sin embargo, esta bajista iniciada desde mediados de abril (-10,5%) podría ser contrarrestada en los próximos trimestres por los recortes en las expectativas de reservas en Rusia y en EEUU. En el primer caso, por la incapacidad del país para explotar todo el potencial de sus recursos y en el segundo caso, como consecuencia de la mayor utilización del *shale* gas, ya que es allí donde la tecnología para su extracción está más desarrollada y avanza con mayor rapidez. Por otra parte, el incremento de la demanda como consecuencia de la mejora del ciclo económico global, también será un factor de presión al alza en el precio. **Por tanto, el equilibrio entre ambas fuerzas impedirá que su cotización vaya más allá de 4-4,5\$, tal y como estimamos en el informe anterior.**

Las incertidumbres políticas y económicas que han invadido recientemente los mercados no serán un motivo para buscar refugio en el oro.

El precio del gas ha experimentado en los últimos 3 meses un movimiento de ida vuelta durante el 2ºT'13.

Sin embargo, esta reciente tendencia bajista podría ser contrarrestada por los recortes en las expectativas de reservas en Rusia y en EEUU.

3.- Tipos de Interés: "Comienza la estrategia de salida"

El anuncio del comienzo de la estrategia de salida por parte de la Fed ha hecho saltar las alarmas. El mercado nadaba en una abundancia de liquidez que se va a empezar a retirar y hay dudas de que la economía pueda sostenerse por sí misma.

El próximo paso es la retirada de los QEs de la Fed, pero esto no implica que los tipos de intervención se vayan a tocar al alza en un futuro próximo.

En nuestra opinión, la política monetaria de los principales bancos centrales del mundo seguirá siendo acomodaticia durante los próximos trimestres. Además, en el caso de la Fed, no creemos que Bernanke vaya a precipitarse en la retirada de estímulos.

El Banco Central Europeo (BCE), en su penúltima reunión de tipos, decidió recortar el tipo de intervención hasta 0,50% desde 0,75% anterior. Esta decisión fue bien acogida por el hecho de que queda patente una mayor implicación por parte de las instituciones europeas (BCE en este caso) en la resolución de la crisis en la Eurozona. Este cambio de actitud no sólo se materializó a la hora de realizar esta rebaja sino también en comentarios adicionales, añadiendo que barajan la posibilidad incluso de situar el tipo de depósito en negativo, y reiterando que la situación será acomodaticia tanto tiempo como sea necesario. Además, hicieron hincapié en que el BCE continuará proporcionando tanta liquidez como consideren necesaria y la devolución de los LTRO (*Long Term Refinancing Operations*) es una buena muestra de la normalización del mercado. Del total de 1.019 millardos de € que se adjudicaron entre diciembre de 2011 y febrero de 2012, se habrían ya devuelto anticipadamente algo más de 302 millardos de €, lo que representa en torno al 29,6% del total.

Por otro lado, en los próximos meses pensamos que podría alcanzarse un acuerdo entre el Banco Europeo de Inversiones (BEI) y el BCE, mediante el cual aumente la financiación a pymes y familias, especialmente en determinados países. El BEI aportaría garantías mientras que el BCE aportaría liquidez.

Por lo tanto, y dado el escenario actual en el que el nivel de precios (+1,2% en mayo) está por debajo del objetivo (2%), y que la economía continuará en contracción en 2013 y crecerá levemente en 2014, **consideramos que no habrá modificación en el tipo de intervención actual, manteniéndose en 0,50% tanto en 2013 como en 2014.** Aunque no descartamos completamente la posibilidad de una rebaja de tipos adicionales, otorgándole una probabilidad de 20%. En cuanto al **tipo de depósitos**, pensamos que **no se situará en negativo ni en 2013 ni en 2014**, aunque en este caso tampoco descartamos esta posibilidad, a la que otorgamos una probabilidad de 20%.

La Fed anunció en la reunión del mes de junio que podría iniciar a finales de año un proceso de reducción progresiva de su programa de compra de bonos o QE 3. Esta ralentización gradual del volumen de compra de activos está condicionada a que se cumpla el escenario macroeconómico previsto por la Fed, que se caracteriza por una aceleración del crecimiento económico en 2014 y una progresiva reducción de la tasa de paro hasta niveles inferiores al 7,0%.

Una mayor implicación de las autoridades europeas...

... se puso de manifiesto con la rebaja del tipo director hasta 0,50% desde 0,75% anterior.

No obstante, estimamos que en los próximos meses se mantendrá en el mismo nivel: 0,50%.

Tras la comparecencia de Bernanke del pasado 9 de junio, la cuestión clave a desentrañar es si la Fed va a llevar a cabo este recorte del QE3 y cuáles serían los tiempos del proceso. En nuestra opinión, la Fed anunciará formalmente la reducción del programa de estímulos en la reunión de finales de 2013 y la irá implementando hasta mediados de 2014.

La principal razón que sustenta esta opinión es la mejora de la coyuntura macroeconómica en EE.UU. Como se ha mencionado en páginas anteriores, consumo e inversión están mostrando un buen comportamiento, la recuperación del mercado inmobiliario es un hecho y las cifras de creación de empleo son favorables y consistentes. Por ello, creemos factible que se cumplan las estimaciones de la Fed y que la tasa de paro de paro descienda hacia niveles cercanos a 6,5% a lo largo de 2014. Por lo tanto, parece lógico que la Fed haya decidido preparar el terreno, comunicando al mercado que las inyecciones de liquidez no pueden ser ilimitadas en el tiempo, sobre todo si se sigue avanzando en la reducción de la tasa de desempleo.

La fecha más conveniente para el anuncio de esta decisión parece, a priori, la **reunión de los días 29 y 30 de octubre**. Esperar hasta esa fecha daría margen a la Fed para cerciorarse de que la economía continúa creciendo y creando empleo y permitiría a Bernanke no esperar a sus últimas reuniones para tomar dicha decisión, ya que el actual presidente de la Fed concluirá su mandato el 31 de enero de 2014.

¿Significa esto que la política monetaria de la Fed dejará de ser expansiva? En absoluto, si ampliamos el zoom y contemplamos el cuadro completo. En primer lugar, la Fed continuará comprando activos por importe de 85.000 M.\$ mensuales (40.000 M.\$ en MBS y 45.000 M.\$ en bonos del Tesoro) durante el verano y, aunque reduzca sus compras, no venderá los MBS comprados y continuará reinvertiendo los cupones y los bonos que venzan para mantener la presión a la baja sobre los tipos de interés a largo plazo. En resumen, si recurrimos a un símil automovilístico, la Fed acelerará menos el motor de la liquidez, pero no lo frenará.

Además, la herramienta fundamental de la política monetaria, que son los **tipos de interés**, se va a mantener **inalterada al menos hasta 2015**. La Fed ha reafirmado su compromiso de mantener el tipo director en el rango 0%/0,25% al menos hasta que la tasa de paro se reduzca desde el 7,6% hasta el 6,5% y ha insistido de forma vehemente en que ese 6,5% no es el objetivo final de tasa de paro, sin el nivel a partir del cual la Fed comenzaría a plantearse una estrategia de salida.

Otros argumentos que sustentan esta perspectiva de tipos extraordinariamente bajos durante los próximos trimestres son la abrumadora mayoría de los miembros del Comité de la Fed que considera que los tipos deberían mantenerse en el nivel actual durante 2013 y 2014 y la reciente revisión a la baja de las expectativas de inflación, lo que prácticamente descarta que las presiones de precios puedan provocar un cambio de rumbo en la Fed.

La recuperación de la economía americana y la creación de empleo parecen justificar una progresiva reducción del QE3

El proceso de retirada progresiva de estímulos monetarios podría comenzar en el último trimestre de este año....

Por lo tanto, las primeras subidas en el tipo de los fondos federales no llegarán hasta el año 2015 y se producirán de forma lenta y gradual. En cambio, sí se está produciendo una subida en los tipos de interés de los bonos del Tesoro a largo plazo antes de lo que habíamos previsto. Aunque la Fed mantenga el tamaño de su balance, el menor volumen de compra de bonos reducirá la presión sobre los tipos de interés de los bonos a largo plazo. En consecuencia, **revisamos nuestra estimación para la TIR del T-Note desde 1,70% hasta 2,35% para finales del año 2013 y 2,70% para el año 2014.**

El nuevo Gobernador del **Banco de Japón (BoJ)**, Kuroda, no decepcionó en su primera reunión (3/4 de abril) y anunció agresivas medidas de política monetaria.

Por un lado, cambió el objetivo de su política, que pasa a ser la base monetaria en lugar del tipo de interés *overnight*, y por otro lado, la entidad anunció que doblará su base monetaria en los próximos dos años. Esto se traduce en una inyección de liquidez de 1,3 billones de dólares, lo que supone aproximadamente el 28% del PIB japonés frente al 13% sobre el PIB de EEUU de los planes de compras de bonos (Quantitative Easing, QE) llevados a cabo por la Fed desde 2009 (dos billones de dólares).

Después de la decisión de abril, el BoJ no ha realizado ningún cambio. La institución continúa con su plan de compra de activos: 50 billones anuales de bonos del gobierno con vencimiento de hasta siete años, ETFs y REITS a razón de 1 billón y 30.000M JPY, respectivamente, al año, y bonos corporativos hasta sumar 5,4 billones de yenes.

En general, la reunión de junio generó cierta decepción ya que parte del mercado esperaba que Kuroda decidiese alargar el vencimiento de las inyecciones de liquidez desde un año hasta dos, algo que no se produjo. El BoJ empezó a realizar operaciones de préstamo a tipo fijo (0,10%) a las entidades financieras el 11 de abril, con el objetivo de reducir la volatilidad en la deuda pública y hasta el momento se han ofrecido unos 13 billones de yenes.

Si se extendiese a dos años el vencimiento de dichas operaciones los bancos contarían con mayor margen para cubrirse de las pérdidas causadas por la caída de los bonos soberanos, sin tener que venderlos, y reducir así su volatilidad.

En nuestra opinión, Kuroda no ha respondido al aumento de la volatilidad en el mercado para no dar la impresión de estar "persiguiendo" al mercado. Mientras que esta variabilidad en los precios sea algo transitorio, su estrategia será correcta, pero si las rentabilidades empiezan a subir sin conexión con la economía real, el BoJ tendrá que tomar nuevas medidas porque se pondría en peligro la recuperación económica.

Al fin y al cabo, gran parte del éxito de las Abenomics se explica por una mejora de la confianza de los agentes económicos que redundaría en un mayor consumo y en mayor inversión. Con una volatilidad descontrolada, la confianza se vería minada, por no hablar de los problemas que podrían surgir en los balances de las entidades financieras.

... aunque las primeras subidas de tipos no llegarán hasta el año 2015 y se producirán de forma muy gradual

El BoJ generó cierta decepción en su última reunión...

De cara al futuro, pensamos que el BoJ va a seguir de cerca la evolución económica y la inflación. Su política seguirá siendo ultraexpansiva y Kuroda tratará de conseguir "golpes de efecto" con sus medidas por lo que no esperamos actuaciones tibias sino programas de acción concretos y directos para tratar de llevar la inflación al 2% objetivo. Por tanto, **el tipo de interés de referencia se mantendrá en el 0/0,10% durante los próximos años, y la base monetaria seguirá aumentando a razón de 60/70 billones de yenes anuales.**

Hasta la fecha, el **Banco de Inglaterra** ha estado inmerso en un intenso debate acerca de la conveniencia o no de ampliar el programa de compra de bonos actual (375.000MGBP). Los miembros del BoE admiten que existe un tira y afloja entre las ventajas que supone aumentar el programa de estímulos y los inconvenientes de que la inflación se mantenga muy encima del objetivo del 2%. Los defensores de un aumento en el QE argumentan que la recuperación de la economía no está siendo suficientemente rápida, que el mercado laboral no termina de remontar y que las expectativas de inflación en el medio plazo no se han alterado de forma significativa.

El número de partidarios de mantener el programa de compra de activos es claramente superior (6 frente a 9), y apoyan su postura en la reciente mejora de los indicadores económicos y en el positivo impacto esperado por el FLS en la reactivación del crédito. De hecho, el último informe de inflación publicado por el BoE en mayo, ha revisado al alza por primera vez desde octubre 2007, las estimaciones macroeconómicas para el Reino Unido. Por otro lado, insisten en que todavía no se han materializado todos los efectos positivos del QE actual y que un aumento del programa de compra de activos implicaría importantes riesgos para la economía británica. Entre los factores de riesgo que se mencionan destacan, un cambio en las expectativas de inflación de medio plazo y un estrechamiento de las primas de riesgo de mercado, que crearían una distorsión y harían más difícil la transición hacia una política monetaria convencional una vez que la recuperación económica haya ganado solidez.

Todo este entramado podría resolverse con la llegada de Mark Carney al BoE el día 1 de julio, quien ha manifestado en varias ocasiones su intención de impulsar el crecimiento a través de mayores estímulos aun a costa de la inflación. No obstante, el mejor tono mostrado por la economía desde principios de 2013 y la oposición por parte del mayor número de componentes del BoE al incremento de estímulos, ha reducido la probabilidad de que esto finalmente se materialice, ya que no será fácil inclinar la balanza hacia una visión más *dovish*. Sin embargo, consideramos que los avances se están produciendo a ritmo muy lento, por lo que una mayor flexibilización de la política monetaria podría ser una opción para darle mayor vigor. En consecuencia consideramos que el escenario más probable es que Carney incremente el programa de compra de bonos hasta 400.000MBP desde los 375.000M€ actuales. En caso de no ser así, ya está contemplando medidas alternativas para impulsar la economía en la línea del mandato dual de la Fed (es decir, añadiendo empleo a la inflación). Los tipos de interés por su parte, se mantendrán sin cambios en el 0,50%.

... pero seguirá tomando las medidas necesarias para acabar con la deflación y estimular el crecimiento económico.

Los miembros del BoE admiten que existe un trade-off entre las ventajas que supone aumentar el programa de estímulos a través del Quantitative Easing y los inconvenientes.

Los avances se están produciendo a ritmo muy lento por lo que una mayor flexibilización de la política monetaria podría ser una opción para incrementar dicho ritmo.

4.- Divisas: "Mayor estabilidad y escasas tensiones"

Reafirmamos el rango 1,25/1,35 para el eurodólar en el que el tipo de cambio ha permanecido de forma prácticamente ininterrumpida desde principios de 2012. En Europa las elecciones alemanas determinarán la agenda e impedirán que se tomen decisiones relevantes que puedan influir sobre el tipo de cambio, mientras que la probable retirada de estímulos por parte de la Fed ya ha sido en parte descontada por el mercado. Actualizamos nuestro rango estimado para el euroyen desde 120/130 hasta 125/135 y mantenemos el rango 130/140 para 2014, ya que consideramos que proceso de depreciación del yen continuará, pero lo hará de forma más moderada para evitar generar tensiones en otros países. La libra esterlina podría apreciarse levemente debido a la mejora del contexto económico, aunque el tipo de cambio vendrá determinado por la política monetaria que aplique Carney al frente del Banco de Inglaterra. Finalmente, el franco suizo podría depreciarse hasta 1,22/1,25 en 2013 y hasta 1,23/1,27 en 2014, debido a que el SNB continuará interviniendo en el mercado y a que la progresiva mejora del entorno reduce el atractivo de las divisas refugio.

Eurodólar.-

Durante el último trimestre, el eurodólar se ha mantenido en nuestro rango de referencia 1,25\$/1,35\$. Prácticamente de forma ininterrumpida durante los últimos 2 años hemos venido manteniendo que este rango es muy aceptable para ambas áreas económicas, ya que EE.UU. puede seguir exportando a Europa de una forma competitiva, mientras que un euro apreciado frente al dólar minimiza el riesgo de inflación, siempre preocupante para Alemania.

Si fijamos nuestra perspectiva en la segunda mitad de 2013 y el año 2014, creemos que los factores determinantes del tipo de cambio contribuirán a que el tipo de cambio se mantenga en el rango actual. Estos factores son los siguientes:

Políticas monetarias expansivas por parte del BCE y la Fed. Los tipos de interés se mantendrán en los niveles actuales hasta finales de 2014. La Fed continuará proporcionando una política monetaria expansiva para fomentar la creación de empleo en EE.UU., mientras que el BCE se verá obligado a mantener su tipo director en 0,50%, ante la necesidad de reactivar el crédito en la Eurozona.

Evolución económica. El euro ha mantenido su fortaleza a pesar del marcado contraste entre la recesión que ha atravesado la UEM y la recuperación económica de la UEM. Esta consistencia y sobrevaloración del euro en los últimos trimestres podría hacer pensar en que el euro podría apreciarse más allá de 1,35\$ una vez que la economía de la UEM gane inercia. Sin embargo, el respaldo para la moneda única que pueda suponer una recuperación de la UEM se puede ver compensado por la presión alcista que seguirá experimentando el dólar una vez que la Fed comience a reducir la dimesión del Quantitative Easing 3.

Statu quo en las decisiones políticas. En los próximos meses no creemos que se vayan a tomar decisiones políticas

Reafirmamos nuestro rango de estimaciones 1,25/1,35 que tan buen resultado nos ha dado en los últimos dos años

La recuperación de la economía europea se compensará con la retirada de estímulos monetarios en EE.UU., por lo que la estabilidad será la tónica dominante

relevantes en el seno de la UEM. La agenda política europea vendrá determinada por la precampaña electoral de Alemania, en la que Merkel querrá mostrar una imagen de firmeza frente a los países periféricos que refuerce su imagen ante su electorado. Por lo tanto, no creemos que se vayan a producir avances relevantes en la creación de una unión bancaria europea que pudieran ser un elemento de credibilidad y soporte adicional para el euro.

En definitiva, **mantenemos nuestras estimaciones** publicadas en el informe de estrategia trimestral de abril y situamos el tipo de cambio eurodólar **en el rango estimado 1,25/1,35\$ para los años 2013 y 2014.**

La política económica de Abe está centrada en la debilidad del yen.

Euroyen.-

Durante el último trimestre el yen ha continuado debilitándose si bien ha experimentado una notable corrección desde finales de mayo. Su cruce con el euro ha pasado de 120 a 129 (+8%) y con el dólar, de 94 a 98 (+4%). **Pensamos que esta tendencia de depreciación se mantendrá durante los próximos trimestres, pero de forma más moderada.**

La política monetaria del Primer Ministro Abe está centrada en la debilidad del yen. Una divisa más débil favorece las exportaciones niponas y también impulsa a su bolsa. Históricamente, una caída del -1% en el yen frente al dólar se traduce en una subida del Nikkei del +1,9% (desde noviembre'12 esta relación ha sido algo superior: -20%/+50%). Según un estudio del diario de negocios *Nihon Keizai Shimbun*, cada caída de un yen en el tipo de cambio dólar/yen se traduce en un impacto de 2.700M\$ extra en los beneficios de las 30 mayores empresas exportadoras del país.

Con la revalorización de la renta variable, mejora la confianza y a la larga, también el consumo privado gracias al efecto riqueza además de por el aumento de las perspectivas de inflación. En definitiva, un yen débil provoca un círculo virtuoso en la economía, crucial para que el crecimiento de Japón pueda despegar.

Además, no se nos puede olvidar que el BoJ está inyectando liquidez de forma agresiva. Sus planes triplican los programas de compras de activos de la Fed, si lo vemos de forma relativa, y se pondrán en marcha a lo largo de un período de tiempo en el que la Reserva Federal empezará a retirar estímulos. Así, el BoJ seguirá comprando activos mientras que la Fed comenzará su estrategia de salida, lo que debilitará al yen frente al dólar.

Creemos que la depreciación del yen continuará si bien lo hará a un ritmo más suave.

Por otro lado, el Gobierno ha cambiado la normativa de los planes de pensiones públicos para que puedan invertir un mayor porcentaje de su cartera en activos extranjeros, lo que puede provocar un flujo de salida de yenes hacia otras divisas, debilitando al yen.

Adicionalmente, el G7 no se ha pronunciado en contra de la debilidad del yen. No obstante, entendemos que todo tiene un límite. Así, aunque la depreciación del yen pueda continuar,

debería hacerlo de una forma más pausada para no causar "malestar" entre otros países.

Así, **mantenemos nuestra estimación del cruce euroyen de 2014 en 140 y revisamos al alza la de 2013 por el camino ya recorrido, desde 120/130 a 125/135.**

Eurolibra.-

Desde la publicación del último informe de estrategia trimestral el contexto en Reino Unido se ha tornado más benigno, lo que ha tenido su impacto en la cotización de la divisa británica. Desde entonces, los datos oficiales del PIB han mostrado que la economía británica creció más de lo esperado (+0,3%) en los primeros tres meses de 2013, y gran parte de los indicadores económicos publicados desde entonces apuntan a un sólido comienzo para el crecimiento en el 2T'13.

Esta mejora del tono económico ha impulsado la cotización de la libra, que desde los mínimos alcanzados en febrero (0,87) ha conseguido recuperar parte del terreno perdido, hasta estabilizarse en torno 0,84/0,85. La rebaja de tipos llevada a cabo por el BCE el pasado 2 de mayo también ha influido en esta corrección, a pesar de que la mejora del contexto global ha reducido el atractivo de activos refugio como la libra, motivo por el cual el euro ha conseguido apreciarse prácticamente frente a todas las divisas.

Hasta ahora habíamos defendido que la llegada de Carney al frente del BoE, supondría un incremento de la flexibilización cuantitativa. Sin embargo, esta mejora de contexto y el sesgo *hawkish* mostrado por los miembros del BoE en sus votaciones, no será el entorno más favorable para que el nuevo Gobernador pueda incrementar los estímulos monetarios.

La inflación, el principal obstáculo, ha vuelto a repuntar en el mes de mayo hasta +2,7% (vs +2,4% ant.) y las previsiones siguen siendo alcistas en el corto/medio plazo, aunque recientemente se han revisado ligeramente a la baja.

A pesar de todo esto, otorgamos mayor probabilidad (60%) a un incremento del QE hasta 400.000MGBP desde 375.000GPB actuales. Incluso en el que caso de que Carney adopte medidas alternativas para impulsar el crecimiento, el impacto de las mismas seguirá siendo depreciatorio para la libra. Por otra parte, no hay que olvidar de vista que la mejora del contexto económico ejercerá cierta presión alcista sobre la cotización de la divisa británica que hay que añadir a la estimación anterior, motivo por el cual **ampliamos el rango estimado desde 0,85/0,87 hasta 0,84/0,87 para 2013 y mantenemos inalterada la estimación de cara a 2014 en 0,81/0,84.** Estas estimaciones serán susceptibles de revisión una vez que se conozcan las medidas que Carney va adoptar y su impacto en la cotización de la divisa y sobre la economía. Pronto saldremos de dudas...

Desde la publicación del último informe de estrategia trimestral el contexto en Reino Unido se ha tornado más benigno, lo que ha tenido su impacto en la cotización de la divisa británica.

Otorgamos mayor probabilidad a un incremento del QE. Incluso en el que caso de que Carney adopte medidas alternativas para impulsar el crecimiento, el impacto de las mismas seguirá siendo

Euro/franco suizo.-

La tendencia depreciatoria del franco suizo se mantendrá en los próximos meses por tres motivos: (i) Continuará intervenido por el Banco Central Suizo (SNB) en el nivel 1,20. (ii) No hay presión internacional aparente para que deje de depreciarlo artificialmente. (iii) Una mejora del contexto económico favorece su depreciación.

Desde que el SNB en septiembre de 2011 decidiera intervenir el franco en el nivel 1,20 comprando divisa extranjera, ha conseguido el objetivo de mantenerlo depreciado. En la última reunión del SNB, el Gobernador Jordan reiteró que la intervención de la divisa continúa siendo imprescindible y que por el momento no habrá ningún tipo de modificación. La política monetaria continuará siendo extremadamente expansiva tanto tiempo como sea necesario.

Para Suiza la exportación es una parte muy importante de su economía (exportaciones suponen +12% del PIB) y no permitirán que se vean afectadas por una divisa apreciada. Estas se ven constantemente amenazadas por dos factores: (i) La crisis de la Eurozona, que es su principal socio comercial, le afecta directamente. Sólo las exportaciones a Alemania, Francia e Italia suponen cerca del 18% de todo lo que vende en el exterior. (ii) La solvencia del país es muy atractiva para los inversores más adversos: Tiene una deuda sobre PIB de 52,4% que no ha incrementado desde 2010.

Durante los próximos meses, el SNB va a continuar evitando la entrada de capital extranjero en el país, introduciendo todo tipo de impedimentos. **El tipo director se mantiene en 0% y para los próximos trimestres no estimamos una modificación.** En cambio, en cuanto a los tipos a 2 años, **actualmente están en positivo +0,04%, pero pensamos que podrían volver a ponerse en negativo como ya han estado en reiteradas ocasiones.**

Una mejora generalizada del mercado ha motivado una mayor depreciación del franco suizo, ya que disminuye el atractivo por los activos refugio. Para los próximos meses creemos que el ciclo continuará evolucionando positivamente, aunque podremos asistir a ciertos eventos esporádicos que generen tensión. Esto podrá hacer que el franco gane cierto protagonismo momentáneo entre los inversores aunque en caso de que esto se produzca, el SNB entrará inmediatamente en escena comprando divisa extranjera para terminar con toda tensión depreciatoria.

Nuestra opinión es que en el medio plazo no se producirá una modificación en la política monetaria del SNB, y la divisa seguirá intervenida al menos hasta que las cotas de crecimiento del país sean superiores.

El CHF continuará depreciándose y estimamos que lo hará hasta 1,22/1,25 en 2013 y hasta 1,23/1,27 en 2014. Realizamos una ligera modificación de nuestra estimación anterior (1,21/1,24 en 2013 y 1,22/1,25 en 2014).

Durante los próximos meses, el franco continuará intervenido por el SNB, impidiendo su apreciación.

Estimamos que el franco suizo continuará depreciándose. Lo hará hasta 1,22/1,25 en 2013 y hasta 1,23/1,27 en 2014.

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

Proponemos una estrategia de inversión poco sofisticada de cara a los próximos 3 meses, de cara al verano, lo cual no significa necesariamente que sea más fácil de construir, ni que tenga más probabilidades de éxito que en otros trimestres más sofisticados. Sencillamente, creemos que el verano será un trimestre de transición durante el cual aumentará la volatilidad, el mercado carecerá de factores directores relevantes y será mejor favorecer las posiciones sin riesgo o de riesgo reducido: liquidez (depósitos o repos), volatilidad (posiciones largas preferiblemente mediante fondos de inversión) y bonos soberanos periféricos (italianos y españoles), cuyo atractivo por rentabilidad (TIR efectiva de mercado) ha aumentado sustancialmente tras el sell-off casi indiscriminado de activos en junio. Las bolsas siguen ofreciendo un potencial de revalorización elevado o muy elevado, dependiendo del índice, los bonos soberanos de mejor calidad o core (alemanes, americanos, franceses, japoneses, etc.) carecen de atractivo, los bonos corporativos se encuentran normalmente caros (TIR de mercado reducida), los bonos high yield padecen una liquidez reducida y también nos parecen caros... y el inmobiliario empieza a ganar atractivo, aunque aún no en Europa. Creemos que los desenlaces de los factores de bloqueo del mercado mencionados anteriormente en este informe que tendrán lugar a entre septiembre y octubre promoverán un momento de mercado mejor durante el último trimestre del año. Hasta entonces y para pasar el verano preferimos reducir algo la exposición y favorecer los activos sin riesgo o con riesgo muy bajo comentados.

Seguimos convencidos de que **iniciamos una fase económica expansiva** que aún no ofrece una credibilidad generalizada, lo que precisamente permite que se ofrezca buenas oportunidades en la principal clase de activos con riesgo: las bolsas. Como se aprecia en la Tabla 5.1, nuestros **potenciales de revalorización estimados**, en base a la actualización de nuestras valoraciones para las principales bolsas mundiales, oscilan entre **+46%** el EuroStoxx-50 y **+18%** el S&P500 (hasta 2014). Parece expectativas suficientemente atractivas como para continuar pensando que el actual contexto sigue siendo básicamente pro-bolsas... aunque sea más adecuado volver a tomar ese riesgo después del verano, aprovechando el proceso de normalización de economía, política y mercados que estimamos tendrá lugar. Pensamos que habrá que **regresar del verano con predisposición a aumentar exposición a bolsas**.

Iniciamos una fase económica expansiva...

Creemos que es importante tener en cuenta que hasta ahora **las bolsas han disfrutado de un generoso rally, excepto junio, en base tan sólo al flujo de la liquidez que ya estaba disponible** en la economía, pero no en base a otros flujos complementarios tan o más potentes que éste que tradicionalmente dinamizan al mercado de forma continuada en el tiempo. Queremos decir que ni los futuros flujos de fondos derivados de la retirada de posiciones del mercado de bonos que tiene lugar cuando el ciclo mejora, ni los provenientes de la mejora de beneficios, *cash flows* y salarios han comenzado a presionar al alza las cotizaciones en absoluto. Sin embargo, sí se pondrán de manifiesto a medida que avancemos en el cambio de ciclo. Ese es el crédito que, en términos de flujos, se nos reserva para 2014 principalmente.

... y habrá que regresar del verano con predisposición a aumentar exposición a bolsas.

Conviene tener esto en cuenta porque los patrones de conducta

Cuadro 5.1: Bolsas, resumen de las valoraciones estimadas.-

Objetivos principales índices según escenarios						
IBEX	B10A 2013	5,30%	4,80%	4,30%	3,80%	3,30%
	Objetivo 2013	7.359	7.908	8.546	9.296	10.191
	Potencial 2013	-3,6%	3,6%	12,0%	21,8%	33,5%
Actual 7.633	B10A 2014	5,00%	4,50%	4,00%	3,50%	3,00%
	Objetivo 2014	9.394	10.159	11.059	12.134	13.441
	Potencial acumulado a 2014	23,1%	33,1%	44,9%	59,0%	76,1%
ES50	B10A 2013	3,67%	3,17%	2,67%	2,17%	1,67%
	Objetivo 2013	2.819	3.026	3.264	3.544	3.876
	Potencial 2013	8,6%	15,1%	28,3%	39,3%	52,3%
Actual 2.545	B10A 2014	3,83%	3,33%	2,83%	2,33%	1,83%
	Objetivo 2014	3.254	3.466	3.716	4.014	4.376
	Potencial acumulado a 2014	27,9%	36,2%	46,0%	57,7%	72,0%
S&P 500	B10A 2013	3,50%	3,00%	2,50%	2,00%	1,50%
	Objetivo 2013	1.413	1.557	1.734	1.957	2.245
	Potencial 2013	-10,2%	-1,0%	10,3%	24,4%	42,7%
Actual 1.573	B10A 2014	3,70%	3,20%	2,70%	2,20%	1,70%
	Objetivo 2014	1.565	1.697	1.857	2.054	2.301
	Potencial acumulado a 2014	-0,5%	7,9%	18,1%	30,6%	46,3%
NIKKEI	B10A 2013	1,40%	1,15%	0,90%	0,65%	0,40%
	Objetivo 2013	13.067	13.808	14.638	15.575	16.640
	Potencial 2013	0,7%	6,5%	12,9%	20,1%	28,3%
Actual 12.969	B10A 2014	1,50%	1,25%	1,00%	0,75%	0,50%
	Objetivo 2014	14.183	14.906	15.707	16.600	17.599
	Potencial acumulado a 2014	9,4%	14,9%	21,1%	28,0%	35,7%

Fuente: Elaboración propia.

del mercado se repiten históricamente después de cada crisis.

Sin embargo, una de las principales **limitaciones de la estrategia de inversión actual** y de cara a construir una cartera sólida que se beneficie adecuadamente de la progresiva mejora del mercado es la **escasez de destinos de inversión que ofrezcan una rentabilidad suficientemente atractiva**. Como se ha comentado en el encabezamiento de este apartado, los bonos corporativos, tanto de grado de inversión como high yield, ofrecen unas rentabilidades de mercado reducidas, los bonos soberanos core van a continuar corrigiendo la burbuja que disfrutaron durante los peores momentos de la crisis, sobre todo a medida que se vayan retirando estímulos monetarios, y parece algo pronto para el inmobiliario, salvo en EE.UU. No obstante y desde la perspectiva del inversor los vehículos que permiten posicionarse en el sector inmobiliario americano de forma indirecta, como los REITs (cuya equivalencia española son las SOCIMIS), pueden sufrir

retrocesos a corto plazo debido al repunte de los tipos a largo americanos, lo que termina perjudicando a corto plazo la rentabilidad de los fondos de inversión inmobiliarios (que invierten también en REITs). Creemos que este efecto resulta inevitable a corto plazo debido al impacto que sufre el mercado (bonos a largo, como el 30 años) ante la perspectiva de retirada de estímulos por parte de la Fed. Sin embargo, es muy probable que todo este impacto quede recogido en precios a lo largo del verano, de manera que **los fondos de inversión inmobiliarios americanos deberían conservar su atractivo con una perspectiva no inmediata, de ciclo económico, que es la que debe predominar en una inversión en esta clase de activos**. Por tanto, lo importante es posicionarse a tiempo en ellos, a pesar de que puedan ser penalizados a corto plazo, con el objetivo de vincularse a un nuevo ciclo expansivo inmobiliario que probablemente se extenderá durante al menos 5 años. En consecuencia, **el posicionamiento en inmobiliario americano mediante fondos debe realizarse con una perspectiva de permanencia nunca inferior a 6 meses y deseablemente superior a 1 año**. La naturaleza del propio activo y la duración de sus fases de expansión y contracción así lo exige.

Las alternativas de inversión con rentabilidades esperadas aceptables son escasas...

En definitiva, al final, **actuando por eliminación quedan las bolsas, los bonos soberanos periféricos europeos** (donde el binomio rentabilidad-riesgo ha vuelto a ser más que aceptable) **y posiciones puntuales en inmobiliario americano**, donde el repunte de precios y de actividad es ya un hecho consolidado.

...lo que juega a favor de las bolsas.

Teniendo en cuenta el enfoque más bien constructivo que mantenemos sobre el sector inmobiliario americano y que pensamos que la estabilización en Europa e incluso en España está muy próxima, nos detenemos un momento para enumerar los principales **argumentos favorables** que identificamos desde una **perspectiva global**:

- :: Síntomas en precios, aunque por ahora sólo en EEUU.
- :: Contracción de oferta (no hay nueva producción) y consumo del *stock*.
- :: Costes de financiación históricamente bajos.
- :: Valoraciones razonables (tras el ajuste durante la crisis).
- :: Fuerte liquidez y alternativas de inversión limitadas.
- :: Probable aumento del peso de REITs en la inversión global.

Actuando por eliminación las mejores opciones de inversión son las bolsas, los bonos soberanos periféricos europeos y posiciones puntuales en inmobiliario americano.

No obstante todo lo anterior, que transmite una perspectiva favorable a la asunción de riesgos, creemos que tácticamente hay que gestionar bien los tiempos. Creemos que **el verano será un trimestre de transición durante el cual aumentará la volatilidad, el mercado carecerá de factores directores relevantes y será mejor favorecer las posiciones sin riesgo o de riesgo reducido**: liquidez (depósitos o repos), volatilidad (posiciones largas preferiblemente mediante fondos de inversión) y bonos soberanos periféricos (italianos y españoles), cuyo atractivo por rentabilidad (TIR efectiva de mercado) ha aumentado sustancialmente tras el sell-off casi indiscriminado de activos en junio. Es posible mantener una perspectiva estratégica proclive al riesgo y constructiva con respecto a la evolución del ciclo económico en combinación con una actitud de corto plazo, una posición táctica, menos

agresiva que permita gestionar adecuadamente el riesgo asumido. Por eso ambas visiones son compatibles: la estructural pro-riesgos y la táctica más bien defensiva. Coherentemente con esta combinación de posturas publicamos en nuestro Informe de Estrategia de Inversión Semanal del 10 de junio una reducción de exposición recomendada que oscilaba entre -5% y -10%, dependiendo del perfil de riesgo. A continuación se muestra la tabla resumen con los cambios introducidos en ese momento:

El verano será un trimestre de transición con mayor volatilidad y durante el cual el mercado carecerá de factores directores relevantes...

Cuadro 5.2: Perspectivas sobre las principales clases de activos.-

INVERSOR LOCAL (Zona Euro): Exposición Recomendada a Bolsas por perfil de riesgo del inversor.				
Agresivo	Dinámico	Moderado	Conservador	Defensivo
80% (vs 90% anterior)	70% (vs 80% anterior)	50% (vs 55% anterior)	25% (vs 30% anterior)	10% (vs 20% anterior)
INVERSOR GLOBAL: Exposición Recomendada a Bolsas por perfil de riesgo del inversor.				
Agresivo	Dinámico	Moderado	Conservador	Defensivo
80% (vs 90% anterior)	70% (vs 80% anterior)	50% (vs 55% anterior)	25% (vs 30% anterior)	10% (vs 20% anterior)
Máximo recomendado por perfiles en el momento actual, sobre la parte del patrimonio financiero susceptible de ser invertido en bolsa. Los grados máximos asumibles son: Agresivo 100%; Dinámico 80%; Moderado 65%; Conservador 50%; Defensivo 40%.				

Fuente: Elaboración propia.

Así las cosas, **nuestra estrategia de cara al verano es concisa y directa**, por lo que no merece la pena elaborar más sobre los detalles menores: **favorecer la liquidez, las posiciones largas de volatilidad y bonos soberanos españoles e italianos...** Sin perder de vista que, muy probablemente, a la vuelta del verano (¡ojalá sea antes!) será conveniente volver a sumir riesgos superiores, sobre todo en bolsas.

... por lo que recomendamos, transitoriamente, activos de sin riesgo o de riesgo muy bajo.

Opinión sobre el muy corto plazo: ¿sobrerreacción pasajera o cambio de tendencia?.-

Excepcionalmente, teniendo en cuenta la reversión que ha sufrido el mercado en junio, creemos conveniente expresar nuestra opinión con una perspectiva más de corto plazo. Casi de rabioso corto plazo. De hecho, los éxitos, en materia de inversiones, en el largo plazo vienen determinados por decisiones acertadas en los plazos más cortos.

En nuestra opinión, las bolsas mostraron los **primeros síntomas serios de estabilización en la última semana de junio**, durante la cual precisamente ha sido redactado este informe, por lo que el desenlace final es aún una incógnita. Lo primero y más importante que debemos decir, con el riesgo que eso supone, es que **los retrocesos sufridos en junio son pasajeros y no representan ningún cambio de tendencia**, ni alteran el fondo del mercado, cuyo enfoque continúa siendo reestructivo.

Los retrocesos sufridos en junio son pasajeros y no representan ningún cambio de tendencia, ni alteran el fondo del mercado, cuyo enfoque continúa siendo reestructivo.

Pero, **¿por qué ha sucedido?** ¿Tiene sentido? Defendemos que lo que empezó como un *sell-off* por parte de los *hedge funds* para realizar liquidez y beneficios de cara al cierre contable trimestral se complicó al coincidir con el anuncio de la Fed de ir retirándose y terminó de estropearse con un pequeño susto sobre Grecia el penúltimo fin de semana de junio y, sobre todo, con el riesgo de **cash squeeze chino**. Este último asunto es

estacional por el pago de impuestos, pero este año se ha sobredimensionado sencillamente porque la economía china está desacelerando de forma preocupante y eso introdujo un temor en el mercado que terminó provocando una sobrereacción inercial.

Parece que **el proceso de miedo autodestructivo está dejando de retroalimentarse**, aunque los distintos consejeros de los bancos centrales de referencia podrían frenar la deriva más rápidamente si realizaran las declaraciones adecuadas con más determinación: los de la Fed reduciendo los riesgos de una retirada progresiva, Draghi distanciándose de la actitud de la Fed (algo de esto ya hizo el 26 de junio) y King al decir que el BCE seguirá con sus medidas. Incluso es probable que cuando Carney le releve en julio como gobernador el BoE amplíe su programa de compra de activos desde 375.000M GBP hasta 400.000M GBP...

Creemos que **las bolsas recuperaron en los últimos días de junio para estabilizarse a continuación**, por lo que la mejora del mercado de bonos y de las primas de riesgo debería venir a continuación, enseguida, seguramente en los primeros días de julio. Si el mercado respeta el patrón clásico, que es lo más probable, la estabilización de las bolsas se traducirá en desenlaces similares para los bonos y el resto de clases de activos. Somos de la opinión que **los *hedge funds* volverán a entrar en el mercado con posiciones largas a lo largo del verano**, sobre todo después de tener prácticamente todas las clases de activos mucho más baratas después del reciente varapalo, particularmente las bolsas.

En el frente más doméstico conviene no perder de vista la **mejora del posicionamiento relativo de España** (economía y mercado). Lo mejor de todo es el estrechamiento de spread con Italia (reducido al entorno de 20 p.b. en el momento de redactar este informe) y que creemos evolucionará en esta misma línea hasta incluso igualarse, probablemente después del verano, cuando ya se haya publicado alguna cifra de PIB en positivo. Nuestra visión, por tanto, no es en absoluto destructiva después del susto de junio, ni siquiera con respecto al corto plazo.

Las bolsas recuperaron en los últimos días de junio para estabilizarse a continuación...

... por lo que la mejora del mercado de bonos y de las primas de riesgo debería venir a continuación, enseguida.

Las 2 tablas siguientes ofrecen nuestras preferencias de inversión por clases de activos y sectores de actividad.

Cuadro 5.3: Perspectivas sobre las principales clases de activos.-

RESUMEN DE PERSPECTIVAS SOBRE LOS PRINCIPALES ACTIVOS		
Activo	Tendencias 3T 2013	
BOLSAS	:: El potencial de revalorización del EuroStoxx-50 ahora supera al del S&P 500 (+46% hasta 2014 vs +18%), debido a la mejor evolución relativa reciente de este último. El Ibex-35 ofrece un potencial de +45%.	↑
	:: Las incertidumbres sobre las economías emergentes se trasladan a las expectativas de beneficios, por lo que las valoraciones no resultan fiables. Valoramos y preferimos sólo las bolsas de las economías desarrolladas.	↓
BONOS SOBERANOS	:: Core: seguirán corrigiendo, como hasta ahora; Francia continúa siendo un riesgo abierto, aunque no inmediato; los bonos americanos deberían sufrir más al empezar la Fed a retirar estímulos.	↓
	:: Periféricos: han vuelto a ganar atractivo; especialmente España por el potencial de estrechamiento de diferenciales frente a Italia y Alemania. La inversión debe ser hasta vencimiento.	↑
BONOS CORPORATIVOS	:: Neutral. Precios altos en el mercado secundario. No aumentar exposición al menos hasta que el volumen de nuevas emisiones sea relevante y la rentabilidad mejore. La perspectiva no ha cambiado.	=
HIGH YIELD	:: Neutral. Probablemente caros, con una <i>yield</i> media estimada de 5% y una tasa de impago de sólo 1,7%. Deberían corregir algo.	↓
INMUEBLES	:: Las expectativas de recuperación son ya un hecho en EE.UU. :: Recomendamos canalizar la inversión en esta clase de activo, en EE.UU., mediante fondos de inversión.	↑
DEUDA EMERGENTE	:: Infraponderar, sobre todo la denominada en divisas locales, que tenderán a depreciarse. El riesgo no compensa.	↓
MAT. PRIMAS	:: Precios internacionales a la baja por 2 motivos: (i) Ausencia de tensiones inflacionistas, y (ii) sobreoferta por parte de los países productores.	↓
VOLATILIDAD	:: Tenderá a aumentar a lo largo del verano, por lo que recomendamos posiciones largas sobre la volatilidad de las bolsas (VIX, etc) mediante fondos de inversión.	↑

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 5.4: Resumen de tendencias y recomendaciones sectoriales.-

RESUMEN TENDENCIAS PRINCIPALES SECTORES		
SECTORES	Tendencias 3T 2013	
FINANCIERAS	Sobreponderar. Aumentan su atractivo, ya consolidado en EE.UU. pero cuestionado en Europa. Morosidad tendente a la estabilización (Europa) o retrocediendo (EE.UU.). Demanda de crédito aún débil, pero mejores perspectivas. Riesgos de	↑
TELECOS Y UTILITIES	Neutral. Tendencia a la concentración y al reestablecimiento del dividendo. Atractivo de inversión estable o mejorando.	=
INDUSTRIALES	Sobreponderar. Serán el siguiente sector beneficiado por la reactivación del ciclo desde una perspectiva global. Momento de mercado mejorando y perspectivas de beneficios también.	↑
ENERGIA	Neutral. Sobrecapacidad aún existente. Precios estables, aún pronto para una recuperación significativa.	=
TECNOLOGÍA	Infraponderar. En fase de transición hacia nuevas tecnologías, plataformas y/o modelos de generación de ingresos. Entorno confuso. En todo caso, selección de nombres singulares con estrategias de negocio diferenciales.	↓
FARMA	Infraponderar. Mejor americanas que europeas, en todo caso. Dificultades para competir con los fabricantes de genéricos e incertidumbre sobre la vigencia de las patentes. <i>Pipelines</i> limitados.	↓
CONSUMO BÁSICO	Sobreponderar. Progresiva recuperación de la actividad, menor presión sobre los márgenes y reducción del endeudamiento. Es un proceso de mejora lento, pero en marcha. Sin cambios sustanciales de perspectivas con respecto al trimestre pasado.	↑
CONSUMO DISCRECIONAL	Infraponderar. Aún es pronto en términos de resultados y momento de mercado. Debería reaccionar a lo largo de 2014.	↓
MEDIA	Neutral. Mejora de la demanda final, aunque presiones competitivas por el cambio de modelo de negocio y de generación de ingresos (TV y prensa vs internet y redes sociales). Aún algo pronto para tomar el riesgo.	=
INMOBILIARIO	Sobreponderar, pero sólo EE.UU. Allí la recuperación del ciclo está confirmada por los datos. En el resto de áreas geográficas los síntomas de recuperación son aún incipientes (R.U.) o inexistentes (Europa Continental).	↑

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 5.5.- Posicionamientos recomendados por perfiles de riesgo, tipos de activos, sectores de actividad y zonas geográficas.

INVERSOR LOCAL (UEM): Exposición Recomendada a Bolsas por perfil de riesgo del inversor.				
Agresivo	Dinámico	Moderado	Conservador	Defensivo
80%	70%	50%	25%	10%
INVERSOR GLOBAL: Exposición Recomendada a Bolsas por perfil de riesgo del inversor.				
Agresivo	Dinámico	Moderado	Conservador	Defensivo
80%	70%	50%	25%	10%

Máximo recomendado por perfiles en el momento actual, sobre la parte del patrimonio financiero susceptible de ser invertido en bolsa. Los grados máximos asumibles son: Agresivo 100%; Dinámico 80%;

Posicionamiento recomendado (cambios indicados en color rojo)		
Vender/Infraponderar	Neutral	Sobreponderar/Comprar
Area Geográfica		
Portugal Middle East Argentina Rusia India Brasil Grecia	UEM Latam, México China Alemania Europa del Este Cora del Sur Australia, Canadá Reino Unido Irlanda	EEUU Japón España
Tipo de activo		
Bonos soberanos (EE.UU., ALE)	Inmuebles Bonos Convertibles Bonos Cupón Flotante Mat. Primas Industr (Minerales básicos) Mat. Primas Agrícolas Oro Petróleo Bonos High Yield Bonos corporativos	Bolsas Bonos soberanos: España
Sector		
Construcción Concesiones Inmobiliario (compañías ex-EEUU) Aerolíneas Telecos Utilities	Media Inmobiliario (activos) Farma - Original Farma-Genéricos Seguros Turismo Petroteras Consumo discrecional Tecnología	Inmobiliario (EEUU) Bancos (Europa y EEUU) Consumo Básico Industriales

Tabla 5.6.- Principales recomendaciones: carteras modelo de Acciones.

Junio 2013		Junio 2013	
Cartera Europea 20		Cartera Española	
	Peso (%)		Peso (%)
Bayer	7	Telefonica	8
Allianz	6	Santander	8
Sap AG	3	Red Electrica	1
Swatch Group	6	Iberdrola	2
L'Oreal	7	DIA	8
Carrefour	5	BBVA	9
Inditex	5	Antena 3	4
Linde AG (DE Listing	6	Inditex	8
Adidas AG	4	Enagas	7
Total	6	Ferrovial	5
Telefonica	3	CaixaBank	2
Asml Holding	4	Grifols	5
Basf AG	8	Abertis	5
BBVA	5	Técnicas Reunidas	2
Sanofi-Aventis	4	Amadeus	5
Nestlé	5	Repsol	5
Bmw AG (Ordinary)	4	OHL	4
Eads	4	Mapfre	5
Unibail-Rodamco	2	Tubacex	3
Unilever	6	Gas Natural	4
Total	100	Total	100

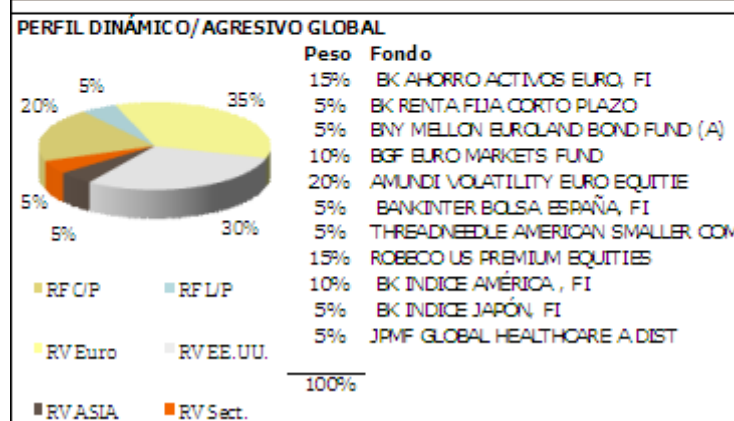
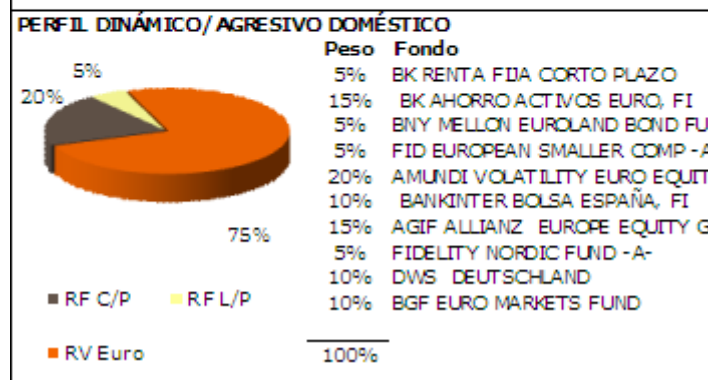
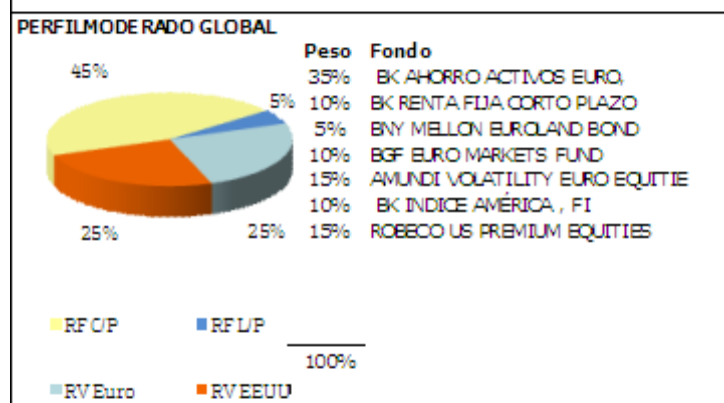
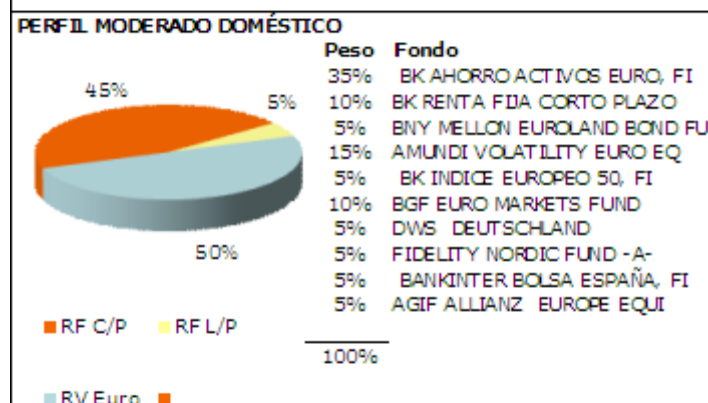
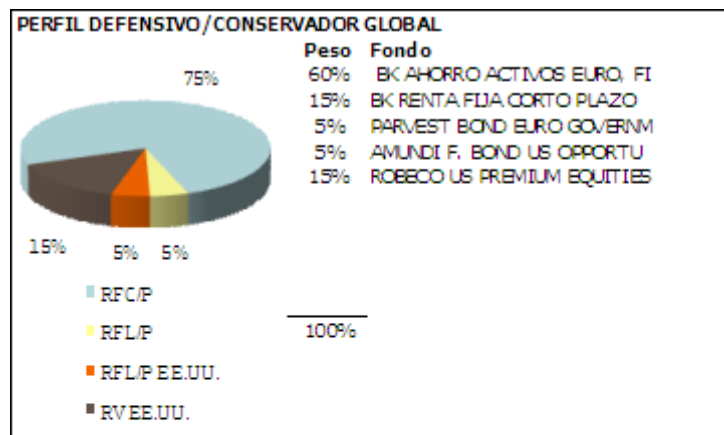
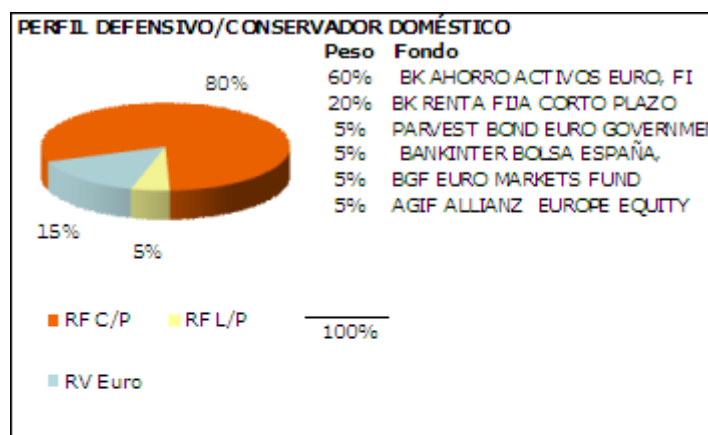
Fuente: Análisis Bankinter

Junio 2013	
TOP USA SELECCIÓN	
General Electric	General Motors
Citigroup	Visa
Wells Fargo	Home Depot
Coca-Cola	Microsoft
Anadarko	Western Digital
Walt Disney	Macy's
Lennar	Costco
Wal-Mart	Johnson&Johnson
Chevron	Philip Morris
Google	Abbott

Los informes específicos de estas carteras se pueden consultar en:

https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis/analisis_bankinter/recomendaciones

Tabla 5.7.- Principales recomendaciones: carteras modelo de Fondos.



Los informes específicos de estas carteras modelo se pueden consultar en:

https://www.bankinter.com/www2/particulares/es/asesoramiento/analisis/analisis_por_producto/fondos_de_inversion#ID=ASESORA&attr=WEBHFOND1CC3

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

España, cifras clave	2009r	2010r	1T11r	2T11r	3T11r	4T11r	2011r	1T12r	2T12r	3T12r	4T12r	2012r
PIB	-3,7%	-0,3%	0,5%	0,5%	0,6%	0,0%	0,4%	-0,7%	-1,4%	-1,6%	-1,9%	-1,4%
Consumo Privado	-4,4%	0,6%	0,2%	-0,9%	-0,2%	-2,4%	-0,8%	-1,3%	-2,2%	-2,1%	-3,0%	-2,2%
Gasto Público	3,7%	1,5%	2,2%	-0,5%	-2,7%	-1,1%	-0,5%	-3,8%	-2,8%	-4,0%	-4,1%	-3,7%
Inversión empresarial	-22,3%	2,6%	4,9%	2,9%	3,5%	-1,7%	2,3%	-5,1%	-6,4%	-7,0%	-7,9%	-6,6%
Construcción	-15,4%	-9,8%	-10,8%	-8,5%	-8,0%	-8,6%	-9,0%	-9,5%	-11,6%	-12,4%	-12,3%	-11,5%
Demanda interna	-6,6%	-0,6%	-0,9%	-1,8%	-1,8%	-3,1%	-1,9%	-3,1%	-3,8%	-4,0%	-4,7%	-3,9%
Aportación sector exterior	2,8%	0,3%	1,4%	2,4%	2,5%	3,1%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,8%	2,5%
Déficit Público/PIB	-11,2%	-9,2%					-8,9%					-7,0%
Deuda/PIB	53,3%	63,8%					68,5%					84,1%
Tasa de paro (EPA)	18,8%	20,3%	21,3%	20,9%	21,5%	22,9%	22,9%	24,4%	24,6%	25,0%	26,0%	26,0%
IPC	0,8%	3,0%	3,6%	3,2%	3,0%	2,4%	2,4%	1,9%	1,9%	3,4%	2,9%	2,9%
IPC UEM	0,90%	2,20%	2,70%	2,70%	3,00%	2,70%	2,70%	2,7%	2,4%	2,6%	2,3%	2,3%
Tipo intervención BCE (en Dic.)	1,13%	1,00%	1,00%	1,25%	1,50%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	0,75%	0,75%	0,75%
Euribor 1m (cierre trimestre y medi	0,69%	0,57%	0,96%	1,33%	1,36%	1,05%	1,17%	0,42%	0,37%	0,12%	0,11%	0,11%
Euribor 3m (cierre trimestre y medi	1,02%	0,83%	1,23%	1,55%	1,55%	1,37%	1,43%	0,78%	0,65%	0,22%	0,18%	0,18%
Euribor 12m (cierre trimestre y me	1,45%	1,36%	1,99%	2,16%	2,08%	1,96%	2,05%	1,42%	1,21%	0,68%	0,54%	0,54%
Tipos a largo (Bund, en Dic.)	3,39%	2,75%	3,35%	3,03%	1,89%	1,84%	1,84%	1,79%	1,58%	1,44%	1,44%	1,44%
Tipos a largo España (B10A, en Dic)	3,98%	4,63%	5,30%	5,45%	5,14%	5,17%	5,17%	5,35%	6,33%	5,94%	5,29%	5,29%
Crédito empresarial (cartera acumu	-2,5%	-0,6%	-1,3%	-3,2%	-4,1%	-4,2%	-4,2%	-3,8%	-5,2%	-6,7%	-15,3%	-15,3%
Crédito hipotecario (cartera acumul	0,1%	1,4%	0,2%	-0,3%	-0,6%	-1,3%	-1,3%	-0,9%	-2,0%	-2,6%	-3,0%	-3,0%

España, cifras clave	1T13r	2T13e	3T13e	4T13e	2013e			1T14e	2T14e	3T14e	4T14e	2014e		
					Pesimista	Central	Optimista					Pesimista	Central	Optimista
PIB	-2,0%	-1,8%	-1,4%	0,0%	-2,2%	-1,3%	-0,9%	0,7%	1,0%	1,6%	1,7%	0,4%	1,2%	1,7%
Consumo Privado	-3,9%	-3,0%	-2,5%	-1,0%	-3,1%	-2,6%	-2,3%	0,0%	0,0%	0,5%	1,0%	-0,1%	0,4%	0,7%
Gasto Público	-4,3%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,3%	-4,8%	-4,5%	-4,0%	-3,5%	-3,0%	-2,5%	-3,8%	-3,3%	-3,0%
Inversión empresarial	-6,5%	-4,5%	-2,0%	1,0%	-3,6%	-3,0%	-2,8%	2,5%	3,0%	3,0%	3,0%	2,4%	2,9%	3,2%
Construcción	-11,3%	-10,0%	-8,5%	-6,0%	-9,6%	-8,9%	-8,9%	-3,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	-1,3%	-0,8%	-0,4%
Demanda interna	-4,9%	-4,1%	-3,4%	-2,0%	-5,0%	-3,6%	-4,2%	-1,5%	-0,6%	0,2%	0,7%	-1,0%	-0,3%	-0,1%
Aportación sector exterior	2,9%	2,3%	2,0%	2,0%	2,9%	2,3%	3,4%	2,2%	1,6%	1,4%	1,0%	1,4%	1,5%	1,9%
Déficit Público/PIB					-7,3%	-6,5%	-6,0%					-6,8%	-5,8%	-5,1%
Deuda/PIB					98,9%	91,9%	86,9%					105,0%	95,0%	90,0%
Tasa de paro (EPA)	27,2%	26,9%	26,9%	27,1%	27,5%	27,1%	26,8%	27,1%	26,7%	26,4%	26,2%	26,7%	26,2%	25,8%
IPC	2,4%	1,9%	0,6%	0,8%	0,3%	0,8%	1,1%	1,4%	2,1%	1,9%	1,6%	1,1%	1,6%	1,9%
IPC UEM	1,7%	1,6%	1,2%	1,5%	1,0%	1,5%	2,0%	1,9%	2,3%	2,2%	2,1%	1,6%	2,1%	2,6%
Tipo intervención BCE (en Dic.)	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,25%	0,50%	1,00%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,25%	0,50%	1,00%
Euribor 1m (cierre trimestre y medi	0,12%	0,13%	0,14%	0,18%	0,08%	0,18%	0,28%	0,20%	0,30%	0,40%	0,60%	0,50%	0,60%	0,70%
Euribor 3m (cierre trimestre y medi	0,21%	0,23%	0,25%	0,30%	0,20%	0,30%	0,40%	0,40%	0,52%	0,65%	0,70%	0,60%	0,70%	0,80%
Euribor 12m (cierre trimestre y me	0,55%	0,55%	0,60%	0,65%	0,55%	0,65%	0,75%	0,70%	0,85%	0,95%	1,00%	0,90%	1,00%	1,10%
Tipos a largo (Bund, en Dic.)	1,29%	1,80%	1,85%	1,90%	1,75%	1,90%	2,05%	2,00%	2,10%	2,15%	2,20%	2,05%	2,20%	2,35%
Tipos a largo España (B10A, en Dic)	5,06%	4,90%	4,65%	4,50%	5,00%	4,50%	4,00%	4,40%	4,30%	4,15%	4,00%	4,50%	4,00%	3,50%
Crédito empresarial (cartera acumu	-18,6%	-17,8%	-16,8%	-10,5%	-15,7%	-10,5%	-8,4%	-7,3%	-5,9%	-3,6%	0,6%	0,3%	0,6%	0,9%
Crédito hipotecario (cartera acumul	-3,4%	-3,0%	-2,5%	-2,2%	-3,3%	-2,2%	-1,7%	-1,2%	-0,8%	-0,2%	0,0%	-0,5%	0,0%	0,5%

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.

26 de junio de 2013
cierres de 25-jun-13

Ratios compañías
Ibex 35

	Cierre	% Var 5D	% Var 3M	% Var Ac.Año	Capitaliz ación	PER 2012r	PER 2013e	PER 2014e	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE 2012r	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE 2013e	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE Var.%	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE 2014e	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE Var.%	Rentab. Div'13e	Próximo Div. (2)	ROE Media 3A	ROE 2013e	ROE 2014e	D/FFPP Último	P/V C Media5A	P/V C 2013e	P/V C 2014e	Recomenda ción	P. Objetivo
Ibex-35	7.608	-4,3%	-3,0%	-5,1%	390.896	76,8 x	11,7 x	10,1 x	14.024	32.741	133%	40.028	22%	6,0%										
Abertis	12,90	-6,8%	-2,6%	3,9%	10.515	10,3 x	15,1 x	14,2 x	1.024	653	-36%	722	10%	5,3%	31/10/13	22,0%	17,0%	17,9%	2,4 x	2,6 x	2,7 x	2,4 x	Comprar	25,71
Abengoa	1,75	-5,2%	-21,6%	-24,2%	887	1,9 x	10,3 x	6,4 x	125	99	-21%	153	54%	3,5%	09/04/14	17,3%	8,0%	5,5%	6,5 x	1,8 x	0,1 x	0,7 x	Vender	1,50
ACS	19,84	-7,4%	9,0%	3,9%	6.227		8,6 x	7,8 x	-1.926	710	-63%	775	9%	6,0%	07/07/14		25,0%	23,4%	2,0 x	2,4 x	1,9 x	1,7 x	Neutral	En revisión
Acerinox	7,02	-5,7%	-13,5%	-15,1%	1.766		45,4 x	16,6 x	-18	37	105%	114	204%	5,4%	17/06/14	3,4%	3,4%	8,6%	0,7 x	1,7 x	1,0 x	1,2 x	Comprar	En revisión
Amadeus	23,64	-2,8%	15,1%	25,2%	10.673	20,9 x	17,5 x	16,1 x	497	608	22%	664	9%	2,3%	30/01/14		32,5%	29,9%	1,2 x	0,0 x	6,2 x	4,9 x	Comprar	23,75
Acciona	40,09	-6,8%	-9,5%	-27,5%	2.333	12,3 x	22,2 x	19,4 x	189	109	-42%	126	15%	5,3%	21/01/14	3,4%	2,1%	2,6%	1,6 x		0,4 x	0,5 x	Neutral	En revisión
BBVA	6,36	-3,0%	-3,9%	-6,1%	36.159	22,5 x	9,5 x	8,3 x	1.676	4.128	146%	4.546	10%	6,4%	30/09/13	8,8%	9,4%	9,9%	5,2 x	1,1 x	0,8 x	0,8 x	Comprar	En revisión
Bankinter	2,60	0,0%	6,0%	33,5%	2.364	18,7 x	12,8 x	10,3 x	125	187	50%	246	31%	3,6%	14/10/13	5,4%	5,5%	7,0%	8,5 x	0,9 x	0,7 x	0,7 x	Restringido	Restringido
BME	18,85	-1,8%	-1,6%	2,4%	1.580	11,8 x	11,3 x	11,4 x	135	139	2%	138	-1%	8,9%	06/09/13	33,7%	34,4%	33,4%	87,3 x		3,5 x	4,0 x	Vender	n/a
CaixaBank	2,38	-4,1%	-7,0%	-6,5%	11.448	21,1 x	34,2 x	9,4 x	230	380	65%	1.440	279%	8,7%	28/06/13		2,2%	6,2%		0,0 x	0,5 x	0,5 x	Neutral	En revisión
DIA	5,66	-7,1%	3,9%	21,0%	3.952	23,2 x	17,5 x	15,1 x	158	217	38%	250	15%	2,5%	16/07/14	60,9%	89,7%	68,3%			25,2 x	9,6 x	Comprar	6,9
Endesa	16,16	-4,8%	-1,0%	-2,1%	17.485	9,3 x	9,3 x	9,1 x	2.034	1.898	-7%	1.931	2%	4,5%	02/07/14	16,0%	8,5%	8,3%		1,3 x	0,8 x	0,7 x	Neutral	18,00
Enagas	18,14	-4,3%	1,5%	14,4%	4.408	11,4 x	10,9 x	10,5 x	380	405	7%	418	3%	6,8%	19/12/13	20,0%	19,0%	18,4%	2,6 x	2,1 x	2,1 x	2,0 x	Comprar	20,50
FCC	7,04	-5,4%	-7,2%	-25,0%	894		17,6 x	8,8 x	-1.028	58	-94%	91	56%	0,0%	10/01/14		6,6%	7,1%	4,9 x	1,0 x	0,8 x	0,6 x	Neutral	26,40
Ferrovial	11,61	-4,0%	-5,4%	4,8%	8.608	12,1 x	29,3 x	26,9 x	710	285	-60%	314	10%	4,5%	12/12/13	28,1%	4,6%	5,4%	1,3 x	1,4 x	1,4 x	1,6 x	Neutral	En revisión
Gas Natural	15,02	-5,1%	9,0%	12,0%	15.220	10,4 x	11,0 x	10,5 x	1.441	1.392	-3%	1.454	5%	5,9%	08/01/14	11,0%	10,0%	10,0%	1,4 x	1,1 x	1,1 x	1,0 x	Neutral	17,00
Grifols	25,60	-2,4%	-7,0%	0,1%	8.194	33,1 x	22,6 x	19,2 x	257	407	59%	480	18%	1,1%	05/06/14	12,4%	17,9%	18,2%	1,6 x	3,9 x	4,6 x	3,7 x	Comprar	23,00
IAG	3,02	-1,4%	1,9%	37,1%	5.670		29,7 x	9,9 x	-943	174	-82%	621	257%	0,0%	06/08/13		4,0%	12,9%	0,9 x	0,0 x	0,0 x	1,3 x	Vender	En revisión
Iberdrola	3,93	-4,9%	8,0%	-4,3%	24.608	9,1 x	10,0 x	9,9 x	2.841	2.498	-12%	2.560	2%	7,5%	03/01/14	9,3%	7,0%	6,9%	1,0 x	1,1 x	0,7 x	0,7 x	Neutral	4,10
Indra	9,88	-5,0%	5,1%	-0,5%	1.636	12,7 x	11,6 x	10,2 x	133	141	7%	161	13%	3,4%	03/07/14	16,6%	12,8%	13,5%	0,7 x	2,3 x	1,5 x	1,3 x	Neutral	14,79
Inditex	94,21	-1,7%	-5,3%	-8,8%	59.964	25,4 x	22,9 x	20,5 x	2.361	2.619	11%	2.932	12%	2,6%	02/05/14	29,1%	28,2%	27,6%	0,0 x	5,6 x	7,3 x	5,6 x	Comprar	111,90
Jazztel	5,88	-1,8%	-0,3%	12,9%	1.488	23,8 x	23,1 x	19,4 x	62	60	-3%	76	27%	0,0%	00/01/00	15,3%	15,6%	14,7%	0,7 x	3,8 x	4,2 x	3,2 x	Comprar	6,50
Mapfre	2,53	-7,0%	3,3%	11,4%	7.939	11,8 x	8,2 x	7,9 x	666	958	44%	996	4%	5,2%	12/12/13	12,6%	12,1%	11,6%	0,2 x	1,1 x	1,0 x	0,9 x	Comprar	3,62
ArcelorMittal	8,6	-3,3%	-15,5%	-31,7%	14.539		36,9 x	10,0 x	-3.726	516	-86%	2.092	305%	1,8%	09/05/14	0,5%	1,0%	3,2%	0,5 x	0,0 x	0,0 x	0,3 x	Neutral	En revisión
OHL	25,72	-3,3%	-2,0%	17,0%	2.561		8,4 x	7,3 x	1.006	307	-70%	351	14%	2,9%	03/06/14	32,0%	13,2%	13,6%	2,1 x	1,7 x	1,2 x	1,0 x	Comprar	En revisión
Banco Popular	2,40	-14,8%	-18,0%	-17,0%	4.167			9,8 x	-2.461	148	-94%	688	364%	1,8%	11/10/13		1,5%	6,1%	7,4 x		0,4 x	0,4 x	Vender	2,00
Red Eléctrica	39,66	-5,3%	0,5%	8,6%	5.478	10,9 x	10,5 x	10,0 x	492	530	8%	556	5%	6,2%	02/01/14	26,1%	24,4%	23,4%	2,9 x	3,0 x	2,6 x	2,2 x	Neutral	42,00
Repsol	15,83	-8,2%	-0,5%	4,5%	20.558	10,2 x	9,4 x	9,4 x	2.060	2.222	8%	2.247	1%	6,1%	26/12/13	12,9%	8,3%	7,4%	0,7 x	1,0 x	0,7 x	0,7 x	Comprar	20,00
Banco Sabadell	1,28	-5,0%	-10,7%	-34,0%	3.806	26,6 x	33,0 x	8,9 x	82	168	105%	480	186%	20,4%	10/09/13	4,0%	8,4%	9,8%		0,8 x	0,4 x	0,4 x	Vender	1,79
Santander	4,87	-4,8%	-5,4%	-18,0%	54.048	27,5 x	10,2 x	8,4 x	2.205	5.476	148%	6.951	27%	12,0%	14/10/13	7,1%	6,8%	8,5%	4,4 x	0,9 x	0,7 x	0,7 x	Comprar	8,21
Sacyr Valleherm	2,20	-2,9%	55,0%	33,8%	981		9,4 x	10,8 x	-978	106	-89%	85	-20%	0,0%	05/03/14		6,2%	6,2%	6,4 x	0,7 x	0,7 x	0,6 x	Vender	1,75
Telefónica	9,68	-3,4%	-8,2%	-3,8%	44.623	10,8 x	9,1 x	8,7 x	3.928	4.783	22%	5.002	5%	7,6%	11/11/13	28,7%	21,1%	20,6%	2,4 x	3,3 x	2,1 x	1,8 x	Neutral	15,50
Mediaset	6,03	-4,0%	5,6%	21,8%	2.523	59,7 x	41,3 x	29,1 x	50	62	24%	89	43%	1,6%	16/04/14	6,5%	3,8%	5,8%	0,0 x	3,5 x	1,8 x	1,6 x	Neutral	5,65
Técnicas Reunide	34,94	-1,9%	-6,1%	0,8%	1.977	14,5 x	13,3 x	12,4 x	133	146	9%	156	7%	4,1%	11/07/13	35,1%	29,8%	27,6%	0,1 x	5,7 x	4,6 x	3,3 x	Comprar	En revisión
Viscofan	36,92	-2,6%	-9,6%	-13,5%	1.726	16,4 x	15,5 x	14,0 x	105	111	6%	122	10%	3,1%	23/12/13	22,5%	19,8%	19,6%	0,2 x	3,0 x	3,5 x	2,7 x	Neutral	En revision
No Ibex:																								
Antena 3	5,02	-5,8%	13,0%	29,0%	1.130	41,8 x	46,1 x	18,6 x	32	23	-27%	58	14 7%	1,4%	20/12/13	26,6%	7,5%	17,8%	0,4 x	3,9 x	3,1 x	3,1 x	Vender	4,40
NH Hoteles	2,70	0,2%	21,9%	5,6%	679			153,1 x	-292	-20	-107%	5	-73%	0,0%				1,4%	1,1 x	0,6 x	0,8 x	0,7 x	Neutral	En revisión
Sol Meliá	5,71	3,5%	7,7%	0,3%	1.070	27,3 x	43,5 x	25,6 x	37	31	-17%	51	64%	0,6%	11/08/14	4,1%	2,3%	4,1%	1,4 x	0,9 x	1,0 x	0,9 x	Neutral	15,60
Tubacex	2,30	-1,1%	13,6%	15,6%	305	20,3 x	12,3 x	8,8 x	12	24	106%	34	41%	2,2%	15/04/14	1,2%	9,1%	12,0%	1,2 x	1,2 x	1,2 x	1,0 x	Comprar	En revisión
Tubos Reunidos	1,59	-2,2%	-5,7%	-11,7%	277	76,1 x	12,2 x	8,8 x	11	23	116%	31	36%	2,4%	18/12/13	3,1%	10,7%	13,2%	0,9 x	1,5 x	1,1 x	1,0 x	Comprar	En revisión
Vocento	0,89	-3,9%	-14,9%	-16,5%	107				-53	-16	-131%	-7	-140%	0,0%	11/10/13				0,4 x	0,8 x	0,4 x	0,4 x	Vender	1,84
Prisa	0,19	-10,0%	-21,7%	-23,4%	189		9,5 x		-255	-35	-114%	13	-63%	0,0%	19/03/14			0,1%	1,3 x	0,5 x	0,1 x	0,1 x	Vender	1,04
Zeltia	1,72	-1,4%	34,1%	42,4%	384	10,2 x	21,1 x	18,6 x	7	18	174%	26	44%	0,0%	16/07/14	3,2%	28,5%	29,5%	3,0 x	13,9 x	6,6 x	0,0 x	Neutral	6,00
Cie Automotive	5,70	-3,8%	12,1%	9,9%	652	10,0 x	9,2 x	8,0 x	61	70	14%	76	9%	3,3%		14,5%	15,1%	16,3%	1,7 x	2,1 x	0,0 x	1,5 x	Comprar	En revisión
Prosegur	4,04	-6,7%	-4,9%	-8,6%	2.506	14,9 x	12,5 x	10,7 x	172	196	14%	229	17%	3,0%		25,5%	23,4%	23,3%	1,4 x	3,5 x	3,4 x	2,5 x	Neutral	En revisión
Gamesa	3,81	4,0%	65,6%	135,5%	993		34,0 x	19,0 x	-659	42	-94%	61	46%	0,4%			4,0%	5,8%	1,3 x	1,1 x	1,0 x	0,9 x	Vender	En revisión
Bankia	0,55	-17,2%	-67,6%	-87,7%	6.726		20,1 x	12,4 x	-19.056	328	-98%	649	98%	0,0%			9,0%	5,9%		0,0 x	0,0 x	0,7 x	Vender	1,35

26 de junio de 2013
cierres de 25-jun-13

Ratios compañías
EuroStoxx 50

	Cierre	% Var 5D	% Var 3M	% Var Ac. Año	Capitalización (1)	2012r	PER 2013e	2014e	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE				Rentab. Div'12e	Próximo Div. (2)	ROE			D/FFPP (Último)	P/V C			Recomendación	
									2012r	2013e	Var. %	2014e	Var. %		Media 3A	2013e	2014e		Media5A	2013e	2014e		
EuroStoxx 50	2.543	-3,9%	-2,3%	-2,1%	1.907.672	15,6 x	11,2 x	9,9 x	135.745	175.308	29%	196.733	45%	4,4%									
AB INBEV	66,57	-3,2%	-11,8%	2,7%	108.471	19,6 x	18,0 x	15,9 x	7.243	7.863	9%	8.946	14%	2,7%	16/10/13	15,6%	17,9%	18,7%	1,0 x	2,6 x	3,4 x	2,8 x	Neutral
Air Liquide	92,55	-4,1%	-1,7%	-2,3%	28.947	18,6 x	17,1 x	15,5 x	1.609	1.696	5%	1.888	11%	2,9%	12/05/14	16,5%	15,7%	16,1%	0,7 x	2,8 x	2,8 x	2,4 x	Comprar
Allianz	108,00	-5,0%	1,0%	4,4%	49.881	10,5 x	8,5 x	8,2 x	5.169	5.779	12%	6.000	4%	4,6%	08/05/14	9,4%	10,6%	10,5%	0,5 x	0,9 x	1,0 x	0,9 x	Comprar
Inditex	94,21	-1,8%	-5,5%	-9,0%	59.871	28,5 x	22,9 x	20,4 x	2.361	2.619	11%	2.932	12%	2,6%	02/05/14	29,1%	28,2%	27,6%	0,0 x	5,6 x	7,2 x	5,5 x	Comprar
Arcelor Mittal	8,61	-3,3%	-15,5%	-32,6%	14.512		36,8 x	10,0 x	-3.726	516	-86%	2.092	305%	1,8%	09/05/14	0,5%	1,0%	3,2%	0,5 x	0,7 x	0,4 x	0,3 x	Neutral
AXA	14,82	-3,6%	10,7%	13,8%	36.342	11,5 x	7,7 x	7,2 x	4.152	4.743	14%	5.061	7%	5,2%	05/05/14	7,9%	9,7%	9,3%	0,3 x	0,8 x	0,8 x	0,7 x	Neutral
Basf	69,32	-5,7%	0,1%	-2,1%	64.009	13,2 x	12,0 x	11,1 x	4.819	5.206	8%	5.570	7%	3,9%	02/05/14	23,5%	19,8%	19,5%	0,5 x	2,2 x	2,4 x	2,3 x	Neutral
Bayer	79,03	-5,8%	-0,4%	10,3%	65.585	24,1 x	13,7 x	12,2 x	2.446	4.624	89%	5.275	14%	2,6%	28/04/14	11,0%	21,9%	21,8%	0,5 x	2,4 x	3,3 x	2,8 x	Comprar
BBVA	6,36	-3,2%	-4,2%	-6,4%	36.054	23,2 x	9,5 x	8,3 x	1.676	4.128	146%	4.546	10%	6,4%	30/09/13	8,8%	9,4%	9,9%	5,2 x	1,1 x	0,8 x	0,8 x	Comprar
BMW	65,92	-4,6%	-4,6%	-8,7%	42.924	10,0 x	8,5 x	8,3 x	5.096	5.134	1%	5.296	3%	4,1%	19/05/14	17,2%	16,2%	15,3%	2,3 x	1,2 x	1,4 x	1,2 x	Comprar
BNP Paribas	41,31	-4,0%	3,8%	-1,6%	52.069	8,6 x	9,0 x	7,8 x	6.553	5.718	-13%	6.632	16%	4,1%	30/05/14		7,6%	8,2%	10,7 x	0,8 x	0,7 x	0,6 x	Comprar
Carrefour	20,14	-6,3%	-3,9%	6,4%	14.896		14,5 x	12,6 x	1.233	989	-20%	1.159	17%	3,1%	02/05/14	8,8%	12,0%	12,8%	1,3 x	2,0 x	1,9 x	1,6 x	Neutral
Volkswagen	151,50	-3,9%	-1,9%	-10,8%	70.148	3,6 x	7,3 x	6,3 x	21.717	9.895	-54%	11.531	17%	2,7%	22/04/14	26,3%	12,3%	13,0%	1,4 x	1,3 x	0,9 x	0,8 x	Comprar
CRH	15,22	-0,5%	-9,8%	0,8%	11.254	17,6 x	21,5 x	15,2 x	552	522	-6%	739	42%	4,1%	28/08/13	5,1%	5,5%	7,6%	0,5 x	1,2 x	1,1 x	1,0 x	En revisión
Daimler	45,63	-1,4%	4,5%	11,5%	49.191	7,9 x	9,9 x	8,8 x	6.095	5.156	-15%	5.676	10%	4,7%	10/04/14	14,3%	11,4%	11,8%	1,9 x	1,1 x	1,3 x	1,0 x	Comprar
Danone	55,09	-3,2%	2,9%	12,2%	35.531	17,5 x	17,9 x	16,3 x	1.672	1.796	7%	2.031	13%	2,7%	06/05/14	14,9%	14,2%	15,3%	0,8 x	2,4 x	2,7 x	2,4 x	Neutral
Deutsche Bank	32,91	-2,7%	7,0%	1,6%	34.123	10,5 x	8,4 x	7,1 x	237	3.949		4.732	20%	2,4%	23/05/14	4,6%	6,9%	7,8%	5,1 x	0,6 x	0,6 x	0,5 x	Vender
Deutsche Boerse	48,72	-0,4%	0,9%	6,2%	9.473	13,5 x	13,2 x	11,6 x	645	679	5%	780	15%	4,4%	15/05/14	21,8%	20,5%	21,3%	0,4 x	3,2 x	2,9 x	2,4 x	En revisión
Deutsche Telekom	8,62	-0,1%	5,5%	2,5%	39.210		12,4 x	11,7 x	-5.255	2.986	-43%	3.249	9%	5,9%	19/05/14	-3,7%	10,7%	11,2%	1,5 x	1,2 x	1,4 x	1,3 x	Neutral
E.ON	12,06	-5,7%	-9,0%	-12,6%	24.642		9,5 x	9,3 x	2.217	2.472	11%	2.528	2%	5,8%	09/05/14	4,9%	6,8%	6,8%	0,7 x	1,1 x	0,7 x	0,6 x	Vender
Enel	2,39	-9,8%	-4,9%	-22,2%	22.944	8,9 x	7,5 x	7,5 x	865	3.048	252%	3.069	1%	5,5%	23/06/14	8,5%	7,5%	7,1%	1,3 x	1,0 x	0,6 x	0,6 x	Neutral
ENI	15,29	-3,4%	-12,9%	-15,3%	56.439	9,1 x	8,9 x	8,0 x	7.788	6.252	-20%	6.926	11%	7,1%	23/09/13	13,1%	10,3%	10,6%	0,4 x	1,2 x	0,9 x	0,8 x	Comprar
France Telecom	7,21	-2,8%	-9,6%	-11,6%	19.522	5,9 x	6,9 x	7,1 x	820	2.866	250%	2.744	-4%	10,3%	09/12/13	11,4%	10,9%	10,2%	1,5 x	1,4 x	0,8 x	0,7 x	Vender
GdF-Suez	14,57	-5,1%	-1,9%	-4,6%	35.855	9,6 x	11,2 x	10,6 x	1.550	3.184	105%	3.272	3%	10,1%	15/11/13	5,5%	5,0%	5,2%	0,8 x	0,9 x	0,6 x	0,6 x	Comprar
Generali	13,30	-3,6%	7,2%	-2,0%	20.971	17,9 x	9,9 x	9,1 x	90	2.100		2.239	7%	3,1%	19/05/14	5,2%	10,2%	10,6%	1,0 x	1,5 x	1,1 x	0,9 x	Vender
Iberdrola	3,93	-5,1%	7,7%	-4,6%	24.546	8,1 x	9,9 x	9,9 x	2.841	2.498	-12%	2.560	2%	7,5%	03/01/14		7,0%	6,9%	1,0 x	1,1 x	0,7 x	0,7 x	Neutral
ING	6,79	-4,0%	20,8%	-2,3%	26.472	14,1 x	7,0 x	6,3 x	3.894	3.692	-5%	4.073	10%	0,1%	08/08/13	8,7%	7,2%	6,8%	3,6 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x	Vender
Intesa	1,23	-6,0%	10,8%	-4,2%	20.274		11,7 x	8,8 x	1.605	1.687	5%	2.269	34%	4,2%	19/05/14	-2,6%	3,3%	4,4%	5,5 x	0,6 x	0,4 x	0,4 x	Vender
L'Oreal	122,70	-2,2%	2,9%	19,0%	75.578	23,0 x	24,3 x	22,4 x	2.868	3.106	8%	3.375	9%	2,0%	28/04/14	15,2%	14,5%	14,5%	0,0 x	3,1 x	3,6 x	3,2 x	Comprar
LVMH	122,00	-2,9%	-5,6%	-10,7%	62.985	20,0 x	16,7 x	14,9 x	3.424	3.786	11%	4.236	12%	2,6%	29/11/13	16,5%	14,3%	14,3%	0,3 x	2,6 x	2,5 x	2,1 x	Neutral
Munich RE	139,40	-1,9%	-4,2%	4,2%	25.422	7,2 x	8,3 x	8,3 x	3.195	3.032	-5%	3.016	-1%	5,1%	24/04/14	8,9%	10,7%	10,1%	0,2 x	0,9 x	0,9 x	0,8 x	Vender
Nokia	2,89	6,2%	15,8%	0,1%	10.973			27,9 x	-3.106	-75	-102%	388	414%	0,7%	09/05/14	-8,9%	-4,1%	5,5%	0,6 x	2,0 x	1,4 x	1,4 x	Vender
Philips	20,47	-3,5%	-10,7%	4,6%	20.308	28,7 x	13,4 x	11,3 x	226	1.343	494%	1.601	19%	3,8%	02/05/14	0,7%	12,4%	13,7%	0,4 x	1,3 x	1,7 x	1,6 x	Vender
Repsol	15,83	-8,5%	-0,8%	4,2%	20.494	10,0 x	9,4 x	9,3 x	2.060	2.222	8%	2.247	1%	6,1%	26/12/13	12,9%	8,3%	7,4%	0,7 x	1,0 x	0,7 x	0,7 x	Neutral
RWE	24,09	-4,0%	-14,3%	-20,4%	15.259	8,2 x	6,3 x	7,6 x	1.402	2.452	75%	2.047	-17%	8,0%	22/04/14	15,6%	16,1%	13,0%	1,2 x	2,1 x	1,2 x	0,9 x	Neutral
Saint Gobain	30,26	-4,0%	3,2%	-5,3%	16.213	16,5 x	13,7 x	10,8 x	766	1.200	57%	1.516	26%	4,1%	09/06/14	6,1%	6,9%	8,3%	0,7 x	1,0 x	0,9 x	0,9 x	Neutral
Sanofi	75,62	-4,8%	-1,9%	7,8%	102.416	14,5 x	13,1 x	11,6 x	4.967	7.756	56%	8.672	12%	3,8%	12/05/14	10,0%	12,5%	13,8%	0,3 x	1,4 x	1,8 x	1,7 x	Comprar
Santander	4,87	-5,1%	-5,8%	-18,3%	53.864	29,5 x	10,1 x	8,3 x	2.205	5.476	148%	6.951	27%	12,1%	14/10/13	7,1%	6,8%	8,5%	4,4 x	0,9 x	0,7 x	0,7 x	Comprar
SAP	54,88	-1,4%	-8,4%	-6,5%	69.730	24,8 x	16,5 x	14,5 x	2.823	3.945	40%	4.546	15%	1,7%	26/05/14	23,8%	24,6%	24,2%	0,4 x	4,5 x	4,5 x	3,4 x	Comprar
Schneider Electric	55,29	-1,5%	-2,2%	1,4%	30.887	15,6 x	13,5 x	12,1 x	1.840	2.261	23%	2.525	12%	3,5%	02/05/14	12,0%	13,1%	13,7%	0,5 x	1,6 x	1,8 x	1,6 x	Neutral
Siemens	75,42	-3,3%	-9,8%	-6,2%	67.907	14,8 x	14,0 x	10,4 x	4.458	4.662	5%	6.247	34%	4,0%	24/01/14	16,3%	14,6%	18,6%	0,7 x	2,1 x	2,5 x	2,0 x	Neutral
Soc. Generale	26,71	-5,0%	6,4%	-3,4%	21.622	16,2 x	8,8 x	6,6 x	774	2.545	229%	3.295	29%	3,4%	02/06/14	6,0%	5,2%	6,8%	13,7 x	0,6 x	0,5 x	0,4 x	Neutral
Telecom Italia	0,52	0,8%	-4,4%	-21,2%	9.811		4,8 x	4,7 x	-1.627	2.208	36%	2.242	2%	3,7%	21/04/14	-5,0%	10,0%	9,3%	1,7 x	0,7 x	0,5 x	0,4 x	Vender
Telefonica	9,68	-3,6%	-8,3%	-3,9%	44.573	7,4 x	9,1 x	8,7 x	3.928	4.783	22%	5.002	5%	7,6%	11/11/13	28,7%	21,1%	20,6%	2,4 x	3,3 x	2,1 x	1,8 x	Neutral
Total	36,30	-4,3%	-3,2%	-6,5%	86.691	8,3 x	7,1 x	7,0 x	10.694	11.700	9%	12.087	3%	6,5%	16/12/13	17,7%	14,6%	14,4%	0,4 x	1,5 x	1,1 x	1,0 x	Comprar
Unibail-Rodamco	170,50	-2,7%	-4,3%	-3,8%	17.020	14,1 x	17,3 x	15,7 x	1.459	980	-33%	1.079	10%	5,0%	07/05/14	14,4%	8,5%	8,1%	0,8 x	1,1 x	1,3 x	1,1 x	Vender
Unicredit	3,68	-6,1%	12,5%	0,3%	21.535	11,2 x	18,8 x	9,6 x	865	1.083	25%	2.161	100%	2,3%	19/05/14	-4,1%	1,6%	3,3%	5,0 x	0,4 x	0,3 x	0,3 x	Vender
Unilever	29,01	-3,1%	-6,6%	2,5%	89.526	19,3 x	17,7 x	16,3 x	4.480	4.870	9%	5.305	9%	3,5%	07/08/13	30,6%	29,7%	28,1%	0,7 x	5,1 x	5,5 x	4,3 x	Comprar
Vinci	37,60	-1,7%	6,7%	6,1%	22.831	10,2 x	10,8 x	10,5 x	1.917	1.940	1%	2.017	4%	4,7%	11/11/13	15,3%	13,8%	13,7%	1,4 x	1,7 x	1,5 x	1,4 x	Vender
Vivendi	14,29	-3,5%	-10,8%	-15,3%	19.059	14,6 x	8,2 x	7,8 x	164	2.236		2.367	6%	6,8%	05/05/14	7,6%	10,9%	11,2%	0,8 x	1,1 x	1,0 x	0,9 x	Comprar
No Eurostoxx:																							
ASML	57,20	-3,8%	12,6%	21,6%	26.080	17,5 x	25,2 x	15,8 x	1.146	957	-17%	1.530	60%	0,9%	25/04/14	40,9%	20,3%	28,2%	0,2 x	4,4 x	5,7 x	4,1 x	Comprar
H&M	217,10	-1,6%	-4,4%	-1,4%	41.794	22,0 x	21,2 x	18,8 x	16.867	17.125	2%	19.366	13%	4,3%	24/04/14	39,4%	38,5%	41,1%	0,0 x	8,0 x	10,5 x	7,4 x	Neutral
Nestlé	49,18	-2,7%	-11,4%	-0,6%	159.219		17,2 x	15,8 x	10.611	11.155	5%	12.128	9%	3,6%	16/04/								

ANEXO III: Preselección de Fondos.

De 13-jun-13
a 24-jun-13

- TOP SELECCIÓN FONDOS: LISTA de CONVICCIÓN de ANÁLISIS-

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. 2013	Rent. 3A.	CAL. MSTAR	Vol. 1A	Vol. 3A	Alpha 3A	Sharpe 3A	ISIN	
RENTA FIJA	MONETARIO	BANKINTER DINERO 1, FI	EUR	61	0,00%	0,95%	1,49%		0,3%	0,4%	1,11	2,51	ES0113921037	
		JPM EURO LIQUIDITY A ACC	EUR	705	0,00%	0,00%	0,17%		0,0%	0,1%	-0,51	-5,63	LU0070177232	
		PARVEST MONEY MARKET EURO N	EUR	933	0,00%	-0,01%	0,36%		0,0%	0,1%	-0,37	-4,20	LU0107067851	
	CORTO PLAZO (duración: máxima 3 años)	BK AHORRO ACTIVOS EURO, FI	EUR	47	0,03%	1,16%	1,95%		0,1%	0,2%	1,36	6,13	ES0114821038	
		BK RENTA FIJA CORTO PLAZO	EUR	17	-0,77%	1,83%	1,99%	★★★★	1,1%	1,4%	0,84	1,60	ES0110053032	
		BGF EURO SHORT DURATION BOND	EUR	870	-0,42%	-0,28%	2,32%	★★★	1,1%	1,7%	-0,69	0,89	LU0093504115	
		FIDELITY EURO SHORT TERM BOND	EUR	1273	-0,27%	-0,44%	3,76%	★★★★	1,3%	1,6%	-0,12	1,14	LU0346393613	
	LARGO PLAZO (duración: mínima 18 meses)	BK RENTA FIJA LARGO PLAZO, FI	EUR	19	-1,26%	2,39%	1,33%	★★★	3,6%	6,2%	-2,86	0,24	ES0114837034	
		PIONEER EURO-AGGREGATE BOND (A EUR)	EUR	1320	-1,14%	-0,32%	6,05%	★★★★★	3,6%	4,6%	0,37	1,12	LU0313644931	
		BNY MELLON EUROLAND BOND FUND (A)	EUR	1252	-2,11%	-0,67%	6,07%	★★★★★	3,2%	4,2%	0,66	1,13	IE0032722260	
		PARVEST BOND EURO GOVERNMENT	EUR	1481	-1,69%	-1,15%	3,72%	★★★	3,6%	5,1%	-1,30	0,49	LU0111548326	
	CORPORATIVOS	INVESCO EURO CORPORATE BOND	EUR	1333	-1,06%	-0,48%	8,05%	★★★★★	3,5%	8,4%	-4,00	0,87	LU0243957825	
CONVERTIBLES	ROBECO EURO CREDIT BONDS	EUR	1482	-1,56%	-0,85%	7,21%	★★★	3,2%	5,2%	-0,40	1,09	LU0213453771		
HIGH YIELD	PARVEST EUR CONVERTIBLE BOND	EUR	678	-1,14%	-0,21%	4,24%	★★★	4,2%	7,3%	-0,14	0,79	LU0086913042		
	FID EUROPEAN HIGH YIELD E ACC	EUR	1234	-1,34%	0,48%	10,15%	★★★★	3,0%	8,4%	0,06	1,07	LU0238209786		
RENTA VARIABLE	ESPAÑA - INDEXADOS	BK FUTURO IBEX, FI	EUR	73	-6,27%	-4,62%	-7,10%	★★★	21,5%	23,5%	1,67	0,17	ES0114794037	
	ESPAÑA - GESTIÓN ACTIVA	BANKINTER BOLSA ESPAÑA, FI	EUR	78	-5,86%	-3,13%	-9,15%	★★★★	18,3%	22,0%	0,39	0,11	ES0125621039	
	EUROPA - INDEXADOS	BK INDICE EUROPEO 50, FI	EUR	89	-5,58%	-1,47%	-0,73%	★★★	9,4%	17,7%	-1,37	0,37	ES0114754031	
	EUROZONA	BGF EURO MARKETS FUND	EUR	857	-4,93%	2,08%	5,10%	★★★★	6,6%	17,1%	3,88	0,67	LU0093503141	
		SCHRODER EURO EQUITY	EUR	663	-3,72%	2,88%	2,60%	★★★★	5,8%	16,8%	2,30	0,57	LU0106235376	
	EUROPA sin Reino Unido	GAM STAR CONTINENTA EUROPEAN FUND	EUR	1604	-5,35%	2,26%	10,54%	★★★★★	6,8%	13,4%	6,48	1,08	IE0033640594	
	EUROPA con Reino Unido	BK DIVIDENDO EUROPA, FI	EUR	81	-4,71%	-0,57%	-7,24%	★★	8,4%	13,4%	-7,52	0,09	ES0114802038	
		AGIF ALLIANZ EUROPE EQUITY GROWTH A-E	EUR	1281	-3,11%	0,42%	16,00%	★★★★	8,4%	12,8%	3,43	1,18	LU0256839860	
		HEND H EUROP EQ A2C	EUR	1331	-2,97%	4,35%	7,69%	★★★★★	5,5%	12,2%	1,38	0,59	LU0138821268	
		INVESCO GT PAN EUROPEAN	EUR	657	-3,43%	5,21%	8,18%	★★★★	4,2%	14,4%	1,44	0,85	LU0028118809	
	PAÍSES NÓRDICOS	FIDELITY NORDIC FUND -A-	SKR	748	-4,53%	5,19%	10,90%	★★★	8,1%	16,1%	2,64	0,59	LU0048588080	
	EUROPA DEL ESTE	SCHRODER EMERGING EUROPE	EUR	759	-3,31%	-8,03%	8,48%	★★★★★	10,4%	18,4%	3,89	0,38	LU0106819104	
	ALEMANIA	DWS DEUTSCHLAND	EUR	1237	-4,54%	3,35%	12,37%	★★★★★	9,7%	21,8%	3,19	0,79	DE0008490962	
		DWS AKTIEN STRATEG DEUTCH	EUR	1191	-4,05%	5,30%	12,41%	★★★★	10,3%	21,7%	4,33	0,82	DE0009769869	
		FIDELITY GERMANY FUND	EUR	653	-5,17%	4,78%	9,47%	★★★★	6,4%	18,0%	2,37	0,79	LU0048588004	
	ITALIA	FIDELITY ITALY FUND -A-	EUR	654	-5,79%	1,20%	-2,33%	★★★★★	15,2%	21,1%	7,29	0,38	LU0048584766	
	SMALL CAPS	FID EUROPEAN SMALLER COMP -A-	EUR	751	-3,28%	3,74%	10,33%	★★★	5,3%	14,9%	-0,98	0,78	LU0061175625	
		BK PEQUEÑAS COMPAÑÍAS	EUR	100	-3,33%	5,82%	0,91%	★★★★	4,9%	13,2%	3,39	0,65	ES0114764030	
	SECTORIALES	BK SECTOR FINANZAS, FI	EUR	88	-4,95%	2,83%	-7,12%	★★★	11,5%	21,3%	-7,90	0,19	ES0114805031	
		BK SECTOR TELECOMUNICACIONES, FIM	EUR	85	-2,56%	3,17%	-2,72%	★	10,9%	14,3%	-13,90	0,15	ES0114797030	
	OTRO	ESTRATEGIA	AMUNDI VOLATILITY EURO EQUITIE	EUR	1225	0,90%	-2,90%	2,28%		4,6%	4,5%		-0,01	LU0272942433
		NEUTRAL A MERCADO	FIDELITY FAST OPTIM EUR MARK NEUTRAL A	EUR	1207	-0,73%	-2,83%	1,51%		2,8%	3,4%		0,16	LU0363263442
	GLOBAL													
	CATEGORÍA	NOMBRE	DIVISA	COD BK	Rent. Mes	Rent. 2013	Rent. 3A.	CAL. MSTAR	Vol. 1A	Vol. 3A	Alpha 3A	Sharpe 3A	ISIN	
	MATERIAS PRIMAS	DWS INVEST COMMODITY PLUS NC	EUR	1177	-1,31%	-10,72%	-0,60%		18,1%	14,5%		0,00	LU0210304068	
		CARMIGNAC PATRIMOINE E	EUR	1486	-1,58%	-2,39%	3,81%	★★★★	4,9%	5,7%	0,01	0,33	FR0010135103	
	MULTIACTIVOS	BGF GLOBAL ALLOCATION FUND	US\$	951	-0,54%	2,86%	6,25%	★★★★	7,2%	7,7%	-0,05	0,62	LU0147396450	
		BK KILIMANJARO, FI	EUR	58	-1,89%	-3,38%	2,50%		2,9%	10,9%		-0,11	ES0113550034	
	GESTION ALTERNATIVA	BK QUANT, FI	EUR	69	-0,92%	0,48%	2,38%		2,0%	10,0%		0,01	ES0114755038	
	DIVISAS	PICTET GLOBAL EMERGING CURRENCIES	US\$	1280	0,20%	-2,25%	4,24%		5,7%	5,6%		0,20	LU0366539657	
	NEUTRAL A MERCADO	JPM HIGHBRID STATIS MARKET D	EUR	1185	-0,99%	-1,64%	-1,83%		2,6%	3,0%		-0,02	LU0273799238	

GLOBAL														
	CATEGORÍA	NOMBRE	DIVISA	COD BK	Rent. Mes	Rent. 2013	Rent. 3A.	CAL. MSTAR	Vol. 1A	Vol. 3A	Alpha 3A	Sharpe 3A	ISIN	
RENTA FIJA	MONETARIOS	JPM US DOLLAR LIQUIDITY A ACC	US\$	745	1,94%	0,56%	2,78%		8,2%	11,8%	-0,12	-5,92	LU0011815304	
		BNP INSTICASH (GBP)	GBP	1392	0,09%	-4,44%	n.d.		6,7%	0,0%			LU0547771328	
		UBS LUX MONEY MARKET-CHF-P	CHF	1352	0,71%	-1,45%	7,15%		3,3%	10,0%	-0,02	-0,02	LU0033502740	
		NORDEA NORWEGIAN KRONER	NKR	1381	-4,55%	-7,65%	7,21%		3,5%	5,0%	0,69	2,67	LU0078812822	
		NORDEA 1- SWEDISH KRONER RESERV	SKR	1382	-2,37%	-2,50%	8,16%		7,2%	5,7%	0,39	3,05	LU0064321663	
	LARGO PLAZO EEUU	PARVEST BOND USD GOVERNMENT	US\$	939	0,56%	-2,83%	7,06%	★ ★	9,2%	13,6%	-1,61	0,67	LU0107069048	
		AMUNDI F. BOND US OPPORTUNISTIC CORE F	US\$	1562	-0,17%	-2,48%	n.d.		8,7%	0,0%			LU0568617772	
		PIMCO TOTAL RETURN BOND HDG	EUR	1306	-2,60%	-4,62%	5,78%		3,2%	3,5%	3,64	1,73	IE00811XZB05	
	GLOBALES	TEMPLETON GLOBAL BOND (ACC)	US\$	647	-1,20%	-3,37%	10,19%	★ ★ ★ ★ ★	8,6%	8,4%	1,19	0,59	LU0122614208	
		PIMCO GIS GLOBAL BOND E EUROHDG	EUR	1379	-2,27%	-3,52%	8,64%	★ ★ ★ ★	3,6%	3,3%	1,75	1,77	IE00811XZ103	
	INFLACIÓN	AXA GLOBAL INFLATION BONDS	EUR	1367	-3,07%	-6,65%	7,26%	★ ★ ★	4,7%	4,2%	-0,89	1,24	LU0266009793	
	CORPORATIVOS	JPM GLOBAL CORP BOND D ACC HG	EUR	1231	-2,42%	-4,05%	7,32%		4,6%	4,3%		0,01	LU0408846961	
		SCHRODER GLOBAL CORPORATE BOND	US\$	790	-0,15%	-3,06%	8,37%	★ ★ ★ ★	9,4%	11,7%	-0,01	0,01	LU0106258667	
	EMERGENTES	PICTET EMER LOCAL CURREN DB R	US\$	1232	-3,47%	-10,47%	10,78%	★ ★ ★	10,5%	8,6%	-0,02	0,39	LU0255798364	
		ABERDEEN GLOBAL SELECT EMERGING MARKE	US\$	1267	-0,96%	-7,27%	15,81%	★ ★ ★ ★	9,0%	9,3%	-0,01	1,12	LU0132414144	
	HIGH YIELD	GS GLOBAL HIGH YIELD (HEDGED)	EUR	1268	-1,18%	0,97%	n.d.	★ ★ ★	2,9%	7,3%	-0,01	0,01	LU0304100257	
RENTA VARIABLE	EE.UU., INDEXADOS	BK INDICE AMERICA , FI	EUR	90	-3,83%	11,03%	9,89%	★ ★	6,1%	13,3%	-6,14	0,72	ES0114763032	
		PICTET USA INDEX R USD	US\$	1213	-1,97%	12,06%	12,74%	★ ★ ★ ★	9,3%	10,6%	0,10	1,06	LU0130733172	
		ROBECO US PREMIUM EQUITIES	US\$	1283	-1,73%	16,07%	10,28%	★ ★ ★ ★ ★	10,6%	12,9%	-2,66	0,82	LU0226953718	
		FRANKLIN US OPPORTUNITIES	US\$	1351	-2,49%	9,78%	11,24%	★ ★ ★ ★	10,3%	13,4%	-1,52	0,71	LU0109391861	
		FIDELITY AMERICA FUND E	EUR	1130	-1,31%	13,26%	10,14%	★ ★ ★ ★	10,6%	12,2%	-2,54	0,87	LU0115759606	
	EE.UU., LARGE CAP	JPM AMERICA EQ. A DIST USD	US\$	603	-0,98%	13,45%	9,96%	★ ★ ★	13,0%	12,9%	-3,13	0,83	LU0053666078	
		US PIONEER FUND	EUR	1123	-2,51%	11,19%	7,51%	★ ★ ★	9,3%	11,3%	-5,51	0,68	LU0133646058	
		MS US ADVANTAGE B USD	US\$	1314	-1,30%	6,39%	13,13%		0,0%	0,0%			LU0225744001	
		PIONEER US RESEARCH FUND	US\$	1440	-2,59%	8,96%	10,58%	★ ★ ★ ★	8,5%	10,4%	-2,08	0,90	LU0132183152	
		THREADNEEDLE AMERICAN SMALLER COMPAN	US\$	1321	-0,05%	16,95%	11,96%		0,0%	0,0%			GB0002769643	
	EE.UU., SMALL CAP	LEGG MASON ROYCE SMALLER COMPANIES	US\$	1407	-2,78%	5,22%	n.d.	★ ★	10,3%	16,1%	-6,20	0,52	IE00856HKL06	
		BK INDICE JAPON, FI	EUR	91	3,61%	22,85%	-0,63%	★	17,5%	18,5%	-0,78	0,47	ES0114104039	
	ASIA	TEMPLETON ASIAN GROWTH ACC	US\$	645	-5,08%	-12,24%	11,79%	★ ★ ★ ★	9,3%	14,8%	0,58	0,44	LU0128522157	
		BNY MELLON ASIAN EQUITY FUND	EUR	1249	-2,69%	-6,16%	7,61%	★ ★ ★	9,4%	13,5%	-1,05	0,41	IE0003782467	
		FIDELITY PACIFIC FUND -A-	US\$	753	-4,14%	5,63%	10,23%	★ ★ ★ ★	7,8%	12,4%	3,55	0,67	LU0049112450	
	CHINA	JPMFF CHINA FUND A (ACC)	US\$	1219	-4,83%	-12,24%	-0,53%	★ ★ ★	10,9%	19,4%	-2,29	0,05	LU0210526637	
		FIDELITY GREATER CHINA FUND-A-	US\$	752	-5,36%	-9,02%	7,36%	★ ★ ★ ★	6,6%	13,0%		0,43	LU0048580855	
	INDIA	JP INDIA A(DIST) USD	US\$	840	-2,78%	-11,49%	3,53%	★ ★ ★ ★	13,2%	20,6%	2,17	0,10	LU0058908533	
		ABERDEEN GLOBAL LATIN AMERICAN EQUITY	US\$	1255	-4,88%	-16,34%	n.d.	★ ★ ★ ★ ★	16,1%	17,5%	0,06	0,01	LU0476875785	
	LATAM	FIDELITY FUNDS LATIN AMERICA-A	US\$	622	-8,54%	-17,61%	3,96%		0,0%	0,0%			LU0050427557	
		SCHRODER LATIN AMERICA	US\$	758	-5,19%	-19,62%	3,22%	★ ★ ★	14,3%	16,3%	1,01	0,09	LU0106259129	
		BGF LATIN AMERICAN FUND	US\$	862	-9,21%	-20,08%	0,28%	★ ★ ★	11,3%	17,1%	-0,96	0,01	LU0147409709	
	BRASIL	BNY MELLON BRAZIL EQ FUND	EUR	1200	-7,03%	-18,48%	1,89%	★ ★ ★ ★	15,8%	17,5%	5,82	0,14	IE0082357K36	
		DWS RUSSIA	EUR	1201	1,93%	-15,30%	6,76%	★	15,9%	24,4%	-2,47	0,05	LU0146864797	
	COREA DEL SUR	FIDELITY KOREA FUND -A-	US\$	727	-7,28%	-18,04%	7,44%		0,0%	0,0%			LU0061324488	
		PARVEST AUSTRALIA L	AUS\$	1134	-4,89%	-6,51%	7,15%		0,0%	0,0%			LU0111482989	
	AUSTRALIA	UBS EQUITY CANADA P ACC	CAD	979	-4,38%	-10,54%	9,86%	★ ★ ★	6,9%	12,0%	-2,37	0,10	LU0043389872	
	CANADA	UBS EQ. FUND SINGAPORE-B	US\$	1032	-1,40%	-3,69%	11,18%	★ ★ ★	13,4%	15,5%	0,71	0,61	LU0067411776	
	SINGAPUR	FID EM EU MID EASTAFR E ACC	EUR	1233	-2,95%	-8,50%	10,13%	★ ★ ★ ★ ★	10,8%	15,5%	0,03	0,00	LU0303816887	
	EMEA	DWS TOP DIVIDENDE EUR	EUR	1385	-1,53%	5,55%	5,88%	★ ★ ★ ★	8,7%	8,1%	2,88	0,94	DE0009848119	
	GLOBAL	FID. FINANCIAL SERVICES CLAS E	EUR	956	-4,07%	5,15%	5,73%	★ ★ ★ ★	3,6%	13,6%	0,58	0,52	LU0114722738	
		FID. FINANCIAL SERVICES CLAS E	EUR	97	-3,65%	7,32%	11,65%	★ ★ ★	9,1%	14,9%	1,95	0,71	ES0114105036	
	FINANZAS	FIDELITY GLOBAL TECHNOLOGY -A	EUR	649	-2,69%	7,57%	7,96%	★ ★ ★	12,1%	13,4%	-0,53	0,63	LU0099574567	
		BK EEUU NASDAQ 100, FI	EUR	978	-3,92%	22,67%	18,81%	★ ★ ★ ★	18,5%	16,4%	-10,03	1,41	LU0069152568	
	TECNOLOGÍA	JPMF GLOBAL HEALTHCARE A DIST	US\$	1220	-2,88%	21,65%	16,59%	★ ★ ★ ★ ★	14,0%	13,3%	0,94	1,53	LU0432979374	
		PICTET GENERICS R USD	US\$	1120	-2,39%	1,95%	9,81%	★ ★	9,4%	10,7%	-11,11	0,43	LU0188501331	
	SALUD	ROBECO CONSUMER TRENDS D USD	US\$	1327	-2,24%	9,85%	n.d.		8,4%	0,0%			LU0554840073	
		JB LUXURY BRANDS FUND	EUR	1413	-4,15%	3,70%	20,55%	★ ★ ★	10,3%	16,1%	-6,53	0,90	LU0329429897	
	CONSUMO	FID.INDUSTRIALS FUND -E-	EUR	955	-3,40%	-0,13%	4,68%	★ ★ ★	8,6%	15,7%	1,72	0,30	LU0114723033	
		MS US PROPERTY FUND	US\$	1474	-3,16%	-0,37%	17,24%	★ ★	10,1%	13,4%	-1,70	0,78	LU0073233958	
	INDUSTRIA	HENDERSON GLOBAL PROPERTY FUND	US\$	1475	-2,98%	-3,47%	14,24%		0,0%	0,0%			LU0209137388	
		BGF NEW ENERGY FUND	EUR	1135	-3,25%	5,30%	-8,74%		0,0%	0,0%			LU0171290074	
	ENERGÍAS ALTERNATIVAS	BK SECTOR ENERGÍA, FI	EUR	96	-3,63%	-5,74%	-2,28%	★ ★ ★	8,4%	14,6%	-6,72	0,14	ES0114806039	
		SCHRODER GLOBAL ENERGY	US\$	1275	-3,19%	-5,97%	-6,32%	★	19,1%	22,3%	-13,76	-0,04	LU0256331561	
	ENERGÍA	BGF WORLD MINING FUND	US\$	866	-8,17%	-34,08%	-1,54%	★ ★	16,6%	24,0%	-12,40	-0,24	LU0090845842	
		INVESCO ASIA INFRASTRUCTURE	EUR	1276	-2,77%	-11,61%	4,93%	★ ★ ★	10,2%	13,4%	-7,80	0,23	LU0243956348	
	INFRAESTRUCTURAS	JPM GLOBAL NATURAL RESOURCES D	EUR	1132	-8,59%	-31,06%	-2,02%	★ ★	17,0%	23,8%	-13,53	-0,31	LU0208853944	
		CARMIGNAC PTF COMMODITIES (A)	EUR	1284	-4,49%	-15,75%	0,40%	★ ★ ★	9,9%	19,5%	-6,73	-0,10	LU0164455502	
	RECURSOS NATURALES	BGF WORLD GOLD E2 USD	US\$	630	-13,11%	-46,34%	3,11%	★ ★ ★ ★	26,6%	25,9%	1,27	-0,41	LU0090841262	

ANEXO IV: Preselección de ETF's

25-jun-2013		PRESELECCIÓN ETFs POR CATEGORÍA DE ACTIVO (*)						Análisis Bankinter				
ETF DIRECTOS	Observaciones	Patrimonio	Div. Mercade	ISIN y MDO	ID.BKT	Negociación Media 30d	RENTAB		VOLAT.			
							2013	Mes	1A	3A		
							(hasta 24/06/13)	(03 jun-24 jun)				
DOMÉSTICO (ZONA UEM)												
MONETARIOS EURO												
1	Lyxor ETF Euro Cash EuroMTS E	Monetario	800.232.056	EUR	SM	FR0010510800 SM	CSH	0	0,01%	0,00%	0,02	0,09
RENTA FIJA CP EURO												
1	LYXOR ETF EuroMTS 1-3Y Invest	Deuda pública 1-3 años	800.232.056	EUR	FP	FR0010222224 FP	MTA	0	0,01%	0,00%	0,02	0,09
2	LYXOR ETF EuroMTS 3-5Y Invest	Deuda pública 3-5 años	363.224.121	EUR	FP	FR0010037234 FP	MTB	1.213	-0,91%	-1,67%	2,27	3,30
RENTA FIJA SOBERANA LP EURO												
4	LYXOR ETF EUROMTS 5-7Y Inves	Deuda pública 5-7 años	274.405.457	EUR	FP	FR0010411413 FP	MTX	2.682	-0,62%	-2,61%	3,34	4,97
5	LYXOR ETF EUROMTS 7-10Y Inve	Deuda pública 7-10 años	101.786.835	EUR	FP	FR0010411439 FP	MTD	3.262	-1,08%	-3,08%	4,18	6,30
6	db x-trackers II iBoxx Sovere	Deuda pública 1-3 años	540.085.083	EUR	GR	LU0290355717 GR	DBXN	382	-0,47%	-1,93%	3,35	5,30
7	LYXOR ETF EuroMTS Global Inve	Deuda UEM	502.968.353	EUR	FP	FR0010028860 FP	MTX	1.714	-1,01%	-2,43%	3,40	5,00
8	iShares eb.rexx Jumbo Pfandbri	Deuda Alemania 1-10A	1.118.699.341	EUR	GR	DE0002635265 GR	EXHE	1.334	-1,83%	-1,31%	1,32	1,82
9	iShares eb.rexx Government Ger	Deuda Alemania 1-10A	498.079.620	EUR	GR	DE0006289465 GR	EXHA	604	-2,71%	-1,15%	3,01	3,53
10	iShares eb.rexx Government Ger	Deuda Alemania 5-10A	383.351.013	EUR	GR	DE0006289499 GR	EXHD	117	-3,24%	-1,92%	5,20	5,63
11	iShares eb.rexx Government Ger	Deuda Alemania 18-30m	932.340.027	EUR	GR	DE0006289473 GR	EXHB	370	-1,47%	-0,23%	0,69	1,30
12	LYXOR ETF MTS SPAIN GOVERN	Deuda española (todos	149.973.495	EUR	FP	FR0011384148 FP	ES10	217		-2,64%		
RENTA FIJA CORPORATIVA EURO												
13	Lyxor ETF Euro Corporate Bond	Corp. Rating alto	609.590.149	EUR	SM	FR0010737544 SM	CRP	151	-1,56%	-2,57%	3,08	3,65
14	iShares Markit iBoxx Euro Corp	Corp. Rating alto	3.100.201.172	EUR	GR	DE0002511243 GR	IBCS	1.445	-2,73%	-3,10%	3,24	4,19
RENTA VARIABLE EURO												
15	Lyxor ETF MSCI EMU Small Caps	Pequeñas compañías UEM	98.747.147	EUR	FP	FR0010168773 FP	MM5	4.693	3,74%	-6,97%	14,30	16,67
16	Lyxor ETF MSCI EMU Small Caps	Pequeñas compañías UEM	100.428.185	EUR	SM	FR0010168773 SM	MM5	2	3,62%	-6,97%	13,12	18,35
17	Lyxor ETF MSCI EMU Value	Compañías UEM "Valor"	276.066.132	EUR	SM	FR0010168781 SM	VALU	0	-2,92%	-8,47%	18,15	21,18
18	BBVA Accion Ibex 35 ETF	Bolsa España (IBEX)	142.739.990	EUR	SM	ES0105336038 SM	BBVAI	265.600	-7,28%	-8,61%	24,32	23,17
19	LYXOR ETF IBEX 35	Bolsa España (IBEX)	193.531.540	EUR	SM	FR0010251744 SM	LYXIB	54.288	-5,53%	-8,73%	24,82	23,22
20	iSHARES DAX DE	Bolsa Alemania (DAX)	13.803.680.664	EUR	GR	DE0005933931 GR	EXS1	32.008	0,93%	-6,87%	14,60	18,49
21	iShares DivDAX DE	Bolsa Alemania (DAX)	357.446.014	EUR	GR	DE0002635273 GR	EXSB	28.839	3,03%	-6,77%	15,63	18,24
22	iShares MDAX DE	Compañías medianas	1.101.463.989	EUR	GR	DE0005933923 GR	EXS3	7.243	11,70%	-4,39%	11,76	16,75
23	Lyxor ETF LevDAX	Ultra Índice DAX30	183.681.305	EUR	GR	LU0252634307 GR	LYY8	16.050	1,70%	-13,65%	29,40	36,60
24	Lyxor ETF Euro Stoxx 50	Bolsa Europea (ES50)	4.018.939.697	EUR	SM	FR0007054358 SM	MSE	17.901	-3,26%	-8,32%	17,04	17,06
25	iShares EURO STOXX 50 DE	Bolsa Europea (ES50)	3.806.725.098	EUR	GR	DE0005933956 GR	EXW1	22.119	-3,38%	-9,01%	16,02	16,93
26	Lyxor ETF EURO STOXX 50 Daily	Ultra Índice ES50	133.014.862	EUR	FP	FR0010468983 FP	LEV	195.065	-4,66%	-16,24%	34,10	34,23
27	EasyETF CAC 40	Bolsa Francia (CAC40)	347.355.743	EUR	FP	FR0010150458 FP	E40	20.193	2,20%	-7,78%	15,85	16,12
28	Lyxor ETF FTSE MIB - EUR	Bolsa Italia (MIB30)	516.028.625	EUR	IM	FR0010010827 IM	ETFMIB	1.022.614	-5,22%	-10,78%	22,76	23,87
29	iShares MSCI Netherlands Inves	Bolsa holandesa	152.059.006	USD	US	US4642868149 US	EWN	115.624	2,98%	-6,77%	16,34	23,24
GLOBAL												
BONOS CORTO USD												
30	iShares Barclays 1-3 Year Trea	Bonos Tesoro USA 1-3A	8.155.399.902	USD	US	US4642874576 US	SHY	1.248.169	0,48%	-0,55%	0,38	0,61
BONOS SOBERANOS LARGO USD												
31	iShares Barclays TIPS Bond Fun	Bonos ligados a inflación	15.983.272.461	USD	US	US4642871762 US	TIPS	1.830.593	-9,27%	-5,74%	6,11	5,00
32	iShares Barclays 7-10 Year Tre	Bonos Tesoro USA 7-10A	4.270.288.086	USD	US	US4642874402 US	IEF	1.162.557	-5,12%	-3,69%	5,98	6,24
33	iShares Barclays 20+ Year Trea	Bonos Tesoro USA >20A	4.070.615.967	USD	US	US4642874329 US	TLT	11.721.056	-11,08%	-5,48%	14,41	15,68
BONOS CORPORATIVOS USD												
34	iShares iBoxx Investment Grade	Alta calidad crediticia	19.577.683.594	USD	US	US4642872422 US	LQD	3.201.943	-7,67%	-5,18%	6,16	5,85
35	iShares iBoxx \$ High Yield Cor	Bonos de alto riesgo	13.674.368.164	USD	US	US4642885135 US	HYG	6.939.739	-3,51%	-3,92%	5,71	8,84
BONOS GLOBALES Y EMERGENTES												
36	db x-trackers II - iBoxx Globa	Bonos ligados a inflación	716.274.170	EUR	GR	LU0290357929 GR	DBXH	425	-6,48%	-5,35%	5,63	4,19
37	iShares JPMorgan USD Emerginc	Deuda emergente en USD	4.327.530.273	USD	US	US4642882819 US	EMB	1.415.591	-14,91%	-9,86%	9,63	8,37

RV INTERNACIONAL

38	SPDR S&P 500 ETF Trust	Bolsa EE.UU. S&P500	134.007.343.750	USD	US	US78462F1030 US	SPY	165.475.344	12,98%	-4,76%	10,59	14,00
39	ProShares Ultra S&P500	Ultra S&P500	2.487.816.162	USD	US	US74347R1077 US	SSO	7.707.925	27,37%	-8,26%	21,31	28,61
40	Powershares QQQ Trust Series 1	Bolsa EE.UU. Nasdaq	32.818.722.656	USD	US	US73935A1043 US	QQQQ	37.002.296	10,13%	-5,29%	12,48	16,18
41	iShares Russell 2000 Index Fund	Pequeñas compañías	21.087.089.844	USD	US	US4642876555 US	IWM	45.742.380	15,60%	-4,39%	13,87	19,37
42	ProShares Ultra Dow30	Ultra DJ 30 Industrials	247.563.004	USD	US	US74347R3057 US	DDM	322.849	30,82%	-7,82%	19,92	25,69
43	iShares MSCI EAFE Index Fund	Bolsa Europa y Asia	40.137.984.375	USD	US	US4642874659 US	EFA	22.027.266	2,57%	-5,74%	13,01	18,64
44	iShares MSCI Canada Index Fund	Indice MSCI Canadá	3.379.549.805	USD	US	US4642865095 US	EWC	2.278.491	-6,79%	-7,81%	12,80	17,02
45	iShares MSCI Australia Index F	Indice MSCI Australia	1.918.799.927	USD	US	US4642861037 US	EWA	2.789.731	-7,80%	-9,72%	15,54	25,27
46	iShares MSCI Japan Index Fund	Indice MSCI Japón	10.619.289.063	USD	US	US4642868487 US	EWJ	71.161.616	12,71%	0,69%	14,91	16,34
47	iShares V PLC - iShares MSCI J	I. MSCI Japón (divisa)	1.549.283.936	EUR	NA	IE00B42Z5J44 NA	LIPE	120.303	23,70%	-0,93%	19,67	
48	Nomura TOPIX Exchange Traded	Bolsa Japón	1.349.088.375.000	JPY	JP	JP3027630007	1306	1.285.338	11,53%	-0,50%	21,51	19,40
49	iShares PLC- iShares FTSE 100	Bolsa Reino Unido	3.782.905.762	GBP	LN	IE0005042456 LN	ISF	6.326.191	-1,75%	-6,84%	11,45	12,61

RV EMERGENTES

RV GLOBAL EMERGENTE												
50	iShares MSCI Emerging Markets	Bolsa Emergentes	33.444.253.906	USD	US	US4642872349 US	EEM	79.633.976	-15,52%	-12,64%	14,28	22,71
51	Vanguard FTSE Emerging Marke	Bolsa Emergentes	47.742.191.406	USD	US	US9220428588 US	VWO	24.241.402	-16,21%	-13,80%	13,98	22,49
52	SPDR S&P BRIC 40 ETF	Brasil China, Rusia, India	222.200.012	USD	US	US78463X7984 US	BIK	89.760	-18,20%	-14,24%	16,88	23,33
RV EUROPA EMERGENTE Y RUSIA												
53	Market Vectors Russia ETF	Indice DAX Global Rusia,	1.148.750.000	USD	US	US57060U5065 US	RSX	5.062.239	-15,85%	-5,27%	20,40	31,89
54	Lyxor ETF Eastern Europe CECE	Hungría, Rep. Checa y	266.415.192	EUR	SM	FR0010204073 SM	CEC	15	-10,17%	-0,90%	15,19	23,33
55	SPDR S&P Emerging Middle East	Oriente Medio y África	64.845.001	USD	US	US78463X8065 US	GAF	10.605	-19,97%	-9,41%	15,91	22,64
RV LATAM												
56	iShares MSCI Brazil Capped Ind	Indice MSCI Brasil	6.043.377.930	USD	US	US4642864007 US	EWZ	16.789.180	-21,49%	-16,62%	19,08	27,01
57	Lyxor ETF Brazil Ibovespa	Indice Bovespa Brasil	296.694.214	EUR	SM	FR0010408799 SM	BRA5	181	-30,44%	-17,28%	22,80	22,70
58	iShares MSCI Mexico Capped Inv	Bolsa México	2.088.625.000	USD	US	US4642868222 US	EWVW	4.412.271	-14,47%	-13,08%	18,33	21,42
59	iShares MSCI Chile Capped Inve	Bolsa Chile	423.027.496	USD	US	US4642866408 US	ECH	270.215	-18,79%	-11,89%	13,98	25,30
RV ASIA EX-JAPON												
60	iShares FTSE China 25 Index Fu	Indice Xinhua China 25	5.158.439.941	USD	US	US4642871846 US	FXI	20.772.270	-18,65%	-12,88%	18,28	23,74
61	Lyxor ETF China Enterprise HSC	Cías Rep. Popular de China	718.513.855	EUR	FP	FR0010204081 FP	ASI	36.862	-20,67%	-14,44%	21,13	19,15
62	iShares MSCI Taiwan Index Fund	Indice MSCI Taiwan	2.588.211.914	USD	US	US4642867315 US	EWI	5.091.153	-5,50%	-9,66%	14,64	20,89
63	iShares MSCI Hong Kong Index F	Indice MSCI Hong Kong	2.219.606.934	USD	US	US4642868719 US	EWH	6.721.572	-5,36%	-9,70%	13,05	20,37
64	iShares MSCI South Korea Capped	Indice MSCI Corea	2.989.199.951	USD	US	US4642867729 US	EWY	2.251.423	-18,86%	-15,00%	18,02	25,78
65	iShares MSCI Singapore Index F	Indice MSCI Singapur	1.320.979.980	USD	US	US4642866739 US	EW5	2.504.234	-7,79%	-9,83%	11,94	21,21
66	Lyxor ETF MSCI India	Indice MSCI India	765.353.210	EUR	SM	FR0010361683 SM	INR	1.259	-11,38%	-9,34%	20,02	22,11
67	iShares MSCI Malaysia Index Fu	Indice MSCI Malaysia	962.239.502	USD	US	US4642868305 US	EWJ	1.618.769	2,15%	-7,38%	12,74	16,31
68	db x-trackers FTSE Vietnam UCI	Indice Vietnam	217.743.958	EUR	GR	LU0322252924 GR	DX57	4.280	3,48%	-11,26%	24,85	28,66
69	Market Vectors Indonesia Index	Bolsa Indonesia	334.762.512	USD	US	US57060U7533 US	IDX	557.429	-6,36%	-15,43%	17,77	25,51
70	iShares MSCI Pacific ex-Japan	Indice MSCI Pacific Free	3.332.777.832	USD	US	US4642866655 US	EPP	1.394.825	-7,19%	-9,77%	13,05	22,68

ETF DIRECTOS		Observaciones	Patrimonio	Div. Mercade	ISIN y MDO	ID.BKT	Negociación Media 30d	RENTAB		VOLATILIDAD		
								2013	Mez	1A	3A	
RENTA VARIABLE SECTORIAL (Global+Eurozona)												
SECTOR FINANCIERO												
71	Financial Select Sector SPDR F	Serv. financieros EE.UU	13.867.052.734	USD	US	US81369Y6059 US	XLF	60.620.548	16,89%	-5,78%	14,18	19,93
72	iShares Dow Jones US Financial	Serv. financieros EE.UU	1.087.547.485	USD	US	US4642877884 US	IYF	358.420	15,84%	-5,24%	13,30	18,61
73	Lyxor ETF STOXX Europe 600 Ba	Banca europea	416.750.000	EUR	SM	FR0010345371 SM	BNK	882	-1,07%	-10,78%	19,89	24,87
74	PowerShares Financial Preferre	Serv. financieros EE.UU	1.691.509.033	USD	US	US73935X2291 US	PGF	931.474	-4,11%	-4,71%	4,18	9,32
TECNOLOGÍA												
75	iShares TecDAX DE	Cías tecnología alemana y	90.097.496	EUR	GR	DE0005933972 GR	EXS2	4.539	8,39%	-5,85%	10,94	16,86
76	Technology Select Sector SPDR	Tecnología Norteamérica	10.341.024.414	USD	US	US81369Y8030 US	XLK	9.320.244	7,05%	-5,60%	12,72	15,30
77	Lyxor ETF NASDAQ-100-D EUR	EE.UU Nasdaq 100	212.253.036	EUR	SM	FR0007063177 SM	UST	554	9,49%	-4,42%	15,50	12,62
78	SPDR S&P Semiconductor ETF	Tecnología Norteamérica	60.282.997	USD	US	US78464A8624 US	XSD	52.455	17,38%	-5,39%	22,81	24,74
FARMA/SALUD												
79	Health Care Select Sector SPDR	Salud Norteamérica	6.915.421.875	USD	US	US81369Y2090 US	XLV	11.460.655	19,70%	-3,38%	9,74	11,36
80	iShares Dow Jones US Pharmace	Farma EE.UU	457.963.562	USD	US	US4642888360 US	IHE	31.330	17,99%	-3,23%	11,00	12,23
81	iShares Dow Jones US Medical D	Dispositivos Médicos	364.137.299	USD	US	US4642888105 US	IHI	49.529	17,53%	-2,73%	11,81	17,42
82	SPDR S&P Biotech ETF	Cías. Biotecnología del S&P	844.026.001	USD	US	US78464A8707 US	XBI	290.203	18,76%	-7,46%	20,05	21,03
83	iShares Nasdaq Biotechnology I	Replica Nasdaq	2.912.950.195	USD	US	US4642875565 US	IHI	826.000	25,39%	-5,65%	16,58	15,77

INDUSTRIALES												
81	Lyxor ETF Dow Jones Industrial	EE.UU DJ Industrial 30	364.137.299	EUR	FP	FR0007056841 FP	#N/A	49.529	17,53%	-2,73%	11,81	17,42
84	iShares Dow Jones US Industria	EE.UU DJ Industrial 30	1.015.856.934	USD	US	US4642877546 US	IYJ	110.147	14,01%	-4,63%	12,36	18,30
85	Market Vectors Steel Index Fun	Cías. Industriales acero	105.727.997	USD	US	US57060U3086 US	SLX	68.091	-21,55%	-10,23%	24,55	31,18
TELECOS												
86	iShares EURO STOXX Telecommu	Telecos Europa	42.425.999	EUR	GR	DE0006289317 GR	EXX2	174	-4,61%	-5,31%	20,68	17,50
87	Lyxor ETF STOXX Europe 600 Tel	Telecomunicaciones	108.215.622	EUR	FP	FR0010344812 FP	TEL	83.391	3,71%	-3,91%	14,86	12,78
ENERGÍA/UTILITIES												
88	Energy Select Sector SPDR Fund	Energía	7.519.727.539	USD	US	US81369Y5069 US	XLE	13.511.516	11,09%	-5,57%	15,22	22,27
89	Utilities Select Sector SPDR F	Utilities, gas y mixtas.	5.276.916.016	USD	US	US81369Y8865 US	XLU	16.692.281	6,76%	-3,63%	11,96	10,94
90	Market Vectors Uranium+Nuclea	Compañías energía nuclear	69.811.203	USD	US	US57060U7046 US	NLR	23.745	2,66%	-5,34%	15,47	24,01
CONSUMO												
91	Consumer Discretionary Select	Comp. consumo EE.UU.	5.703.415.039	USD	US	US81369Y4070 US	XLY	6.553.282	18,12%	-3,57%	12,20	15,88
ORO, MATERIAS PRIMAS Y COMMODITIES												
92	iShares Silver Trust	Plata	6.003.541.016	USD	US	US46428Q1094 US	SLV	14.929.646	-34,33%	-13,98%	26,57	43,27
93	iShares Gold Trust	Precio lingote oro.	7.181.349.121	USD	US	US4642851053 US	IAU	6.716.104	-22,25%	-9,49%	16,63	19,80
94	SPDR Gold Shares	Precio lingote oro.	38.559.039.063	USD	US	US78463V1070 US	GLD	11.533.751	-22,24%	-9,52%	16,61	19,74
95	Materials Select Sector SPDR F	Materiales industriales	2.621.448.730	USD	US	US81369Y1001 US	XLB	7.056.222	4,43%	-6,07%	14,28	21,22
96	PowerShares DB Agriculture Fun	Futuros mat.primas	1.557.105.103	USD	US	US73936B4086 US	DBA	666.845	-9,46%	-2,23%	11,39	16,80
97	United States Oil Fund LP	Crudo ligero WT.	838.880.981	USD	US	US91232N1081 US	USO	5.787.891	2,56%	1,11%	19,41	25,12
98	iShares Dow Jones US Basic Mat	Crudo ligero WT.	468.790.009	USD	US	US4642878387 US	IYM	127.994	-0,32%	-7,33%	15,73	23,77
99	SPDR S&P Metals & Mining ETF	Crudo ligero WT.	562.027.405	USD	US	US78464A7550 US	XME	3.077.688	-25,20%	-15,24%	26,16	30,87
INFRAESTRUCTURAS												
100	PowerShares Emerging Markets I	Infraestructuras	83.148.643	USD	US	US73937B2097 US	PXR	7.123	-17,86%	-11,11%	15,95	27,62
RV OTROS												
101	iShares Dow Jones US Real Esta	Sector inmobiliario	4.442.696.777	USD	US	US4642877397 US	IYR	17.819.276	0,62%	-7,36%	13,44	16,12
102	SPDR S&P Homebuilders ETF	Sector construcción.	2.475.684.570	USD	US	US78464A8889 US	XHB	8.535.555	10,53%	-7,53%	23,71	25,23
103	Market Vectors Agribusiness ET	Cías. sector agrícola	4.853.628.906	USD	US	US57060U6055 US	MOO	310.084	-2,34%	-6,31%	12,16	21,59
ETF INVERSOS												
Observaciones		Patrimonio	Div.	Mercado	ISIN y MDO	ID.BKT	Negociación Media 30d	RENTAB		VOLATILIDAD		
								2013	Mes	1A	3A	
DOMÉSTICO (ZONA UEM)												
RENTA FIJA SOBERANA LP EURO												
104	Lyxor ETF SGI Daily Double Sho	Inversa deuda alemana	550.948.303	EUR	FP	FR0010869578 FP	DSB	24.224	4,35%	4,51%	12,40	12,79
RENTA VARIABLE EURO												
105	Lyxor ETF IBEX 35 Inverso	Inversa Bolsa España	16.415.199	EUR	SM	FR0010762492 SM	INVEX	10.377	2,66%	9,18%	25,04	22,94
106	db x-trackers ShortDAX Daily U	Inversa Bolsa España (DAX)	394.038.086	EUR	GR	LU0292106241 GR	DXSN	65.534	-3,42%	7,10%	14,57	19,15
107	db x-trackers - EURO STOXX 50	Inversa Bolsa Europa	168.545.944	EUR	SM	LU0292106753 SM	DXSSX	137	-0,98%	8,81%	16,98	
GLOBAL												
BONOS SOBERANOS LARGO USD												
108	ProShares UltraShort Lehman 7-	Ultra-inversa Bonos Tesoro	334.350.006	USD	US	US74347R3131 US	PST	156.566	10,36%	6,35%	11,83	12,26
RENTA VARIABLE INTERNACIONAL												
106	db x-trackers FTSE 100 Short D	Inversa Bolsa Reino Unido	394.038.086	GBP	LN	LU0328473581 LN	XUKS	65.534	-3,42%	7,10%	14,57	19,15
107	ProShares Short Dow30	Inversa Bolsa EE.UU	168.545.944	USD	US	US74347R7017 US	DOG	137	-0,98%	8,81%	16,98	
108	ProShares Short S&P500	Inversa Bolsa EE.UU	334.350.006	USD	US	US74347R5037 US	SH	156.566	10,36%	6,35%	11,83	12,26
RENTA VARIABLE EMERGENTES												
109	ProShares Short MSCI Emerging	Inversa bolsas emergentes	371.425.507	USD	US	US74347R3966 US	EUM	339.792	17,74%	12,87%	14,25	22,26
110	ProShares UltraShort MSCI Emer	Ultra-inversa bolsas	160.624.344	USD	US	US74347X5757 US	EEV	335.888	36,29%	27,33%	28,28	44,21
RENTA VARIABLE SECTORIAL (Global+Eurozona)												
111	ProShares Short Financials	Inversa financieras EE.UU.	39.385.502	USD	US	US74347R2307 US	SEF	32.622	-14,18%	4,17%	13,11	17,83
112	db x-trackers Stoxx Europe 600	Inversa bancos europeos	71.035.156	EUR	GR	LU0322249037 GR	DXS8	148	-2,63%	11,24%	20,72	24,90