

Informe de Estrategia Perspectivas abril/junio 2007

¿Qué ocurre?

Incremento del riesgo

Indice

Resumen	Pág 3
Perspectiva Económica	Pág 4
Tipos de Interés	Pág 55
Divisas	Pag 61
Bolsas	Pág 63
Síntesis de Estimaciones	Pág 71

Equipo de Análisis (sujeto al RIC):

Ramón Forcada Gallo
David García Moral
Diego Chao Amaro
Elena Bonet

Área de Generación y Distribución

Institucional:

Daniel Díez
Fernando Casas
Raúl Moreno
Antonio Jesús Sánchez
José Enrique Renedo
Covadonga Pérez Goicoechea
Teléfonos: 91.339.76.03 / 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. Juan Arena de la Mora, presidente del Consejo de Administración de Bankinter, es Consejero de Ferrovial, S.A. y de Telefónica, Publicidad e Información, S.A.

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

D. J.R. Arce, Consejero de Bankinter, es Consejero de Faes Farma, S.A.

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

Resumen

- La economía mundial mantiene un crecimiento próximo al 5% pero con tendencia a desacelerarse, el entorno de tipos de interés será menos cómodo de lo que se piensa, el riesgo de liquidez se ha incrementado sensiblemente, los resultados empresariales americanos aumentarán menos que antes, la inflación ha dejado de ser un problema pero no está anulada y el enfriamiento del sector inmobiliario amenaza con debilitar el consumo privado, sobre todo en EE.UU. Además, no puede descartarse que el *desafío iraní* tenga un desenlace desagradable. En un contexto como el descrito, ¿debemos preocuparnos? En nuestra opinión, debemos ocuparnos de nuestras inversiones más que antes, cuando una gestión despreocupada casi nunca daba lugar a malos resultados debido al extremadamente positivo tono del mercado. Si se nos permite una cierta frivolidad, cambiamos "despreocupación", por "ocupación", sin llegar a la auténtica "preocupación".
- **Ahora la gestión debe ser más dinámica, activa, estando dispuestos a adoptar posiciones no necesariamente permanentes durante largos periodos de tiempo. Nuestras preferencias geográficas son, por este orden, UEM, Japón y EE.UU.** evitamos intencionadamente los emergentes, de momento y hasta que termine el ajuste, particularmente LatAm. **Sectorialmente preferimos consumo no cíclico** (Carrefour, Danone, Inditex), **eléctricas** (Céntrica, salir de Endesa y entrar en Iberdrola), **ir construyendo cartera en industriales con sólidos fundamentales y con un horizonte temporal no inmediato** (Acerinox, Tubacex, Tubos Reunidos), **estar preparados para entrar en bancos, pero no hacerlo aún** (BNP, Santander, Pastor), **así como tomar algunas posiciones en Telefónica**, como excepción positiva en un sector para el que seguimos sin ver el *despegue*.
- En el informe de estrategia del trimestre anterior identificábamos como factores desestabilizadores claves el posible rápido enfriamiento del mercado inmobiliario americano y la brusca depreciación del USD. El primero de ellos se ha materializado y es, en gran medida, responsable de una percepción de mayor incertidumbre con respecto a la solidez del ciclo económico americano. El segundo, afortunadamente, no. Ello ha sido debido al retraso de las bajadas de tipos por parte de la Fed, que han proporcionado cierto respaldo a un USD que, en cualquier caso, sigue siendo estructuralmente bajista (aunque se depreciará más lentamente). Algo bueno tiene que los americanos retrasen las bajadas tipos, sobre lo cual ya habíamos advertido.
- Decíamos que entrábamos una fase de ajuste en búsqueda de un punto de equilibrio algo más estable... y mantenemos esta percepción, puesto que ha sucedido, a grandes rasgos, lo que esperábamos: la pérdida de vigor de la economía americana es compensada - más cómodamente de lo que esperábamos, eso sí - por el mayor dinamismo de las europea y japonesa; los riesgos inflacionistas se han ido suavizando... aunque no lo suficiente como para permitir que el BCE detenga las subidas de tipos, ni para que la Fed admita que puede bajar en cualquier momento; el mercado inmobiliario - en todo el mundo, pero especialmente en EE.UU. - empieza a corregir, lo cual supone un cierto riesgo para la sostenibilidad del consumo; los emergentes *enfrian* intencionadamente su crecimiento, bien por razones de capacidad de su sistema financiero (China), bien por el repunte de la inflación (India)...
- ...Entonces, ¿qué hemos pasado por alto? Probablemente no hayamos valorado adecuadamente **la sensibilidad de la liquidez**, del flujo de fondos a nivel mundial, que ha venido impulsando - y aún impulsa, aunque en menor medida - los mercados. Una vez que las cosas han sucedido resulta fácil hacer autocrítica, pero aunque se pueda afirmar que en un momento determinado resulta más probable que antes que algo suceda (el debilitamiento del factor liquidez, por ejemplo), el momento preciso del desenlace no se puede identificar con certeza. Lo que sí se puede hacer es reaccionar a tiempo, en cuanto aparecen las primeras señales. Por ello, en este informe confirmamos la recomendación que anticipamos en los informes de estrategia semanales publicados en marzo: **reducir exposición a bolsas en todos los perfiles de riesgo; como referencia, desde 60% el perfil agresivo hasta 15% el defensivo.**

Informe de Estrategia de Inversión

Segundo trimestre 2007

1.- Perspectiva Económica

"La esperanza es el único bien común a todos los hombres; quienes han perdido todo la poseen aún".

Tales de Mileto.

Desearíamos haber estado más equivocados con respecto a nuestras apreciaciones del anterior informe trimestral de estrategia (enero 2007), pero lamentablemente no ha sido así. Como nos temíamos, la *linealidad positiva* de que disfrutamos durante 2005 y 2006 ha quedado atrás, tanto con relación al escenario macroeconómico como con respecto a los mercados. Si algo ha diferenciado hasta ahora y pensamos que seguirá diferenciando 2007 de los años inmediatamente anteriores es y será el retorno a la **volatilidad**. Esto no es otra cosa que reconocer que la prima de riesgo del mercado ha aumentado... pero conviene no dramatizar las cosas. Simplemente venimos de disfrutar una etapa formidable en términos de expansión económica y evolución de bolsas y **ahora enfrentamos un cierto retorno a las medias históricas, con la búsqueda de un punto de equilibrio estable que, de momento, trae consigo inevitablemente una fase previa de ajuste, en la cual nos encontramos aún**. La clave es identificar la velocidad y agresividad del dicho ajuste, así como su profundidad y sus consecuencias. Nuestra impresión es que no será prolongado, ni profundo, terminando probablemente durante el 3T ó 4T 2007, no sin habernos proporcionado antes algún que otro susto en relación a las bolsas, sobre todo si las tensiones con Irán continúan agravándose y derivan en una intervención militar, aunque sea de alcance limitado.

Si algo diferencia y diferenciará 2007 de 2006 y 2005 es y será la volatilidad....

....tanto referida a mercados como a los indicadores macroeconómicos.

Desde una perspectiva macroeconómica seguimos pensando que la desaceleración de la economía americana está siendo y será menos intensa de lo que se temía, con una entrada en expansión de la Eurozona y Japón más rotunda de lo previsto, sobre todo en este último caso. Ambas tendencias se compensan entre sí, en términos generales, contribuyendo a construir ese punto de equilibrio a que hacemos referencia. No obstante, identificamos una cierta **evolución asimétrica de los indicadores macro americanos**, lo cual introduce una percepción de volatilidad nada despreciable. Es decir, a lo largo de esta etapa de ajuste en la cual estamos situados, en lugar de encontrarnos con una pérdida de ritmo homogénea de los

distintos aspectos de la economía americana, se está produciendo un comportamiento asimétrico en el sentido de que algunas vertientes de la economía prácticamente no sufren ninguna pérdida de ritmo (consumo, por ejemplo... al menos por ahora), mientras que otras se desaceleran de forma francamente acusada (la vivienda es el mejor ejemplo). Esto está generando una sensación de desorientación que puede llevar a tomar decisiones de inversión poco adecuadas, tal vez actuando como si el contexto no hubiera cambiado... pero sí lo ha hecho. Para verlo, basta con comparar las expectativas que tenemos hoy con respecto a los principales aspectos directores de la economía mundial y, por extensión, de los mercados:

1.- Escenario de tipos de interés menos cómodo de lo esperado.-

En primer lugar, los bancos centrales que cuyas decisiones más directamente nos afectan y que mayor impacto tienen sobre los mercados (Reserva Federal, BCE y Banco de Inglaterra) han adoptado una actitud mucho más cauta sobre la inflación de lo que se esperaba a principios de año, lo que implica que **las posibles bajadas de tipos americanos se retrasan y que es pronto para empezar a descontar el final de las subidas en la Eurozona**. Esto no es algo diferente de lo que anticipábamos en nuestro anterior informe de estrategia trimestral.

Por otra parte, tras unos indicios de inflación algo más débiles en febrero en Japón y la sensibilidad demostrada del *carry-trade* ante cualquier apreciación del JPY durante la mini-crisis de principios de marzo, **el Banco de Japón tratará no sólo de retrasar sino incluso de evitar cualquier subida de tipos adicional a corto plazo** (ahora en 0,50%). Esta actitud contará sin duda con el respaldo de su Gobierno, ya que protege el sector exterior, clave para la sostenibilidad de su propia recuperación económica. Esta mayor lentitud para subir tipos en Japón no nos la esperábamos, sinceramente, ya que hemos venido sosteniendo que la redinamización de la economía nipona haría inevitable un proceso de subidas de tipos una vez que la inflación comenzase a hacer acto de presencia. ¿Qué ha sucedido para que no sea así? Dos cosas.

En primer lugar, que la mini-crisis de bolsa que tuvo lugar en las primeras semanas de marzo obligó a algunas instituciones apalancadas en JPY a deshacer sus posiciones en Europa y EE.UU. (bolsas y bonos) para devolver los créditos, lo que provocó una espiral involuntaria de apreciación del JPY que a su vez terminó poniendo en riesgo el propio *carry-trade*¹. El deseo de no volver a poner en riesgo esta operativa, que tanta

Los tipos de interés no bajarán en EE.UU. tan pronto como se cree,...

....pueden subir algo más de lo esperado en la Eurozona,...

....estabilizarse en Japón durante algún tiempo...

¹ En síntesis, tomar prestado en un mercado con tipos bajos y divisa débil (léase Japón) e invertir el préstamo en otro que ofrezca mayor rentabilidad y con divisa fuerte con respecto a la primera (léase EE.UU. y/o Europa).

liquidez viene aportando a los mercados desde hace años, nos lleva a creer que el Banco de Japón se ha vuelto más reticente a las subidas de tipos.

En segundo lugar, empieza a no estar tan claro que la deflación haya quedado atrás, como se creía. En febrero el IPC regresó a terreno negativo (-0,2% a/a vs 0% en enero, de manera que lógicamente el Banco de Japón no se atreverá a volver a pensar en subir tipos hasta que no se confirme que la inflación se sitúa de nuevo en positivo.

¿Hasta dónde pueden subir los tipos de interés en Europa y cuándo podrían empezar a bajar en EE.UU.? Esta es la pregunta del millón de dólares. Nuestra visión sigue siendo la misma: el BCE quiere alcanzar lo que denominamos un "nivel de confort" lo más elevado posible, mientras la reactivación del crecimiento económico se lo permita, de manera que disponga de suficiente margen de actuación a la baja en el futuro, en caso de necesitarlo, para reactivar la economía europea. ¿Dónde se encuentra dicho "nivel de confort"? Antes pensábamos que en el entorno 4,00%/4,25%, pero a la vista del dinamismo de las economías francesa y alemana y la sostenibilidad de la española (incluso la italiana parece estar reaccionando) ahora creemos que puede elevarse hasta 4,25%/4,50%.

....y podrían sufrir aún algún ajuste adicional al alza en Reino Unido.

Cuadro 1.1. – Niveles esperados para los principales bancos centrales.

Tipos interés	Hoy	Dic.2007e	Dic.2008e
UEM	3,75%	4,25%/4,50%	4,25%/4,50%
EE.UU.	5,25%	5,00%	5,00%/4,75%
Reino Unido	5,25%	5,50%	5,50%
Japón	0,50%	0,75%	1,00%/1,25%

Fuente: Dpto. Análisis Bankinter.

Por su parte, las esperadas bajadas tipos en EE.UU. tardarán más en llegar de lo que se pensaba, ya que la Fed no se encuentra nada cómoda aún con la inflación (+2,4% y +2,7% la tasa subyacente) y en la medida que el petróleo repunte, bien por inventarios bajos, bien por las tensiones con Irán, su confianza al respecto no mejorará. Eso se traduce en que estimamos sólo una bajada de 25 p.b. este año, hasta 5,00%, en caso de producirse alguna, y más bien hacia el último trimestre del año (antes creíamos que podrían tener lugar dos recortes de 25 p.b. cada uno).

El conflicto iraní podría provocar un repunte del petróleo no esperado por ciclo económico...

En Inglaterra puede quedar aún alguna subida más, probablemente +25 p.b., hasta 5,50%, en caso de no enfriarse los precios de la vivienda ni el consumo, pero en este caso muy probablemente deberíamos hablar más bien de un último ajuste en un proceso que ya toca a su fin.

Cuadro 1.2.- Tasas de inflación reales y estimadas.

Inflación (a/a)	Ultimo	Dic. 2006r	Dic.2007e
EE.UU.	2,4%	2,5%	2,3%
UEM	1,9%	2,1%	2,0%
España	2,6%	2,7%	2,5%
Francia	1,1%	1,5%	1,8%
G.Bretaña	2,8%	2,9%	2,8%
Alemania	1,9%	2,0%	2,0%

Fuentes: Eurostat; Estimaciones Dpto. de Análisis de Bankinter.

...que afectase a la inflación y obstaculizar cualquier bajada de tipos en EE.UU.

2.- Crecimiento: "Ni EE.UU. se ralentiza tanto, ni a Japón le cuesta tanto crecer".-

Desde un punto de vista global parece estar produciéndose una relativa homogeneización de los ritmos de crecimiento económico. Por supuesto, esto es menos evidente entre los emergentes y las economías consolidadas, pero empieza a apreciarse entre EE.UU. y la Eurozona, con Japón acercándose progresivamente al ritmo que mantienen estas dos economías y que podríamos identificar en el entorno del 3%.

En el caso americano el consumo está demostrando una resistencia inesperada, incluso a pesar, al menos por ahora, del riesgo que representa el aumento de la morosidad hipotecaria. La economía americana terminó 2006 creciendo un 2,5% (4T), por encima del 2,0%/2,2% esperado y que hubiera resultado más lógico. Aunque la inversión en vivienda retrocede a un ritmo de doble dígito, lo cierto es que la inversión empresarial mantiene tasas muy saludables, el consumo evoluciona muy bien tras el abaratamiento del petróleo a finales de 2006 y principios de 2007 (aunque veremos cuáles han sido los efectos de su posterior encarecimiento) e incluso el sector exterior parece haber frenado su contribución positiva. La única pega evidente es el reciente repunte de la inflación (2,4% y 2,7% la subyacente), la cual parece cómodamente compatible con un tipo de intervención en 5,25%, pero que, como se ha comentado, reduce las probabilidades de que éstos se recortes.

La recuperación en Japón y Europa es suficiente para compensar la pérdida de impulso de la economía americana...

Cuadro 1.3. – Eurozona: tasas de crecimiento por economías.

PIB (media anual)	2005r	2006r	2007e	2008e
UEM	1,5%	2,8%	2,9%	3,0%
España	3,5%	4,0%	4,0%	3,8%
Francia	1,0%	2,1%	2,5%	2,7%
Italia	0,5%	2,0%	1,8%	2,0%
Alemania	1,7%	2,9%	3,2%	3,4%

Fuente: Comisión Europea.

En la UEM la recuperación económica es más intensa y sólida de lo que esperábamos, sobre todo en Alemania, donde el crecimiento es superior al 3% y la tasa de paro ha retrocedido en los últimos 12 meses desde niveles superiores al 12% (los más graves desde la IIGM) hasta los actuales próximos al 9%. Francia, a las puertas de celebrar elecciones presidenciales en el momento de cerrar este informe, se queda algo a la zaga debido a las rigideces estructurales de su mercado laboral, aunque el dinamismo es indudablemente apreciable.

Finalmente, Italia podría haber venido incorporando un cierto optimismo a sus cifras de crecimiento debido a las recientes elecciones, de manera que podría estar creciendo aún por debajo del 2%. España continúa acelerando su expansión algunas décimas adicionales, hasta +4%, ritmo que podría empezar a reducir ligeramente en 2008 debido tanto a la significativa reducción de los fondos estructurales procedentes de la UEM a partir de este mismo año (su impacto tiene un cierto retardo), como al agravamiento de sus principales desequilibrios estructurales actuales: el déficit por cuenta corriente (8,8% sobre el PIB en 2006, el 4º mayor del mundo) y el muy probable aterrizaje del mercado inmobiliario.

En definitiva, es cierto que EE.UU. se desacelera, pero menos de lo esperado y, en todo caso, Japón y la Eurozona se encuentran en una situación adecuada para contrarrestar esa pérdida de ritmo.

En cuanto a los emergentes, merece la pena destacar la convergencia entre los crecimientos de India y China, algo que anticipamos sucedería en no mucho tiempo. China no puede mantener un ritmo superior al 10% como hasta ahora sin riesgo de poner en peligro la estabilidad de su sistema financiero, de manera que el Gobierno intenta domar la economía hacia un ritmo de expansión que podríamos identificar en la banda +8,5%/+9,5%. En India han tenido lugar complicaciones con el presupuesto, algo que explicamos más

...la cual es más suave de lo esperado.

China e India están reduciendo intencionadamente sus ritmos de expansión debido a conflictos distintos en cada caso.

extensamente en el anterior informe trimestral, motivo por el cual no volveremos sobre ello ahora, al tiempo que la inflación parece acelerarse y obligar al banco central a subir algo más su tipo de intervención. Probablemente ambas economías presentarán un aspecto más equilibrado después del verano.

No se aprecian diferencias profundas en los ritmos de crecimiento de las principales economías del mundo...

Cuadro 1.4. – Estimaciones de crecimiento económico por áreas geográficas: variación de expectativas.

PIB (media anual)	2006r	Estimaciones 2007 bankinter.		Estimaciones 2008 bankinter.	
		Actual	Previo	Actual	Previo
ESPAÑA	4,0%	4,0%	3,7%	3,8%	3,5%
UEM	2,8%	2,9%	2,7%	3,0%	2,3%
R.U.	2,8%	2,8%	2,8%	2,5%	2,6%
EE.UU.	3,3%	2,6%	3,3%	2,8%	2,3%
JAPÓN (fiscal)	2,0%	2,5%	2,0%	2,5%	2,2%

Fuentes: Banco de España (2005r); estimaciones Dpto. Análisis Bankinter.

Dato: PIB precios constantes en dato interanual.

3.- Beneficios empresariales: “De más a menos, sin duda”.-

Insistimos en que este es uno de los factores que más nos preocupan, no tanto porque sea una evidencia que en los trimestres que tenemos por delante no disfrutaremos de los ritmos de aumento de los beneficios empresariales de los trimestres que dejamos atrás, sino porque nos parece identificar una relativa inconsciencia en el mercado en relación a este efecto y el impacto que puede tener sobre las bolsas.

...sino más bien una cierta homogeneización de los ritmos de crecimiento económico.

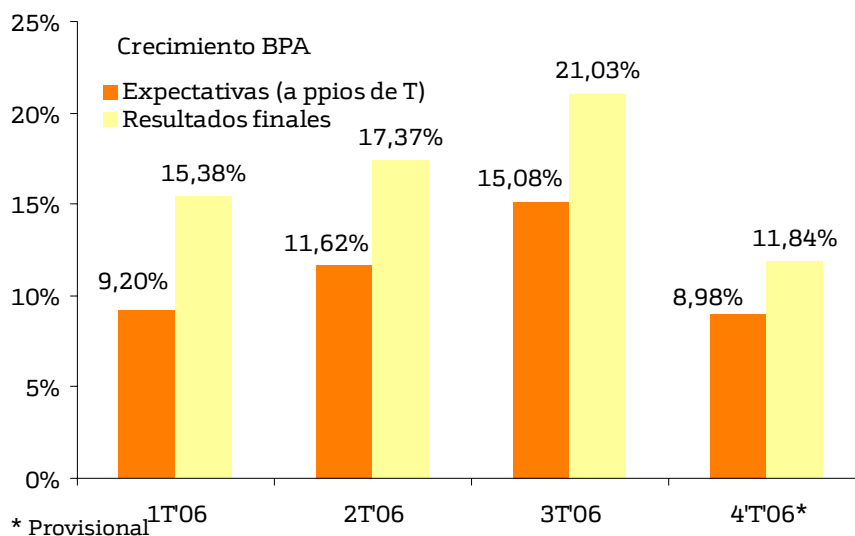
En el 3T'06 los beneficios empresariales americanos (tomando como referencia el S&P 500) se expandieron a un ritmo superior al 20%, por encima del aproximadamente 15% estimado, alcanzado su pico de crecimiento en ese momento. A partir de entonces hemos enfrentado y seguimos enfrentando una etapa de ajuste muy notable, como lo demuestra el hecho de que en el trimestre siguiente (4T'06) los beneficios hayan aumentado “sólo” +11,8%, aunque superando el 9% estimado. No creemos que sea coincidencia que, tras haberse publicado estas cifras a lo largo de la 2ª mitad de febrero, las bolsas hayan sufrido un sobresalto no despreciable... aunque obviamente somos conscientes de que esto no fue el desencadenante clave.

Lo más preocupante para nosotros no es que los resultados empresariales americanos empiecen a ser menos brillantes

(en realidad, la mejora de los europeos probablemente contribuirá a mitigar esto), sino que se produzca una pérdida de ritmo brusca, en apenas 2 trimestres: el incremento esperado para el 1T'07 se encuentra en el entorno de +4%. Estas cifras deberán publicarse a partir de mediados de abril y hasta finales de mayo aproximadamente (al menos, la mayoría de ellas) y resulta difícil creer que puedan ser neutrales para las bolsas...

La pérdida de vigor de los resultados empresariales americanos es uno de los factores que más nos preocupan.

Cuadro 1.5.- Resultados empresariales americanos (S&P 500) trimestrales, reales vs esperados.



Fuente: Bloomberg; elaboración Análisis Bankinter.

Durante los pasados 2 años (al menos) la abundante liquidez y el fuerte ritmo de aumento de los resultados empresariales han supuesto los principales respaldos para unas bolsas que han ofrecido unos magníficos retornos, pero ambos factores empiezan a perder vigor de manera evidente y conviene tenerlo muy presente.

Los cada vez más frecuentes movimientos corporativos son inflacionistas, lo cual favorece a las bolsas.

4.- Movimientos corporativos: "Con el viento a favor".-

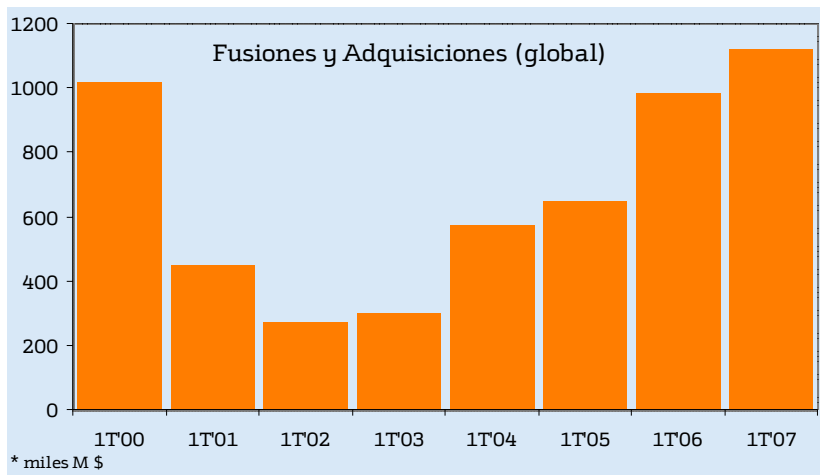
Este sí es un factor que ha jugado y jugará cada vez más a favor de las bolsas. Las razones que explican una actividad de fusiones y adquisiciones tan intensa como en los mejores tiempos son 3:

- (i) La entrada en vigor de la NIC (Normas Internacionales de Contabilidad) alivia contablemente cualquier adquisición al eliminarse la obligatoriedad de amortizar los fondos de comercio generados en estas operaciones. Ahora resulta

menos probable que se produzca dilución del BPA² en la compañía adquirente.

- (ii) Los tipos de interés, desde una perspectiva global, seguirán en niveles bajos con respecto al pasado, lo que continúa haciendo asumibles operaciones de adquisición apalancadas.
- (iii) La globalización, que obliga a buscar economías de escala en aquellos modelos de negocio que no hayan sido capaces de encontrar una diferenciación clara de sus competidores, que son la mayoría.

Los factores que incentivan los movimientos empresariales no parecen pasajeros...



Fuente: Dealogic.

En nuestra opinión, el dinamismo de la actividad de fusiones y adquisiciones es también resultado de la fuerte liquidez que aún disfrutamos, aunque sometida a las incertidumbres que en este mismo informe se plantean, y tiene un notable efecto inflacionista sobre las bolsas. ¿Por qué? Sencillamente porque cada vez que se realiza una fusión, la OPA correspondiente (normalmente la fusión se realiza mediante esta figura) se hace a un precio que incorpora una determinada prima sobre la cotización *normal* de mercado, prima que suele denominarse "de control" (no vale lo mismo una participación minoritaria que aquélla que proporciona el control sobre la compañía) y que es más o menos generosa dependiendo de las circunstancias particulares de la operación y del mercado en que se realice (las primas en EE.UU. y Reino Unido suelen superar a las europeas, por ejemplo). Una vez presentada la operación, el mercado tiende a aplicar la prima pagada en al operación al resto de las compañías comparables del sector cotizadas en ese mercado, por lo que el efecto inflacionista es evidente.

...al menos mientras lo tipos de interés permanezcan bajos.

² Beneficio Por Acción.

5.- Una nueva variable clave: la debilidad del mercado de vivienda americano.-

Este sí es un factor nuevo, sin duda, a seguir muy de cerca con el mayor acierto posible, ya que, junto con la inflación, va a determinar la profundidad de la desaceleración americana y la sostenibilidad del equilibrio mundial en términos de crecimiento. Se ha introducido repentinamente entre las incertidumbres clave sencillamente porque el aumento de la mora hipotecaria en EE.UU. puede poner bajo cuestión la solidez del consumo americano, que es el factor principal que sustenta el PIB.

Nuestra impresión es que el alcance real de este asunto no es despreciable en absoluto, pero sí menos dramático de lo que en las últimas semanas se ha querido dar a entender. Lo más preocupante no es tanto el aumento de la morosidad en sí misma y su impacto sobre el consumo, sino la confusión existente sobre las cifras. En realidad, no son todos los créditos hipotecarios los que preocupan, sino la categoría de estos que presenta un mayor perfil de riesgo: los denominados "sub-prime" o aquellos que han sido concedidos a personas que ofrecen una solvencia inferior o por debajo de la categoría "prime". Son segundas o terceras hipotecas sobre la misma casa que el banco que concedió la primera hipoteca no estaba dispuesto a conceder, o bien personas que por su solvencia personal tienen muy difícil el acceso a la vivienda en propiedad, o bien personas que adquieren una segunda o tercera vivienda con recursos muy ajustados, etc.

Las cifras de morosidad en este tipo de hipotecas en EE.UU. resultan bastante dispares y por ello tal vez poco fiables. Algunas fuentes citan tasas de mora de hasta 12%/14% en esta categoría de hipotecas, que se estima a principios de los noventa representaban el 5% del mercado hipotecario y que hoy suponen casi el 15%. Sin embargo, las tasas de mora por estados parecen oscilar entre el 3% de California y el 13% de los estados más afectados, de manera que las cifras no parecen encajar... Cualquier sistema financiero con tasas de mora superiores al 5% tiene un serio problema, de manera que para salir de dudas hemos recurrido al supervisor americano, que es la Reserva Federal. Según esta fuente, que cubre el conjunto del sistema financiero y es, muy probablemente, la más fiable, la tasa media de morosidad del total del sistema bancario americano se sitúa en 1,91% para vivienda y 1,28% en comercial... tasas que parecen aceptables (<http://www.federalreserve.gov/releases/chargeoff/delallsa.htm>). Como referencia, la tasa de mora en el sistema financiero español se sitúa aproximadamente en 1%, en torno a 0,5% en hipotecas.

No obstante, lo más importante de este asunto tal vez no sea tanto la tasa de mora de un tipo de hipotecas en particular, sino la percepción que el mercado puede tener de ello...

De repente, la morosidad de las hipotecas americanas con mayor riesgo parece afectada....

...aunque las cifras de la propia Reserva Federal no parecen alarmantes por ahora...

... a pesar de lo cual debemos seguir esta variable con el mayor cuidado.

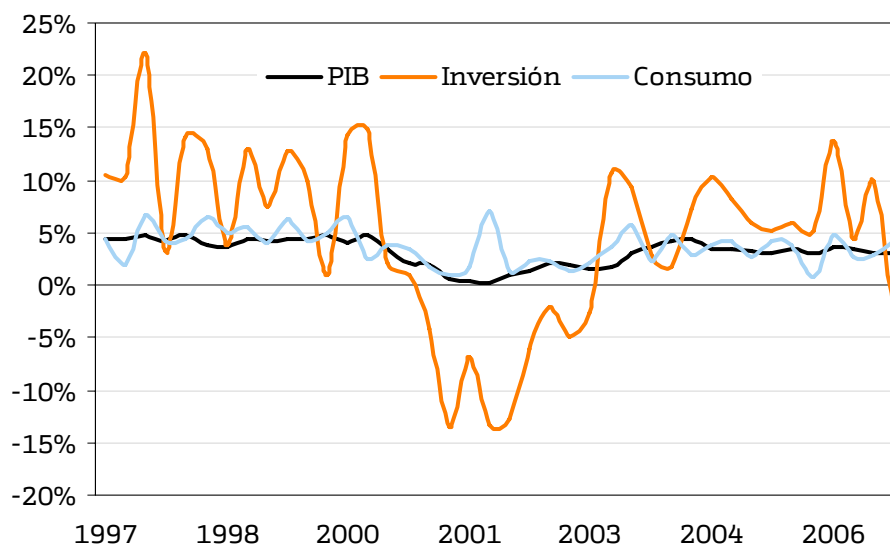
2.1.- Estados Unidos.

La persistente desconfianza que a mediados de 2006 se preguntaba cual iba a ser el impacto final de la crisis inmobiliaria en los EEUU, continúa hoy por hoy más vigente que nunca. Tras unas declaraciones de Bernanke en la que identifica a esta crisis como el motivo principal de la desaceleración de la economía norteamericana, ya no cabe duda de que su impacto será superior a lo esperado inicialmente. Con todo, Bernanke ha vuelto a hacer hincapié en los riesgos inflacionistas y en el actual y elevado nivel de inflación en el que nos encontramos.

Con todo, Bernanke ha vuelto a hacer hincapié en los riesgos inflacionistas...

En efecto, la incertidumbre viene de atrás. De hecho es probable que el nerviosismo provocado haya ocasionado más de un movimiento que realimentaba la situación. Por poner un ejemplo, hemos visto cómo los niveles de inversión se han reducido considerablemente ante las dudas existentes, lo que a su vez ha provocado una desaceleración de la producción al principio del trimestre. Asimismo, el consumo tampoco se ha incrementado en los mismos niveles que en el cuarto trimestre de 2006, aunque a decir verdad, era bastante poco probable que se mantuviera un ritmo de crecimiento tan elevado. De todos modos, no se ha producido una contracción del consumo y últimamente da la impresión de que la producción esta volviendo a recuperar el impulso.

Cuadro 2.1.1.- Inversión y Consumo vs. PIB de EE.UU.



... la tasa subyacente se mantiene en niveles que la Fed considera excesivos.

Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

Por otra parte tenemos la situación inmobiliaria. Efectivamente es un problema que habrá de solucionarse y que probablemente llevará más tiempo de lo esperado. Afortunadamente, nada indica que se vaya a agravar o se vaya a extender a otros sectores (ni siquiera al hipotecario), aunque si lastrará el crecimiento norteamericano durante algunos meses.

Adicionalmente y como ya se ha comentado se mantiene e incluso se agrava el problema de la inflación. Bernanke llevaba bastante tiempo advirtiendo contra las presiones inflacionistas y el tiempo parece acabar dándole la razón. Por una parte por que la tasa subyacente se mantiene en niveles que la Fed considera excesivos. Por la otra por que la tasa general depende mucho de componentes volátiles como el petróleo y los alimentos y a día de hoy, el petróleo ya se ha vuelto a disparar por las tensiones geopolíticas con Irán.

Cuadro 2.1.2.- Desagregación trimestral del PIB de EE.UU.

Producto Interior Bruto (Var.% t/t)				
	d-06	s-06	j-06	m-06
PIB t/t	2,5%	2,0%	2,6%	5,6%
PIB a/a	3,1%	3,0%	3,5%	3,7%
Cons.	4,2%	2,8%	2,6%	4,8%
Bs. Duraderos	4,4%	6,4%	-0,1%	19,8%
Inv ex vivienda	-3,1%	10,0%	4,4%	13,7%
Invers. Vivienda	-19,8%	-18,7%	-11,1%	-0,3%
Exportaciones	10,6%	6,8%	6,2%	14,0%
Importaciones	-2,6%	5,6%	1,4%	9,1%
Gasto Estado	3,4%	1,7%	0,8%	4,9%
Defensa	12,3%	-1,2%	-2,0%	8,9%
Deflactor t/t	1,6%	1,9%	3,3%	3,3%
Deflactor a/a	2,5%	2,9%	3,3%	3,1%
Subyacente PDI	1,8%	2,2%	2,7%	2,1%

Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

.. hay pocas cosas que tenemos aseguradas, pero una de ellas será la postergación de las subidas de tipos de intervención...

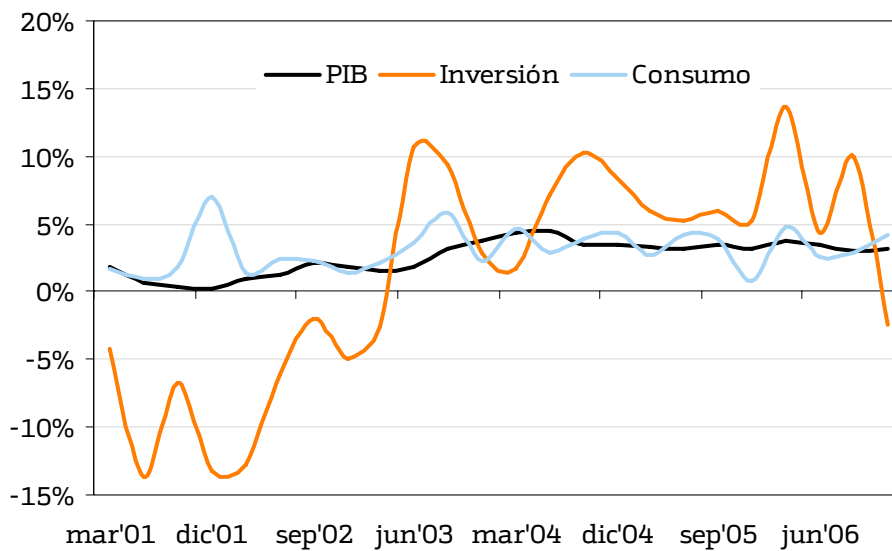
En principio, todo esto no configura una situación macroeconómica realmente mala en los EEUU, ni mucho menos, pero resulta evidente que nos enfrentamos a un escenario en el que la volatilidad va a ser sustancialmente más elevada. Con ello, hay pocas cosas que tenemos aseguradas, pero una de ellas será la postergación de las subidas de tipos de intervención por parte de la Reserva Federal norteamericana.

Por lo demás, la situación parece más o menos estable con una tendencia a la recuperación en general que debería comenzar a lo largo de este trimestre y con el ya comentado lastre de la situación inmobiliaria. Esto nos hace replantearnos ligeramente nuestras previsiones para optar por unas algo más conservadoras. **En concreto, estimamos un crecimiento del PIB a lo largo de 2007 que ronde el 2,6% y a lo largo de 2008 un 2,8%.**

2.1.1.- Consumo

Si queremos hablar del motor de la economía norteamericana tenemos que hablar del consumo. A pesar de que se haya convertido ya en un tópico, es importante recordar que el consumo supone cerca de dos tercios del PIB, lo que nos facilita en cierta medida una estimación clara de la tendencia de la economía en su conjunto.

Cuadro 2.1.3.- PIB, Inversión y Consumo Privado de EE.UU. por trimestres.



... es importante recordar que el consumo supone cerca de dos tercios del PIB

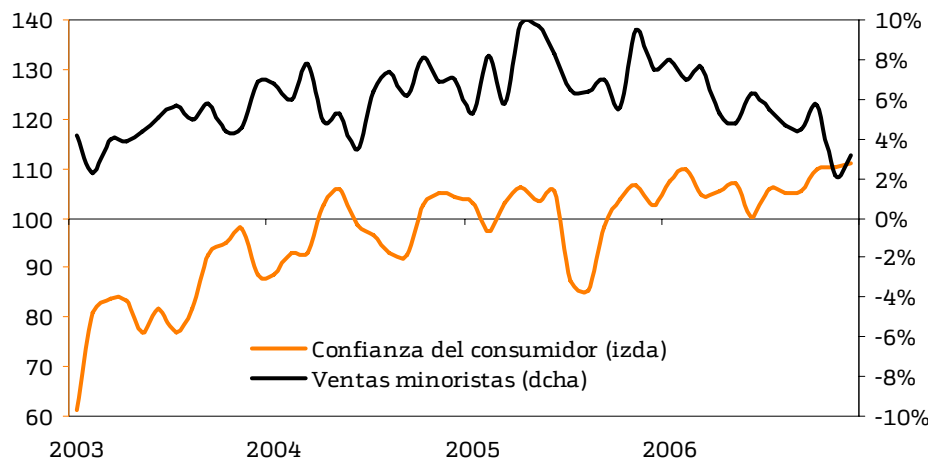
Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

La conjunción de una favorable marcha del mercado laboral y un relativo incremento del nivel salarial, ha contribuido notablemente a la sustentación de los niveles de consumo tras los fuertes incrementos experimentados durante el último trimestre de 2006 (+4,6% vs. +2,8% en 3T'06).

Confirmando la tendencia de la desaceleración económica, las ventas minoristas han registrado una moderación en su evolución en los primeros meses de 2007. En concreto, las ventas se mantuvieron planas en enero mientras en febrero repuntaron tan sólo un +0,1%. Esta floja evolución, parece haber tenido una causa inesperada pero perfectamente identificable: la mala situación meteorológica durante el mes de febrero más frío desde 1994. Según se desprende de estas observaciones, ha sido el mal tiempo el que ha mantenido a los consumidores en sus casas y no se trata más que de un factor coyuntural. En este escenario, el sector que aparentemente ha resultado más perjudicado parece haber sido el textil, con unas reducciones en sus ventas de febrero bastante considerables. Con todo, y a pesar de esta aparentemente pobre evolución, se estima que el consumo personal habrá crecido en torno al +3,2% en este primer trimestre (vs. +4,2% en 4T'06), que aunque esta ligeramente por debajo de la media desde el año 1990 situada en +3,3%, no es un crecimiento desdeñable.

... ha sido el mal tiempo el que ha mantenido a los consumidores en sus casas y no se trata más que de un factor coyuntural

Cuadro 2.1.4.- Confianza del consumidor y vtas minoristas



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

... una moderación en el crecimiento del consumo repercutirá favorablemente en la evolución de una inflación...

Por el contrario, el gobernador de la Fed, Ben Bernanke, asegura que una moderación en el crecimiento del consumo repercutirá favorablemente en la evolución de una inflación que, en el momento actual, se encuentra por encima del nivel

de confortabilidad. Se espera además que a lo largo del año el consumo recupere poco a poco el ritmo de crecimiento.

Cuadro 2.1.5.- Evolución de la confianza del consumidor

Confianza del Consumidor (Base 100=1985)						
	mar-07	feb-07	ene-07	dic-06	nov-06	oct-06
Indice	107,2	111,2	110,2	110,0	105,3	105,1
Sit Presente	137,6	137,1	133,9	130,5	125,4	125,1
Expectativas	86,9	93,8	94,4	96,3	91,9	91,9
Viviendas	3,2	3,4	3,3	2,9	3,2	3,1
Autos	5,2	5,5	6,3	5,4	5,2	6,2
Electrodoméstic	31,2	32,1	29,6	27,8	29,8	28,5
Dificultad emp.	19,1	17,9	19,7	21,3	22,1	21,8

Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

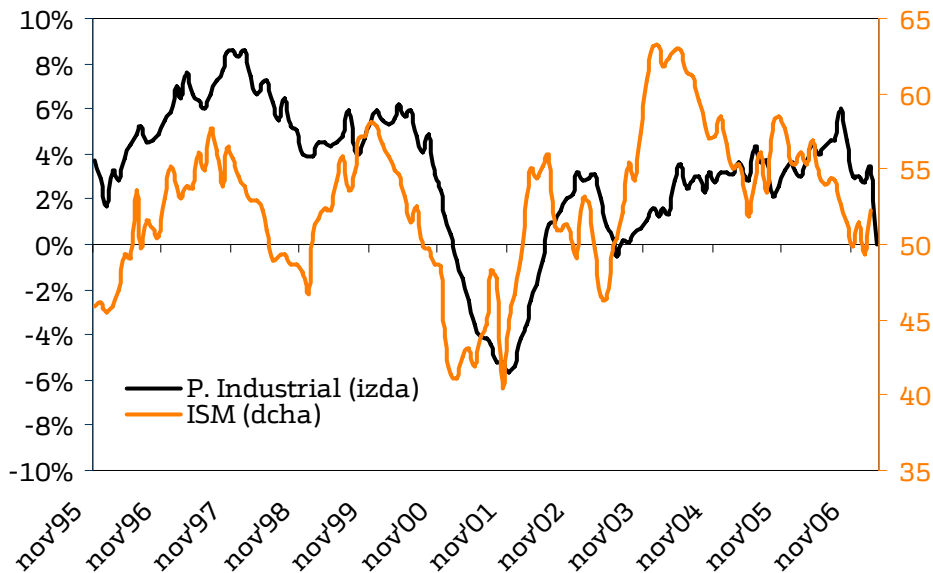
Buena muestra de estas tendencias es la evolución de la confianza del consumidor, que se erige como uno de los indicadores que nos adelantan con más claridad la tendencia del sentimiento económico y por lo tanto es muy seguido por el mundo financiero y se tiene en consideración a la hora de la toma de decisiones de calado como pueden ser las de inversión.

Durante el conjunto de 2006, la inversión empresarial se incrementó un 6,75%...

2.1.2.- Inversión y producción industrial

Durante el conjunto de 2006, la **inversión empresarial** se incrementó un 6,75%, lo que supuso un sólido avance desde el 5,5% de 2005. El notable incremento de los beneficios empresariales a lo largo de todo el 2006, el descenso de los precios de los bienes de equipo y la asequible financiación disponible fomentaron la buena marcha de la inversión en el conjunto del año.

Cuadro 2.1.6. - Confianza empresarial (ISM) y producción industrial en EE.UU.



...en el tercer trimestre se apreció un decremento de la inversión en general...

Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

Desglosando el crecimiento de las modalidades de inversión, hemos podido observar cómo la inversión en equipos de alta tecnología se incrementó un 9%, la inversión en equipos de transporte se mantuvo plana y el resto de la inversión, que supone casi el 50% del total, se incrementó del orden de un 5,5% durante los tres primeros trimestres. Ya en el tercero, se apreció un decremento de la inversión en general, particularmente más notable en los sectores suministradores de equipos relacionados con la construcción y con el sector del automóvil.

Anticipando los movimientos de la inversión, los **inventarios empresariales** permanecieron durante todo el año en niveles cómodos con la única excepción de los sectores inmobiliarios y del automóvil que, a mitad de año mostraban unos repuntes notables. Ya a principios de 2007 los inventarios en general han alcanzado niveles elevados en otros sectores, lo que inevitablemente ha llevado a recortes tanto en la inversión como en la producción. Testigo de ello ha sido el dato de **pedidos de bienes duraderos** de febrero, que en su componente que excluye el transporte se ha reducido un -0,1% tras el brusco recorte en enero de -4,0%. Esta severa caída, y su posterior evolución negativa tienen como causa directa la incertidumbre en torno a la situación económica del país, que provoca un incremento del celo y la precaución entre los empresarios.

... a principios de 2007 los inventarios en general han alcanzado niveles elevados....

Cuadro 2.1.7. – Pedidos de bienes duraderos

Pedidos de Bienes Duraderos.						
	feb-07	ene-07	dic-06	nov-06	oct-06	sep-06
m/m	2,5%	-9,3%	3,5%	2,2%	-8,1%	8,7%
a/a	0,0%	1,1%	2,9%	0,4%	0,4%	2,6%
Ex-transporte	-0,1%	-4,0%	3,2%	-0,9%	-1,8%	0,5%
Ex-defensa	2,5%	-9,1%	4,7%	0,8%	-6,4%	7,3%
Nuevos pedidos por sectores (a/a)						
	feb-07	ene-07	dic-06	nov-06	oct-06	sep-06
Bs Equipo	1,9%	4,5%	4,4%	-2,1%	7,8%	44,7%
Maquinaria	3,2%	-4,1%	9,0%	3,9%	16,1%	14,7%
Ordenadores	0,4%	2,0%	-11,4%	-0,4%	-22,5%	1,1%
Electrónica	1,3%	4,6%	1,2%	3,6%	5,2%	1,3%
Transporte	9,6%	-20,8%	4,0%	9,9%	-20,7%	30,0%

Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

... en febrero hemos asistido a nuevos repuntes de la producción industrial que podrían estar anticipando una paulatina recuperación.

Por último, y no por ello menos importante, mirando hacia atrás y comprobando la marcha de la **producción industrial**, observamos otro de los indicadores que sintomáticamente pueden anticiparnos la evolución a corto plazo de la economía norteamericana. En línea con lo que más tarde fue el comportamiento de la inversión y de los inventarios empresariales, durante la mayor parte del año, la producción creció con solidez. Tan sólo a partir del tercer trimestre, los descensos de producción del sector inmobiliario impulsaron levemente a la baja y, ya en enero, los recortes de producción de automóviles llevaron a una suave reducción de la producción (-0,3%).

Aún en una situación de incertidumbre en torno a la evolución del sector inmobiliario, en febrero hemos asistido a nuevos repuntes de la producción industrial que podrían estar anticipando una paulatina recuperación tanto del propio crecimiento de la producción como de la inversión, de manera más paulatina y moderada en el caso de esta segunda. Apoyando estas expectativas, estamos viendo una aparente disminución de los niveles de inventarios que podrían ser la señal para retomar la senda del crecimiento y ya por último, estamos observando algunos indicadores como el de Gerentes de compras de Chicago que comienzan a mostrar una mejora de las perspectivas de la evolución empresarial.

Cuadro 2.1.8. - Producción industrial y ut. cap. productiva.

Prod. Industrial y Ut. de Capacidad Productiva						
	feb-07	ene-07	dic-06	nov-06	oct-06	sep-06
Indice	113,1	112,1	112,4	111,5	112,0	112,2
m/m	1,0%	-0,3%	0,8%	-0,4%	-0,2%	-0,3%
a/a	3,4%	2,7%	3,0%	3,0%	4,6%	6,0%
Utilización Cap.	82,0%	81,4%	81,7%	81,3%	81,7%	82,0%

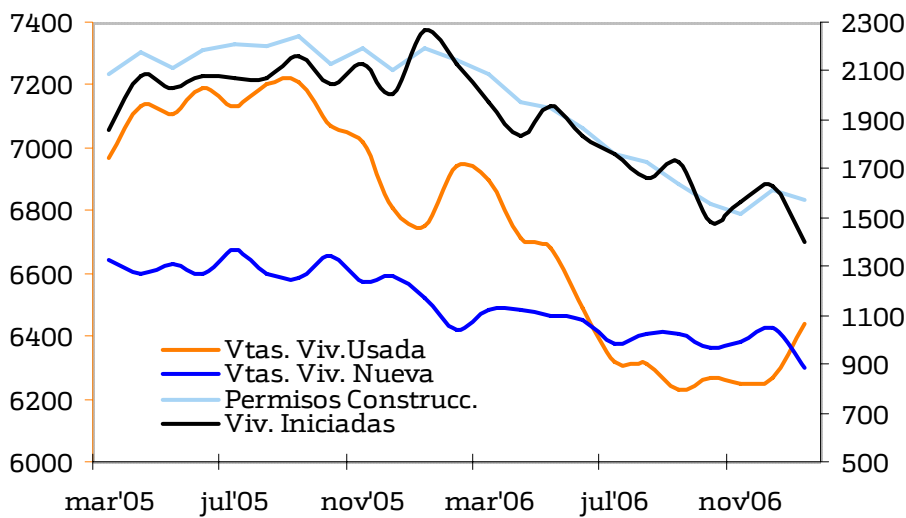
Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

... estamos viendo una aparente disminución de los niveles de inventarios que podrían ser la señal para retomar la senda del crecimiento....

2.1.3.- El mercado inmobiliario

El sector inmobiliario se ha encaramado y al estrellato en el mundo de los informes macroeconómicos. Probablemente se trate, a día de hoy, del tema más recurrente en las tertulias en torno a la situación del crecimiento económico estadounidense y hay que reconocer que ha ganado su posición a pulso.

Cuadro 2.1.9. - Actividad inmobiliaria.

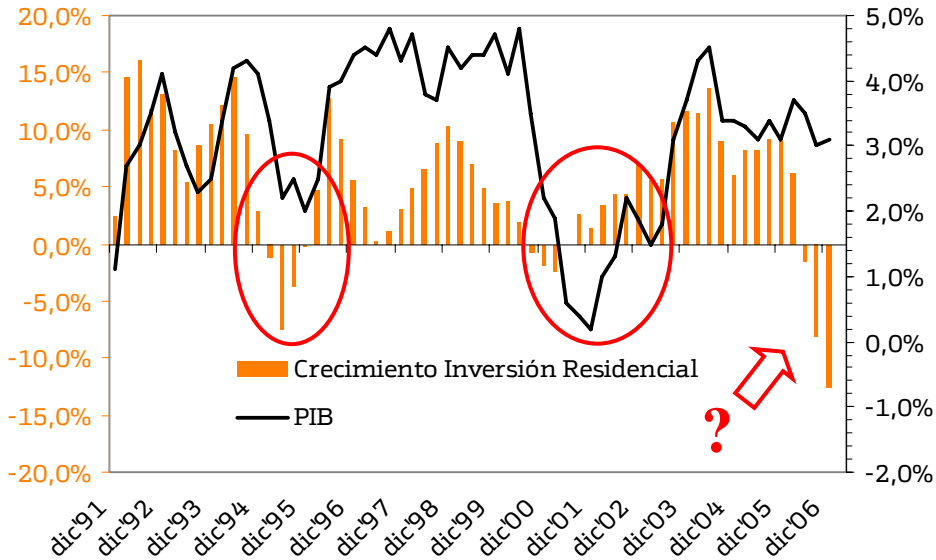


Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

... ha sido a mediados de 2006 el momento en que todas las alarmas comenzaron a sonar....

Tras varios años de fuerte y continuada expansión de la actividad inmobiliaria, a mediados de 2005 el sector comenzó a percibir los primeros síntomas de desaceleración. Sin embargo, ha sido a mediados de 2006 el momento en que todas las alarmas comenzaron a sonar al comprobar que las ventas de viviendas, tanto usadas como de nueva construcción, retrocedían un -15% desde sus máximos.

Cuadro 2.1.10.- PIB vs. Crecimiento de la Inversión Residencial



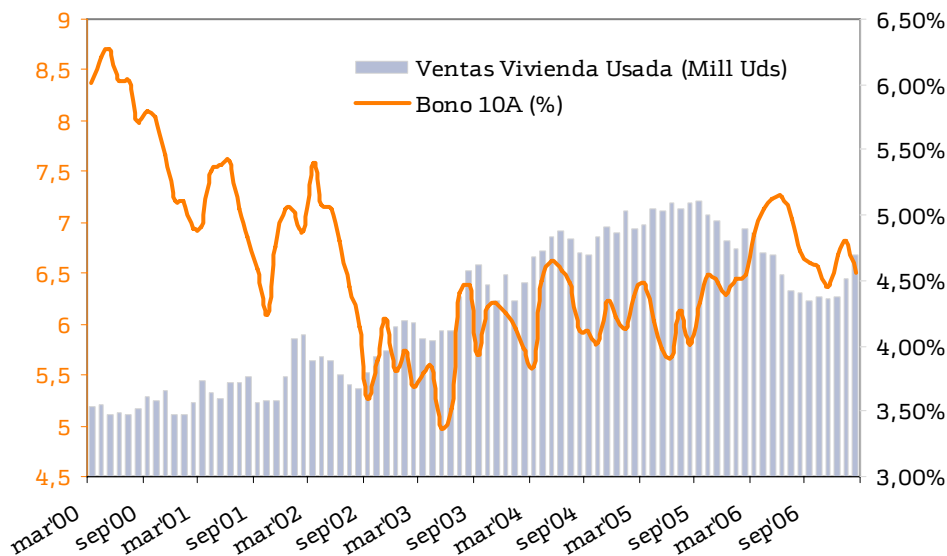
Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

... la influencia de la inmobiliaria se extiende, en cierta medida, al nivel del consumo personal.

El motivo de la preocupación venía por la particular interrelación o influencia entre la situación inmobiliaria y la economía del país. Esta relación, se establece por dos cauces:

Por una parte, ejerce la influencia natural de un sector productivo que, sin llegar a ser extremadamente influyente, tiene considerable peso.

Cuadro 2.1.11.- Evolución del bono a 10 años americano y las ventas de casas en EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

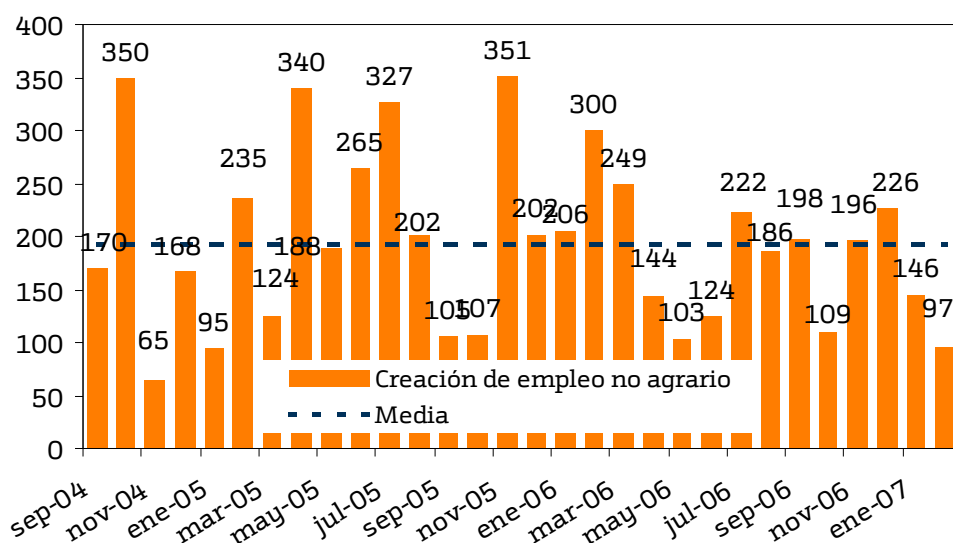
... según el propio Bernanke, es el primer causante de la ralentización de la economía estadounidense.

Por otra, tenemos la utilización de los activos inmobiliarios por parte de las economías domésticas como inversión e incluso como fuente de ingresos adicionales. Esta última práctica consiste en el aprovechamiento de la revalorización de los activos inmobiliarios y los bajos tipos de interés para, a través de una refinanciación obtener liquidez para gastos eventuales. De este modo, la influencia de la inmobiliaria se extiende, en cierta medida, al nivel del consumo personal.

Desde mediados de 2006, el sector ha continuado mostrando una negativa evolución. Primero en ventas, luego en precios de las viviendas y finalmente en la inversión en equipos de construcción y en peticiones de licencias y en la propia construcción. Lo que en un inicio se trataba de un reajuste en el sector, hoy por hoy se ha convertido en una "corrección sustancial" que, según el propio Bernanke, es el primer causante de la ralentización de la economía estadounidense. Lo peor de todo es que, también según el presidente de la Fed, a corto plazo continúa la incertidumbre en el sector. Por si esto fuera poco, ha aflorado recientemente un incremento de la mora en casos de créditos hipotecarios de baja calidad crediticia e incluso alguna financiera especializada en ellos ha dado suspensión de pagos. Curiosamente, el detonante de estos casos de mora ha sido el hecho de que, al no continuar incrementándose el precio de las viviendas, los deudores no tenían la posibilidad de refinanciarse, lo que en algunos casos habría evitado problemas mayores.

Este reajuste afectará moderadamente al crecimiento de los dos primeros trimestres de 2007 y con menor intensidad también al 3T'07

Cuadro 2.1.12.- Creación mensual de empleo en EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

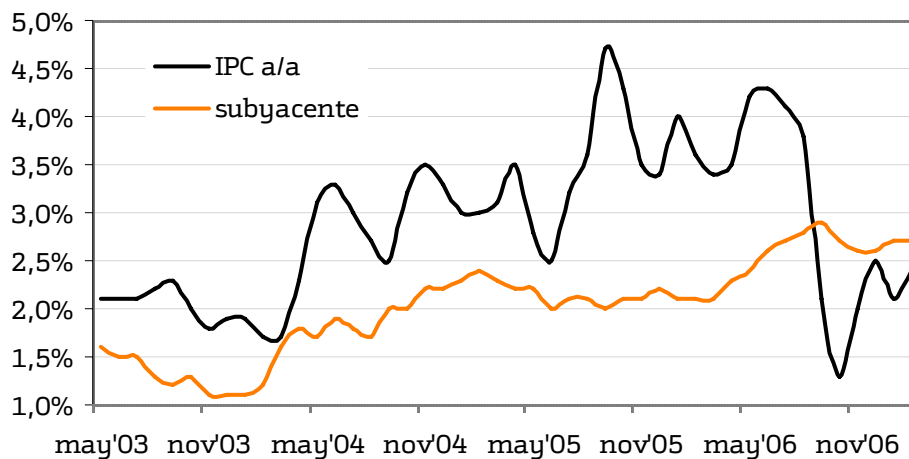
La percepción actual es que el reajuste del mercado inmobiliario llevará finalmente más tiempo de lo esperado y que este reajuste afectará moderadamente al crecimiento de los dos primeros trimestres de 2007 y con menor intensidad también al 3T'07. Adicionalmente, no percibimos elevados riesgos en el sector hipotecario, al menos a c/p, mientras el mercado laboral siga manteniéndose sólido. Y es que lógicamente, la mayor parte de los núcleos familiares consideran que la vivienda es el segundo gasto más importante después de la propia alimentación. En una situación en la que obtener trabajo es realmente fácil se antoja complicado que los ratios de mora se incrementen.

2.1.4.- Inflación

A pesar del ruido provocado por el mercado hipotecario, la Reserva Federal norteamericana sigue considerando que el primer riesgo a controlar es la inflación. A lo largo del último año, la inflación en su componente general se ha ido desacelerando ligeramente como resultado de una moderación significativa de los precios de la energía. Esta moderación cuantificada por el índice de precios de consumo (CPI) ha situado el incremento interanual en torno al 2,4% en febrero.

La tasa subyacente se esta incrementando, alcanzando ya niveles calificados por parte de la Fed como "incómodamente elevados"

Cuadro 2.1.13. - IPC y Subyacente



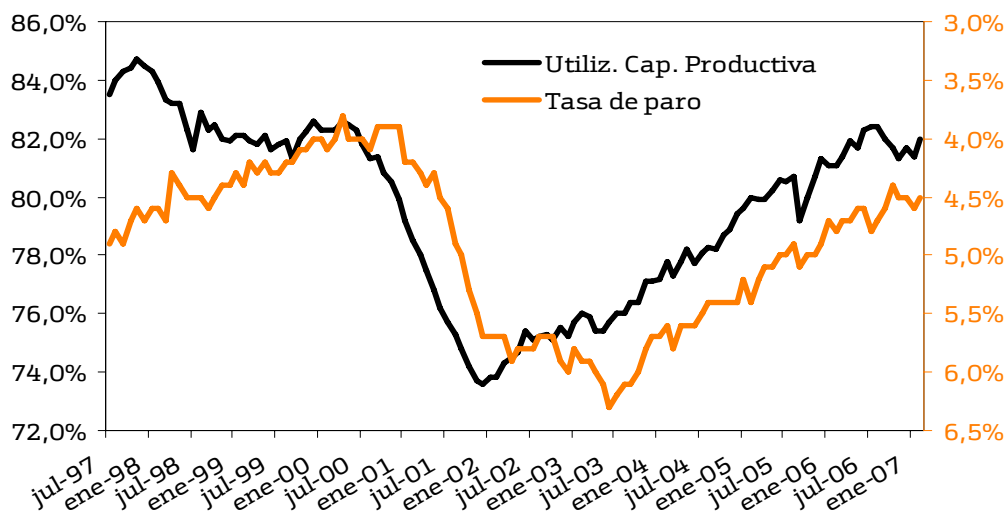
Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

Incluso con una reciente evolución negativa de la tasa subyacente, las expectativas de que esta se modere conforme evoluciona el año no se han desechado. Por ello, no esta de más enumerar los riesgos inflacionistas que continúan muy vigentes.

Por una parte tenemos el precio de la energía. A pesar de que su precio se excluye directamente del cálculo de la tasa subyacente, los efectos que el precio del petróleo tiene sobre los costes de producción del resto de los bienes de consumo no es desdeñable. Los precios medios del crudo estos últimos meses no han sido tan elevados como durante buena parte de 2006, lo que además de repercutir positivamente en el consumo al proporcionar al consumidor final algo de liquidez, redujo ligeramente el nivel de precios. A día de hoy es evidente que las situaciones de tensión en Oriente Medio y su automática repercusión en el precio son dignas de tener en cuenta. A priori, dados los altos niveles a los que nos encontramos, es bastante razonable pensar que la tasa de inflación no se verá reducida el próximo mes.

Es razonable pensar que la tasa de inflación no se verá reducida el próximo mes.

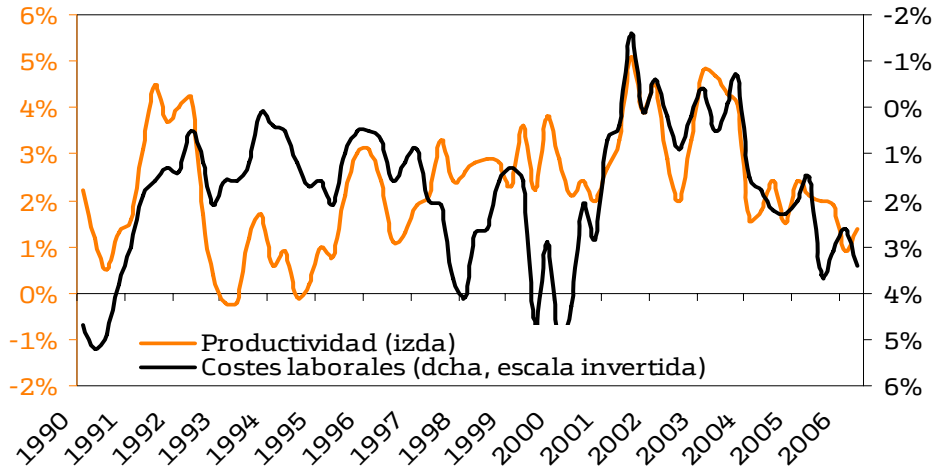
Cuadro 2.1.14.- Ut. Cap. Productiva vs. Tasa de paro



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

Por otra parte tenemos la evolución salarial. Un incremento de los salarios que pueda incentivar el consumo, incentivará como efecto secundario a la inflación. En una situación en que el mercado laboral se encuentra tensionado, con empresas que aseguran tener problemas para conseguir mano de obra cualificada, y observando los elevados niveles de utilización de la capacidad productiva, parece inevitable que la evolución positiva de los salarios se mantenga. A pesar de ello, estos incrementos podrían verse compensados por un incremento de la productividad o podrían ser absorbidos temporalmente por un estrechamiento de los márgenes empresariales.

Cuadro 2.1.15.- Productividad y costes laborales en EE.UU.



La evolución de los salarios es determinante para el consumo.

Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

Esta inesperada situación de inflación "incómodamente alta" no es la apropiada, según Bernanke, para alcanzar un nivel sostenible de crecimiento junto con una estabilidad de los precios, lo que provocará previsiblemente un aplazamiento en la esperada reducción de tipos de intervención estadounidenses.

2.2.- Europa.

El ritmo de crecimiento económico con el que la Eurozona ha logrado cerrar 2006 ha demostrado ser más sólido de lo que se venía descontando. **PIB 4T'06 +3,3%** vs 2,7%, lo que ha supuesto en 2006 un crecimiento interanual de +2,8% vs +1,5% en 2005. Esto no deja de ser positivo en un marco en que el crecimiento de la economía mundial se encuentra en una situación más balanceada entre regiones, aunque en fase de moderación.

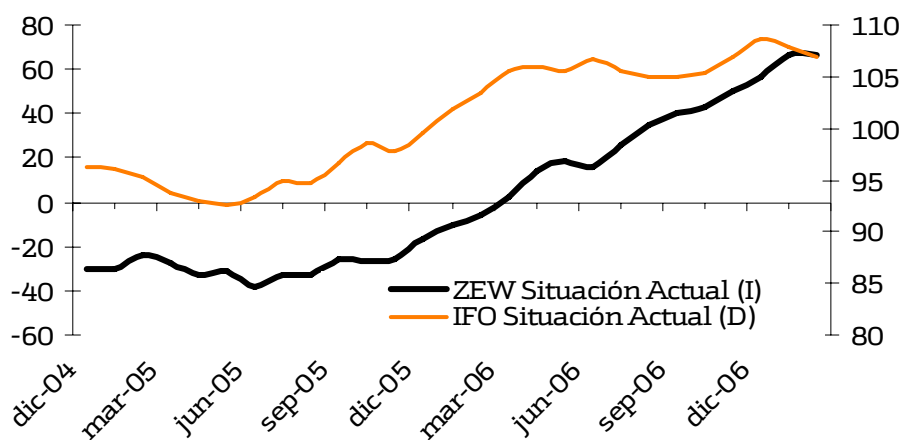
El crecimiento económico en Europa cerró un excelente 2006.

Echando un vistazo a sus componentes, podemos observar que en el 4T'06 el **impulso más intenso vino proporcionado por el repunte de la inversión** (+4,8% vs +3,9% ant.) y en menor medida por el incremento del consumo de los hogares (+2,1% vs +1,7% ant.). En conjunto, el crecimiento de la demanda doméstica se situó en +2,3%, lo que pese a la recuperación, no supone un incremento demasiado elevado

El incremento de la demanda interna se sustenta más en la inversión que en el consumo privado.

La fortaleza mostrada en el final del ejercicio 2006 nos permite ser **moderadamente optimistas de cara a los próximos trimestres**. Aunque el arranque de 2007 pudiera ser algo más débil de lo esperado, (sobre todo debido a factores coyunturales como los incrementos impositivos en Alemania) cabe pensar que el escenario se puede ver reforzado de cara al segundo y siguientes trimestres. Las bases parecen sólidas, sobre todo por la **evolución de los datos de empleo**, que continúan, a nivel agregado, en una senda netamente positiva.

Cuadro 2.2.1.- Evolución indicadores de confianza sobre situación actual UEM.



2007 comienza con buenas perspectivas

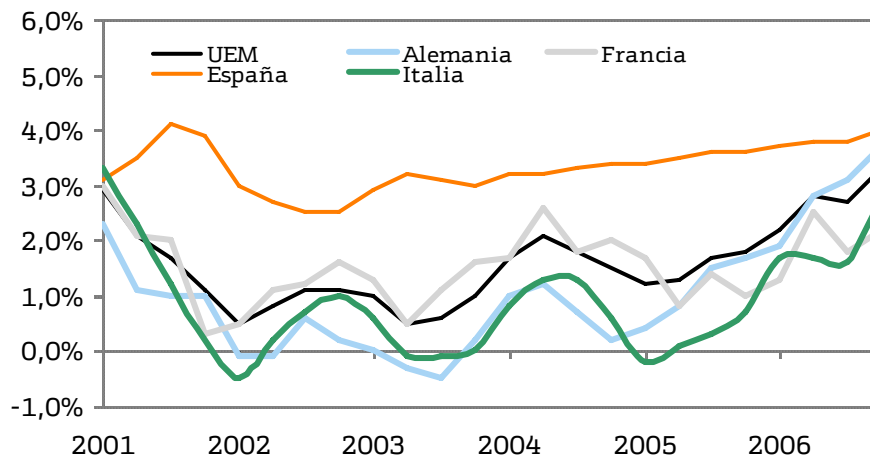
Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

Los **indicadores de confianza en la Eurozona continúan mostrándose positivos**, tanto sobre la **situación actual** como sobre las **expectativas a seis meses vista**. El IFO sigue ofreciendo cifras cada vez mejores. Es un buen indicador de referencia para ver por dónde puede ir la evolución del crecimiento económico alemán, por lo que podemos mantener un tono relativamente optimista en este sentido, tanto para Alemania como para el conjunto de la Unión.

Según el BCE, **la economía europea continuará manteniéndose con un saldo de crecimiento favorable en los próximos trimestres**. Tanto la evolución de la demanda doméstica como de las exportaciones continuarán apoyando el crecimiento del PIB, confirmando la amplitud e intensidad de la actual fase de expansiva. Consistentemente con ello, las proyecciones de la autoridad monetaria se sitúan dentro de un rango +2,1%/+2,9% para el crecimiento del PIB en 2007 y entre +1,9%/+2,9% para 2008.

El BCE muestra confianza en la evolución del crecimiento en la UEM.

Cuadro 2.2.2.- Evolución PIBs principales economías UEM.



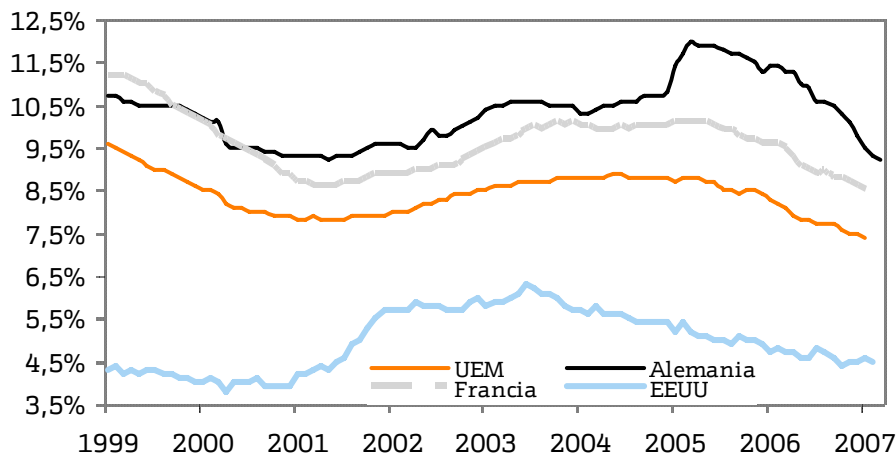
Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

De cara a los próximos trimestres deberemos seguir observando con **especial detalle lo que acontezca al otro lado del Atlántico**. Considerando la importancia que tendrá para las cifras de crecimiento europeo la evolución de las exportaciones, será importante observar en detalle la evolución del consumo en EEUU. Si finalmente las situaciones derivadas del incremento de los impagos en las hipotecas *sub-prime* terminan por impactar de forma negativa y relevante en el consumo privado estadounidense, habrá que tomar en consideración que ello podría detraer algún punto de crecimiento económico de la zona Euro.

La situación algo más incierta en EEUU podría ralentizar las exportaciones de la UEM.

Las perspectivas sobre la evolución de la **demanda interna** de cara a los próximos periodos, creemos que presentan algunos elementos que invitan a ser más bien optimistas. Entre los más destacables se encuentra la evolución de las tasas de paro en la UEM, que continúan mostrando una progresión positiva, especialmente en Alemania. **El fuerte ritmo de crecimiento económico alcanzado en el 4T'06 ha permitido a la economía germana profundizar en la reducción de la tasa de paro hasta situarla en el entorno del 9,2%.** Es especialmente significativo observar cómo en apenas un año y medio se ha reducido en más de dos puntos porcentuales el nivel de desempleo, tras el récord que se alcanzó a mediados de 2005.

Cuadro 2.2.3.- Evolución de las tasas de paro en la Eurozona.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

Respecto a la inflación, el BCE **mantiene la expectativa de que las presiones de medio plazo continúen existiendo durante el año 2007.** Según sus últimas estimaciones prevé que el IPC se sitúe en la UEM entre +1,5% y +2,1% en la UEM y entre +1,4% y +2,6% en 2008. Los motivos de preocupación sobre la evolución de esta variable a medio plazo son los ya conocidos, expansión de la liquidez y riesgo alcista de los precios del crudo.

Siguen existiendo presiones inflacionistas que permitirán al BCE elevar los tipos al menos hasta el 4%.

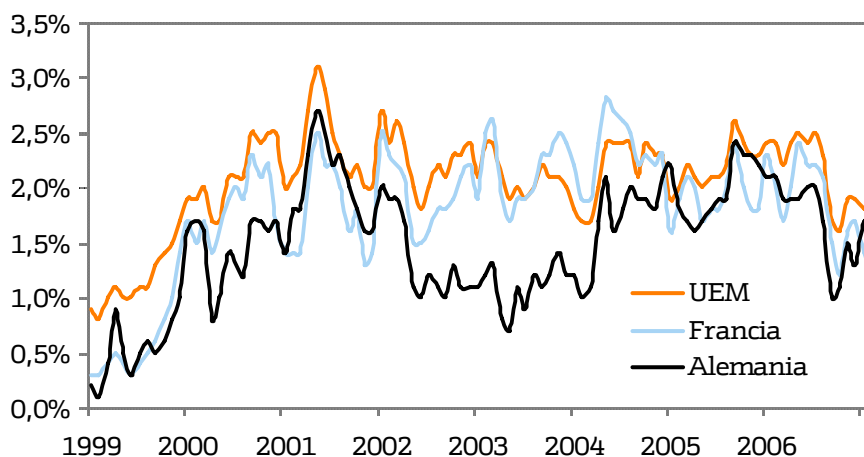
Respecto al **impacto de la expansión de la liquidez sobre los incrementos de precios,** creemos que convendría desarrollar algo más. Adicionalmente al ya conocido elevado ritmo de crecimiento de la M3 en los últimos años, podríamos profundizar en el análisis de la composición de la misma en función de qué entidades son las tenedoras de los activos representativos de esta liquidez. Si realizamos este análisis, podemos observar cómo la contribución a la aceleración de la

M3 viene realizada por intermediarios financieros no bancarios, dedicados a actividades de financiación no convencionales. Ésta ha sido la partida que de forma más creciente ha contribuido al incremento de la masa monetaria en circulación.

Desde un punto de vista macroeconómico **podría resultar sorprendente ver cómo se ha conseguido mantener la inflación a raya ante los elevados ritmos de aumento de la masa monetaria** que continuamos observando (+10% feb.) Aparte de la *importación de deflación* provocada en los últimos años por la mayor apertura al comercio exterior de la UEM, otro motivo que creemos ha propiciado que este fenómeno sea posible es, como demuestran Bordes y Clerc³, que la relación entre inflación y masa monetaria (entendida ésta como M3) ha variado en los últimos años, en base a cambios en la velocidad de circulación del dinero. Consecuentemente, desde la perspectiva del BCE, el incremento de la M3 que se viene observando no debería suponer en realidad un elevado riesgo inflacionista. Estos aumentos son consecuencia de la parte de la actividad financiera relacionada con la financiación de activos, que **no repercute de una forma directa ni inmediata en aumentos de igual envergadura sobre las transacciones de bienes y servicios**. Los incrementos de precios de éstos últimos sí son recogidos por los indicadores de inflación habitualmente utilizados.

La evolución de la liquidez sigue estando entre los factores inflacionistas que preocupan al BCE...

Cuadro 2.2.4.- Inflación en la Eurozona 2000/06.



... aunque la historia reciente demuestra cierta desvinculación entre ambas variables.

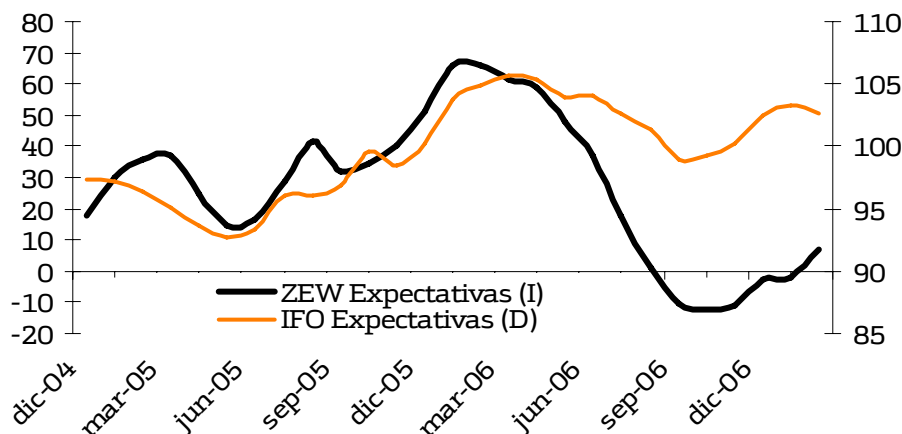
Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

³ Christian Bordes y Laurent Clerc: Is there a structural break in equilibrium velocity in the Euro area?. Banque de France.

Respecto al **resto de factores vinculados a los incrementos de precios**, el principal riesgo en el horizonte es una nueva escalada de los precios del crudo. Los últimos **incrementos del riesgo geoestratégico vividos en Irán** están provocando el encarecimiento del barril, que podría mantenerse en los próximos meses en la parte alta del rango 60/65 \$/B, impulsando en parte las tensiones inflacionistas.

Los próximos datos de IPC que se vayan publicando recogerán **asimismo el impacto de las subidas de la imposición indirecta** en algunos países de la UEM, pero, si el crudo lo permite, esperamos que este sea un efecto coyuntural.

Cuadro 2.2.5.- Evolución ZEW sobre la UEM e IFO Expectativas.



Alemania continúa creciendo y reduciendo su tasa de paro.

Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

Alemania ha situado su nivel de crecimiento económico en 4T'06 en niveles de +3,7% (vs +3,1% ant), superando de este modo el promedio de la UEM. Si lo desglosamos por componentes, el consumo ha crecido a una tasa de +1,8% vs +0,7%, lo que ha supuesto un notable impulso, que sin duda debería ir a más en los próximos trimestres, tras sobrepasar el lastre que ha supuesto para el consumo privado en incremento del IVA en el mes de enero, y que ha supuesto una caída en las ventas minoristas de un 10% en enero. No obstante, como la tasa de paro (+9,2% vs +9,5% ant.) ha continuado mostrando una buena evolución, las perspectivas futuras para el consumo en el país parecen sólidamente respaldadas, y probablemente esto se deje notar durante 1T'07. No obstante, el principal impulso al crecimiento alemán ha venido, un trimestre más, por el lado del sector exterior, con las exportaciones creciendo a un ritmo de +16,7% (vs +11,4% ant.). La inversión también ha añadido una aportación positiva en 4T'06, +7,2%, aunque algo inferior a la del anterior trimestre (+7,8%).

Las exportaciones y, en menor medida, la inversión son los puntales del crecimiento germano.

Francia, afronta sus elecciones presidenciales ofreciendo en lo económico cifras de crecimiento más modestas que su vecino nororiental, pero también muestra una evolución positiva. La tasa de crecimiento del PIB 4T'06 ha repuntado hasta situarse en +2,2% vs +1,8% ant. El sector exterior ha mantenido más o menos estable su aportación al crecimiento, mientras que la inversión ha repuntado +3,5% vs +3,0% ant. El consumo doméstico muestra algo más de debilidad que en trimestres anteriores, repuntando +2,6% vs +2,8% ant. La aportación del sector exterior francés debería verse beneficiada en sucesivos trimestres de la vuelta al crecimiento de Alemania, que es uno de los principales países receptores de exportaciones de origen francés. La tasa de paro en el país galo se ha reducido hasta situarse en el 8,5% s/población activa, registrando una caída desde el 8,6% ant.

Francia afronta las presidenciales con la economía ganando momento.

Los dos principales indicadores adelantados de la economía francesa también muestran una evolución favorable, manteniendo la tendencia de los últimos meses y en línea con los del resto de la Eurozona: Confianza del consumidor -23 vs -24 ant. y confianza empresarial +109 vs +108 ant.

La situación en **Italia** es también algo más positiva que en anteriores trimestres. El PIB ha ofrecido unas tasas de crecimiento más robustas (+2,8% vs +1,6% ant.). La tónica general del resto de la Eurozona en cuanto a la positiva evolución del empleo, se hace extensiva también al país transalpino, que registra una caída de la tasa de paro del 0,2%, hasta situarse en +6,5% s/población activa.

Italia también parece que recupera fortaleza de forma progresiva.

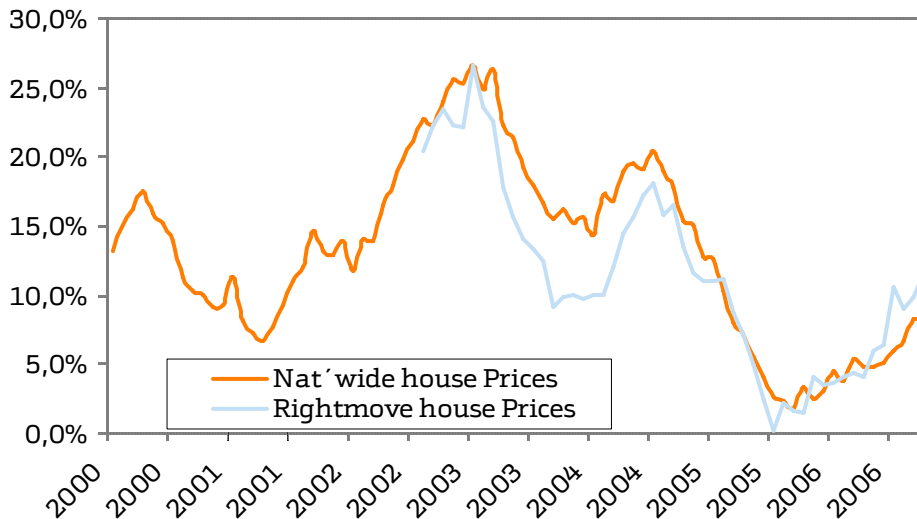
El crecimiento del **PIB británico permanece en una tónica positiva**, con crecimientos de +3,0% en 4T'06 vs +2,9% ant. La fortaleza de la inversión empresarial es asimismo creciente (+8,1% vs +5,9% ant). En parte, este repunte es fruto de la evolución de las inversiones en el sector energético, particularmente en gas y petróleo. En cuanto al consumo, la caída de -1,8% en las ventas minoristas de enero parece que, a juzgar por otros indicadores podría no pasar de ser un hecho puntual.

El Reino Unido continúa mostrando robustez, pero los indicadores de consumo parecen flojear.

Por lo que respecta al sector inmobiliario, continúa habiendo signos de ralentización. Pese a las subidas en precios de los inmuebles a finales de 2006, el indicador de precios de los alquileres ha registrado una caída en el dato de febrero, hasta situarse en +2,6% (vs +3,6% ant.). Adicionalmente, otros indicadores sobre el sector no apuntan hacia mayor fortaleza tras el final de 2006.

El sector inmobiliario ofrece algunos síntomas de decadencia...

Cuadro 2.2.6.- Evolución de dos indicadores de precios de inmuebles en Reino Unido. .



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

El nivel de empleo de la economía británica no ha experimentado apenas variación, pese a la **inapreciable caída de la tasa de paro**. Los riesgos al alza en los incrementos salariales parecen haber disminuido notablemente, aunque los riesgos de que veamos nuevas subidas de precios permanecen, porque el nivel de ocupación de la capacidad productiva permanece elevado, ya que continúa por encima del 80%. El BoE percibe estos riesgos, y continúa vigilándolos de cerca, como lo ha manifestado en sus informes recientes. Asimismo, **la reciente depreciación de la libra** frente al dólar y frente al euro, provoca que el impacto de las últimas subidas del crudo sobre los precios del Reino Unido pueda ser más intenso de lo esperado.

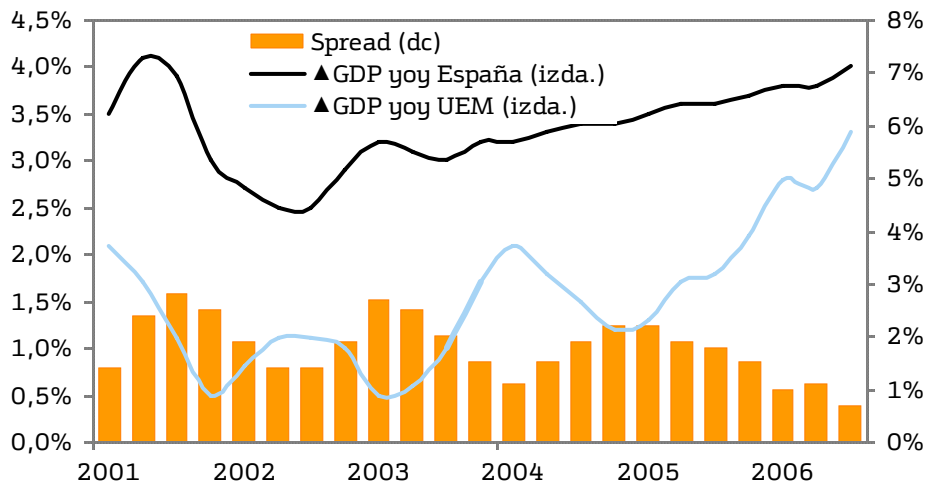
El empleo tiende a la estabilización.

2.3.- España.

El PIB español continúa mostrándose muy robusto. El dato de 2006 +3,9% vs +3,7% ant, supone el cuarto año consecutivo en el que el ritmo de crecimiento económico de nuestro país se sitúa por encima del 3% a/a. El diferencial frente a la Eurozona se sitúa así en +110 p.b., a favor de España. Si consideramos el último dato anualizado, este diferencial sería únicamente de +70 p.b..

La economía española presenta un nivel de crecimiento extraordinariamente robusto y continuado.

Cuadro 2.3.1.- Diferencial de crecimiento del PIB entre España y la UEM.



Aunque el buen desempeño en la Eurozona reduce el diferencial. .

Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt. Datos anualizados.

El consumo doméstico se mantiene fuerte, +3,7% a/a vs +4,2% ant., aunque parece acusar en alguna medida el impacto de las subidas de tipos de interés del BCE, si lo comparamos con las cifras registradas en 2005.

La aportación del sector exterior continúa siendo negativa.

La inversión sigue mostrando su mejor cara, creciendo a un respetable +6,3%, mejorando además su composición. La inversión en bienes de equipo ha crecido a un +9,7% a/a, (vs 8,6% ant) mientras que en construcción ha repuntado más levemente +5,9% vs +5,8% ant.

Con todo ello, la demanda nacional aportó en 2006 +4,9% al crecimiento económico.

Una vez más, la aportación negativa vino del lado del sector exterior, (-1,0%), que se redujo en comparación con el trimestre anterior (-1,1%). Pese a todo, su aportación fue más

negativa que en 2005 (-0,8%). Esto se debió a que las importaciones se aceleraron hasta alcanzar un ritmo de incremento de +8,8%, con más intensidad en importaciones de servicios (+9,8%) que de bienes (+8,6%). Por lo que respecta a **las exportaciones, se aceleraron** hasta crecer +7,3% a/a, sobre todo a consecuencia del +11,4% que crecieron las exportaciones de servicios.

El **mercado de trabajo continúa creciendo a un ritmo de +3%** a/a. El mayor ritmo lo continúa mostrando el empleo generado en la construcción, que incrementa el número de trabajadores de su sector en +7,9%. El sector servicios crece +4,0% en número de empleos, mientras que son el sector primario y la industria los que muestran una peor evolución. En el caso del sector primario la caída del empleo es de -5,5%, mientras que la industria se mantiene estancada, con crecimientos de +0,5%.

La **productividad** creció en 4T'06 +1%, recuperándose ligeramente. Este repunte se debió principalmente al **crecimiento de la inversión en equipo**. No obstante, la parte menos positiva del dato es que esta mejoría se debe básicamente a la agricultura y la industria. Es decir, que mejora en los sectores donde el empleo crece menos.

Los **costes laborales unitarios** crecieron durante el 4T'06 a su mayor ritmo desde 2003: +2,8% a/a.

Por tanto, y considerando todas las variables, mantenemos nuestro **rango estimado para el crecimiento del PIB español en 2007 entre +3,3% y +3,7% a/a, y el aumento de IPC esperado en el rango 2,3% / 2,7% a/a.**

Los últimos **datos de inflación registrados muestran como se mantiene la tasa general algo por encima de la media europea**, por encima también del nivel objetivo del BCE, al situarse en +2,4%. La tasa subyacente, que excluye los elementos más volátiles, como la energía y los alimentos frescos, ofrece algunos datos menos confortables. Ha registrado incrementos hasta +2,8%.

Los precios de la hostelería son, de acuerdo con los últimos datos, los que experimentan una peor evolución, con subidas el último mes de +0,6%.

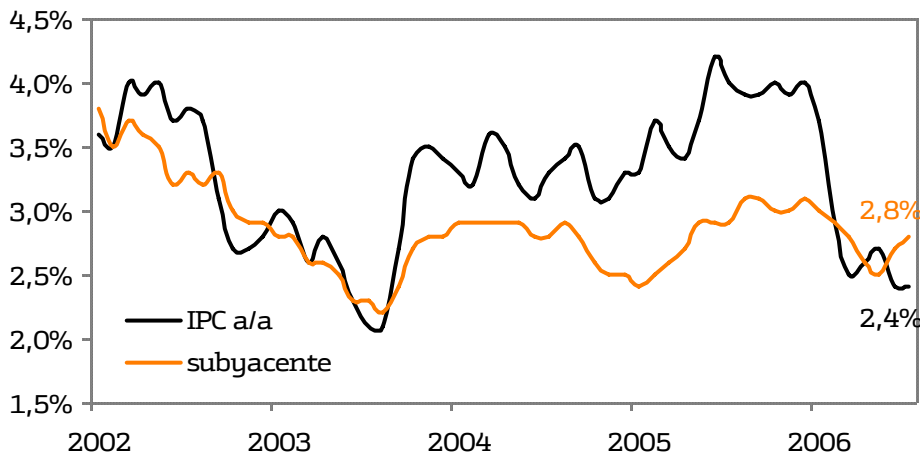
No obstante, en un contexto de medio plazo, la evolución de la inflación en España ha sido claramente a mejor, con evidentes recortes del diferencial frente a los países de la Eurozona, que ahora se sitúa en 60 p.b. En el medio plazo parece probable que los diferenciales se puedan mantener o incluso repuntar ligeramente, pero en todo caso no creemos que volvamos a ver en corto plazo diferenciales respecto a la

El mercado laboral sigue gozando de buena salud.

El crudo vuelve a ser un riesgo para la inflación. .

Eurozona tan elevados como en el pasado año... salvo que el incremento de los precios del crudo sea más intenso y sostenido de lo que descontamos ahora. Esto **podría ocurrir si la situación en Irán se deteriora hasta el extremo de que podamos ver el estallido de algún tipo de conflicto armado en el país.**

Cuadro 2.3.2.- IPC e IPC Subyacente en España.

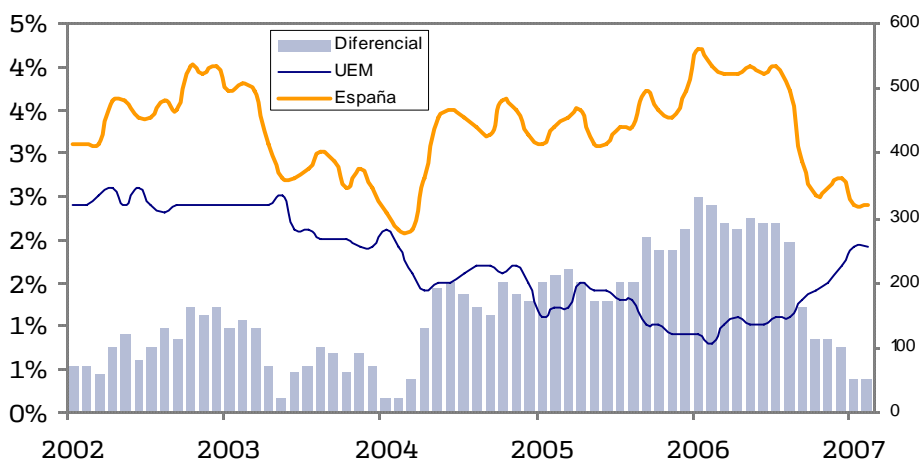


Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

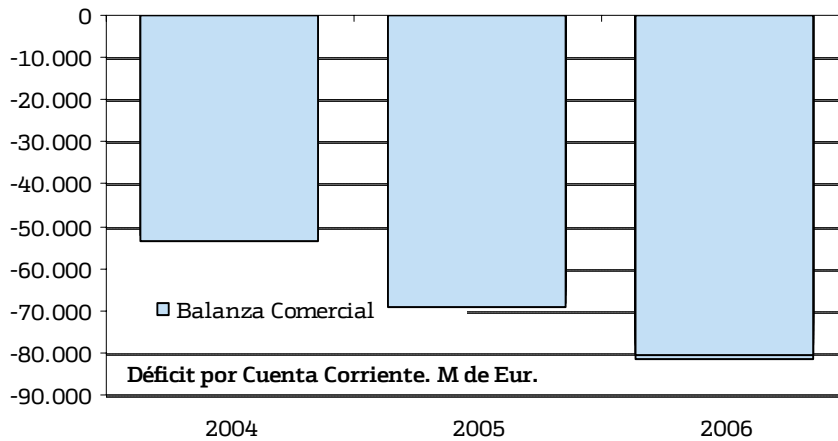
Como es habitual, esto impactaría con algo más de intensidad en los indicadores de precios españoles de lo que lo haría en el resto de países, debido a la mayor dependencia energética que, en comparación, tiene nuestro país respecto del crudo y sus derivados.

La subyacente es menos cómoda, pero el diferencial frente a la Eurozona se ve claramente reducido.

Cuadro 2.3.3.- Diferencial de IPC entre España y la UEM.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

Cuadro 2.3.4.- Situación de la Balanza de Pagos en España.

Datos elaborados por Bkt.

La situación del **déficit por cuenta corriente en España continúa siendo un elemento de preocupación**. En 2006 se incrementó el saldo negativo un +29,1%, llegando a superarse los 86.000 M Eur y situándose en el 8,81% del PIB. Esta cifra, considerada en un contexto global sólo es superada por Islandia, Nueva Zelanda y Portugal. La parte menos mala de esta situación es que el ritmo de crecimiento es algo inferior que el año pasado.

Analizando la composición por partidas, observamos **cómo la balanza de servicios se ha visto lastrada por la caída del saldo de turismo (-3,4%)**. Los ingresos turísticos se encuentran prácticamente parados, mientras que los pagos al exterior por este concepto crecen a ritmos próximos al 10%. El número de turistas que recibimos mantiene una evolución aceptable, pero el nivel de gasto por pernoctación disminuye, y este impacto es el predominante. La balanza de transferencias corrientes vio deteriorarse su saldo durante 2006 a un ritmo interanual de -67,6%. El incremento del mercado laboral español, basado en gran parte en la inmigración, acarrea un elevado pago de remesas que alcanzaron la cifra de 1.443 M Eur (un 0,15% s/PIB), y que es el motivo fundamental de este deterioro. La evolución de esta partida, previsiblemente continuará en la misma línea durante los próximos periodos.

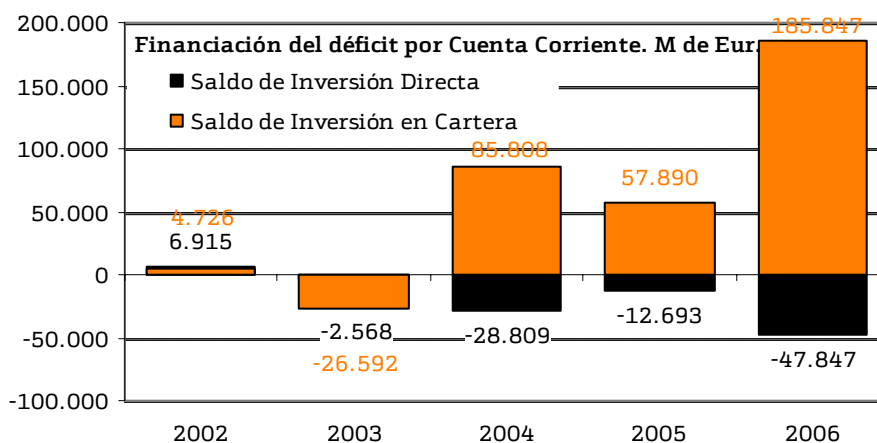
Como resultado de todo lo anterior, **la economía española incrementó su necesidad de financiación en 2006 hasta el entorno de los 80.000 M Eur**. Las entradas en concepto de inversiones en cartera (acciones, bonos y otros activos cotizados) han sido los vehículos de inversión en nuestro país que han acarreado mayor cantidad de financiación, situándose en 185.000 M Eur.

El déficit por cuenta corriente sigue siendo un elemento a considerar, cuya corrección podría provocar un ajuste.

El resto de partidas de la cuenta financiera mantienen también saldo negativo. Lo más destacable es que las inversiones directas recibidas no compensan la inversión española allende nuestras fronteras, arrojando un saldo negativo en el año por este concepto de 48.000 M Eur.

La inversión exterior continúa, no obstante, permitiendo financiar holgadamente el déficit corriente, aunque a través de inversiones de cartera, es decir, menos estables que las directas. Es necesario que la economía española mantenga su atractivo diferencial para los inversores externos de cara a poder mantener un nivel de entrada de capital que continúe cubriendo la necesidad de financiación.

Cuadro 2.3.5.- Financiación del déficit por Cuenta Corriente..



Aunque se sigue financiando muy cómodamente.

Datos elaborados por Bkt.

Este déficit es, en una parte muy importante, consecuencia de la forma en que España ha aprovechado una política monetaria laxa para el crecimiento económico. En este sentido, a medida que **la política monetaria se torna más restrictiva**, podrían aparecer riesgos porque los titulares del endeudamiento tan elevado que hemos visto durante los últimos años, deberán afrontar mayores cargas financieras. Esto podría perjudicar a los sectores que se han revelado más dinámicos en los últimos años, como la construcción, y **propiciar el inicio de un proceso de ajuste, una de cuyas consecuencias sería corregir el desequilibrio corriente de nuestra economía.** Este es, en nuestra opinión el principal riesgo para la sostenibilidad de nuestro actual modelo de crecimiento.

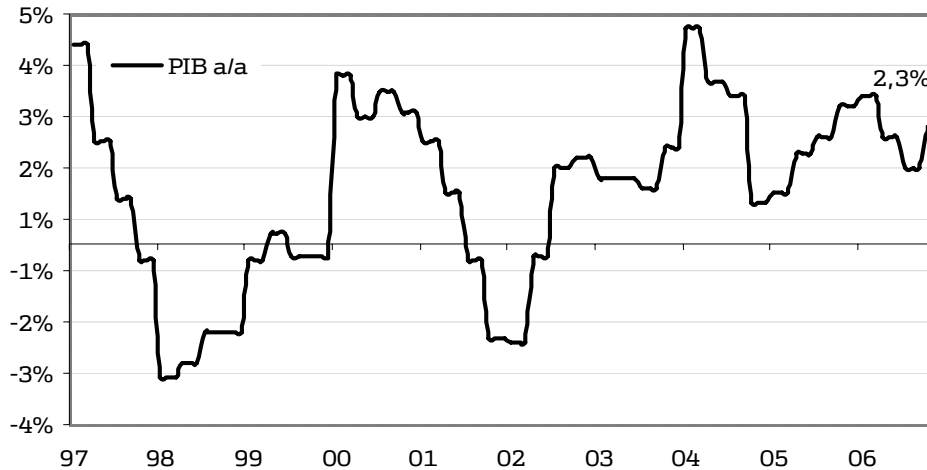
4.4.- Japón: "A la espera de signos inequívocos."

Japón sorprendió en el cuarto trimestre con unos datos de crecimiento económico muy notable, situándose el PIB en el 2,3% y confirmando una situación de crecimiento sostenido. Sin embargo, da la impresión de que este fuerte nivel de crecimiento, se produjo de manera "desequilibrada". Como aparente consecuencia de ello, la economía nipona parece haberse dado un respiro temporal para continuar con un crecimiento más progresivo y estable.

La economía nipona parece haberse dado un respiro temporal para continuar con un crecimiento más progresivo y estable

La evidencia más notable de este reajuste es la producción industrial. Tras varios meses con fuertes crecimientos, la relativa acumulación de inventarios ha provocado una rápida reacción por parte de unas empresas inmersas en un entorno global cada día más competitivo, que han reducido temporalmente tanto las inversiones como la propia reducción. Una vez que los inventarios recuperan sus niveles óptimos, esperamos comprobar cómo el crecimiento de Japón comienza a dar muestras de mayor estabilidad en su crecimiento.

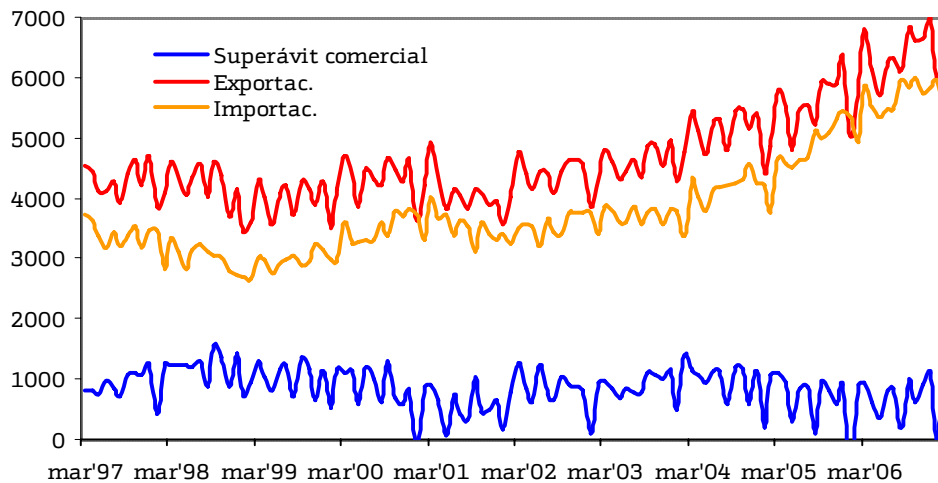
Cuadro 2.4.1.- PIB, Japón.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

Ya se considera habitual, que el comportamiento del sector exterior nipón sea el que confirme o desmienta la buena marcha de la economía japonesa. Sin duda, las exportaciones continúan incrementándose a buen ritmo, lo que aporta una sustancial dosis de tranquilidad en lo que al comportamiento de las compañías exportadoras respecta. Sin embargo, la volatilidad del yen frente al dólar de las últimas semanas ha obligado a la entidad reguladora japonesa a establecer una política de subida de tipos que se prolongará mucho más en el tiempo de lo que le gustaría.

Cuadro 2.4.2.- Balanza comercial, Japón.

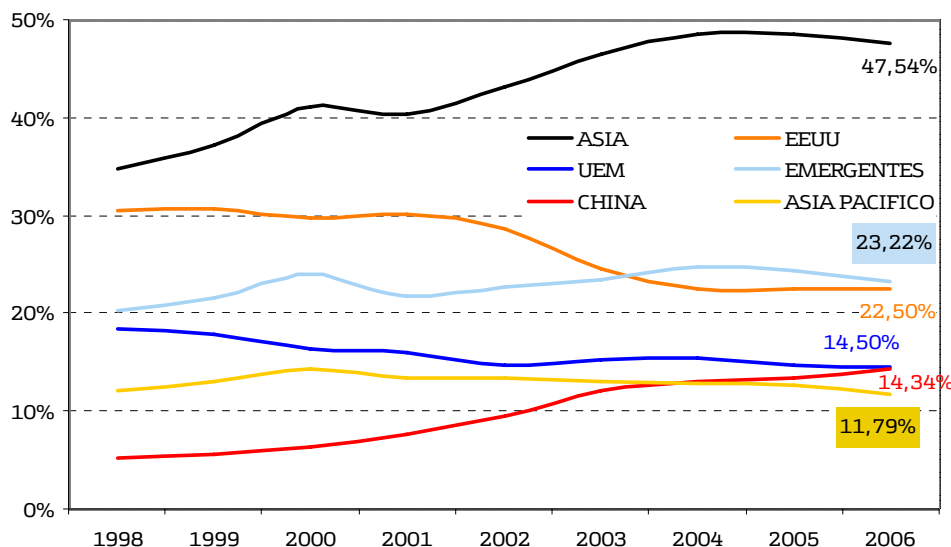


Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

Indudablemente, las exportaciones japonesas han sido influenciadas muy positivamente por dos factores: El primero es el incremento de la diversificación de destinos de la producción nipona, entre los que la región asiática ya despunta muy notablemente sobre el resto. En particular China e India, se están convirtiendo en algunos de sus mejores clientes, alcanzando ya cifras cercanas a las del conjunto de la Unión Europea en el caso chino. El segundo factor de relevancia continúa siendo la favorable evolución del conjunto de las economías mundiales, que siguen incrementando día a día sus importaciones tal y como se puede comprobar claramente al observar las cifras de los países emergentes.

Entre los destinos de la producción nipona, la región asiática ya despunta muy notablemente sobre el resto

Cuadro 2.4.3.- Destino de las exportaciones de Japón.

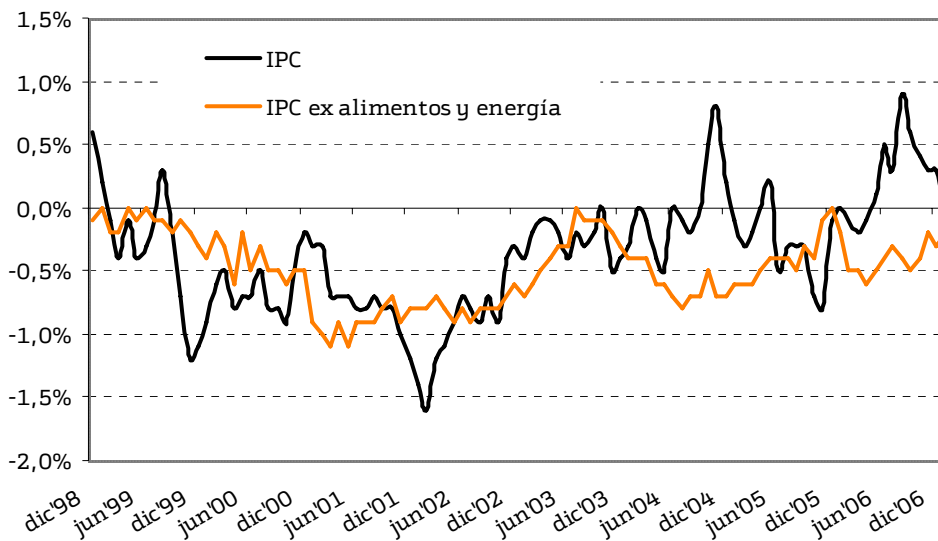


Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

2.4.1.- Inflación. - Durante todo el año la economía nipona ha experimentado un reducido aunque constante incremento en los precios. Este incremento se venía produciendo, entre otras cosas, por el encarecimiento de materias primas como los metales no ferrosos como el zinc o el cobre y por una serie de considerables variaciones del precio del crudo. Esta tendencia levemente inflacionista últimamente se esta moderando fundamentalmente a causa de dos motivos: Por una parte tenemos el eventual decremento de los precios del petróleo en el mercado internacional por las moderadas temperaturas experimentadas durante el invierno en amplias zonas geográficas y, por la otra, la presión deflacionista debida a la importación de productos de países como India o China. Adicionalmente el Banco de Japón ha subido los tipos de intervención hasta el 0,5%, endureciendo la política monetaria lo que ha podido tensionar ligeramente al crédito, al verse acompañado de una reducción de la masa monetaria

La economía nipona ha experimentado un reducido aunque constante incremento en los precios.

Cuadro 2.4.4.- Índice de precios al consumo, Japón.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

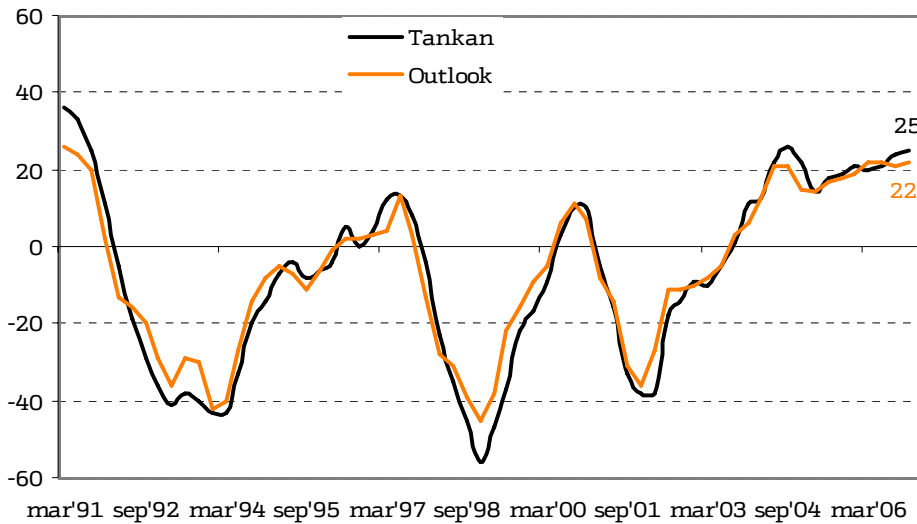
Para los próximos meses, se anticipa un índice de incremento de precios muy cercano a cero con algunas temporadas incluso con valores negativos si los precios de las materias primas y el crudo no lo evitan.

Para los próximos meses, se anticipa un incremento de precios muy cercano a cero.

2.4.2.- Tankan. - Durante los últimos meses de 2006 la economía nipona experimentó un súbito acelerón que se tradujo en un conjunto de indicadores macroeconómicos francamente positivos que se vieron reflejados en los

indicadores de sentimiento económico. En el momento actual, nos encontramos en una delicada situación en la que probablemente el indicador que se publicará el 2 de abril mostrará una caída. Las preocupaciones en torno a la desaceleración de la economía norteamericana, la mala evolución de los mercados bursátiles durante los primeros meses del año y el inesperado repunte del yen frente al dólar han imbuido en los empresarios un sentimiento algo menos positivo que en el trimestre anterior. Por si fuera poco, la evolución de la producción industrial también ha mostrado la peor evolución de los últimos años, llevando a la mayor parte de las compañías a replantearse sus previsiones y a extremar la prudencia.

Cuadro 2.4.5.- Índice Tankan (Actividad Manufacturera).

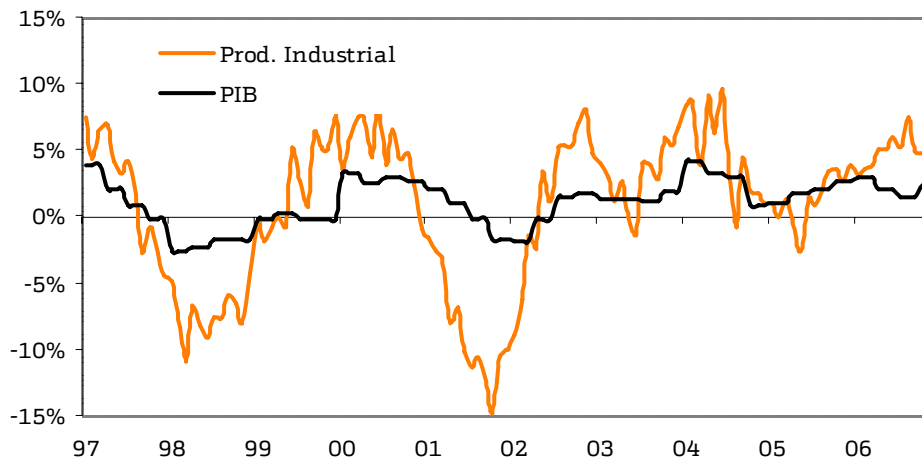


Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

A finales de trimestre, los inventarios ya parecen haberse reducido notablemente...

2.4.3.- Producción industrial. - La fortaleza de la demanda exterior junto con una relativa solidez de la demanda doméstica mantienen el crecimiento de la producción industrial a m/p. Los niveles de los inventarios empresariales se han mantenido más bien elevados buena parte del trimestre y en particular los de componentes electrónicos, y de de automóviles; estos últimos como consecuencia directa del fuerte incremento de la producción durante los últimos meses de 2006. A finales de trimestre, los inventarios ya parecen haberse reducido notablemente, sobre todo, el de componentes electrónicos que ha sufrido en febrero la reducción más brusca de los últimos seis meses.

Cuadro 2.4.6.- Producción industrial, Japón.

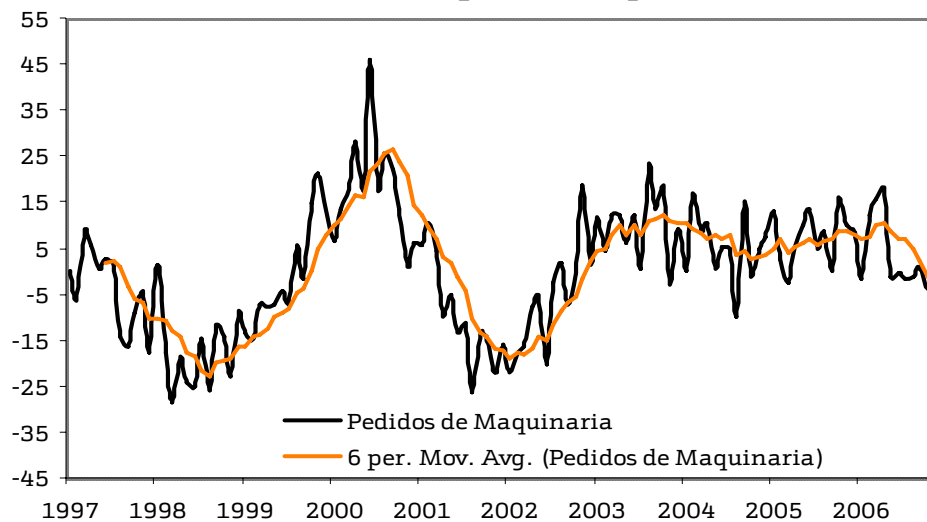


Casi un quinto de la producción industrial japonesa tiene como destino el país de las barras y las estrellas.

Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

Para el corto plazo, se espera que la producción industrial se reduzca ligeramente. Esta reducción servirá, por una parte para reducir los inventarios acumulados durante los meses pasados y, por otra, para adecuar los niveles de producción a la previsible desaceleración de las exportaciones como consecuencia de la floja situación de la economía estadounidense. Hay que tener en cuenta, que casi un quinto de la producción industrial japonesa tiene como destino el país de las barras y las estrellas. Esta previsible reducción de producción no será lo suficientemente importante como para coartar la boyante situación económica japonesa.

Cuadro 2.4.7.- Pedidos de maquinaria, Japón.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

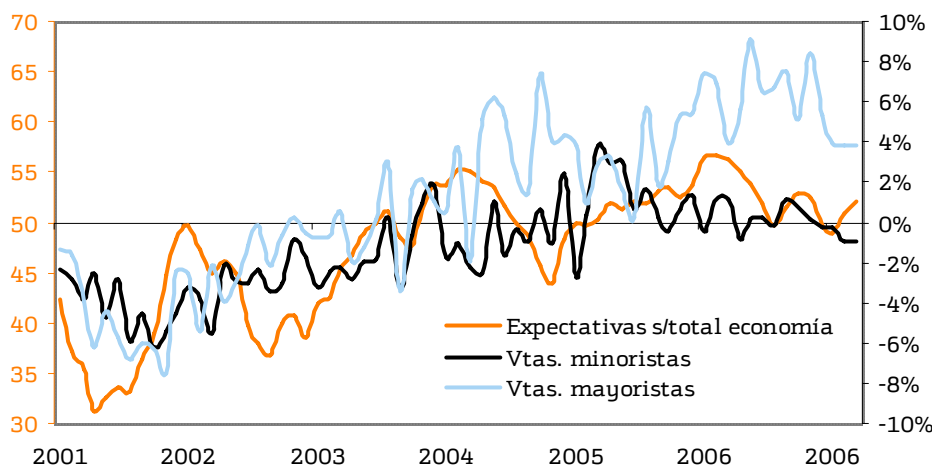
Como efecto adicional de esta reducción de producción tendremos una eventual disminución de la inversión, que puede contrastarse claramente al observar la evolución de los pedidos de maquinaria, que se han visto reducidos considerablemente durante este primer trimestre.

2.4.4. - Consumo. - El consumo privado japonés no acaba de despegar. Continuamos observando datos contradictorios que no aclaran la situación. Por una parte, las ventas minoristas en almacenes y supermercados han mostrado unas cifras más bien flojas. Además, el gobierno nipón no acaba de ver con claridad una positiva evolución del conjunto de ventas mayoristas y minoristas y según las últimas opiniones del ministro de comercio, estas habían permanecido "planas" en enero tras mantener durante varios meses una previsión de crecimiento gradual de las mismas. Es obvio que parte de los flojos niveles de ventas minoristas se ha debido a la anormal situación meteorológica durante todo el invierno. Por una parte, las ventas de productos textiles (-6,1%) y por otra, el abaratamiento del crudo y el menor consumo del mismo por la menor necesidad de calefacción (-5%).

Continuamos observando datos contradictorios que no aclaran la situación.

Por el contrario, tanto las ventas de dispositivos electrónicos como las cifras del sector hostelero y de las agencias de viajes parecen estar evolucionando positivamente. Un aspecto que aporta tranquilidad con respecto a esta cuestión es el nivel de ingresos domésticos que, con la positiva evolución que esta mostrando, influenciará positivamente en el conjunto del consumo personal.

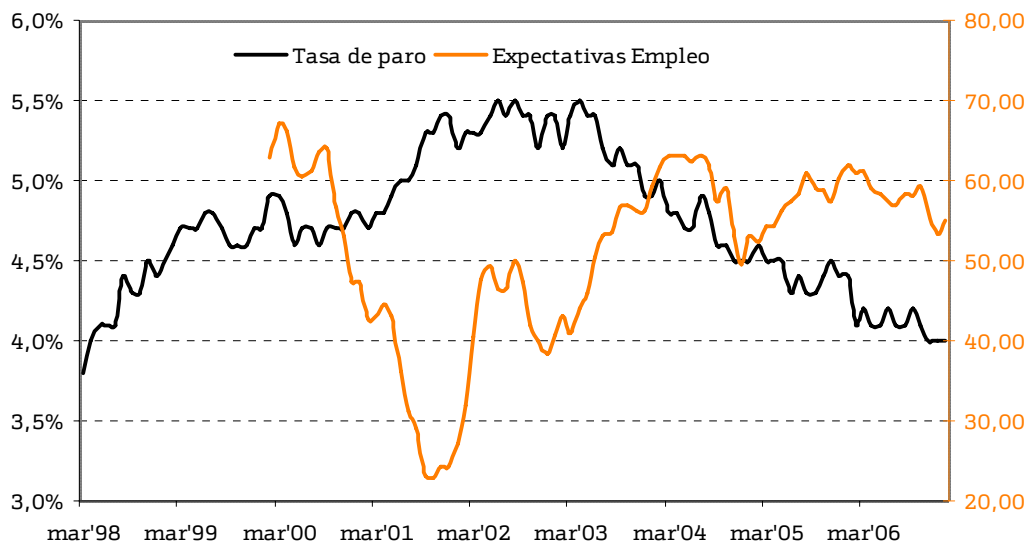
Cuadro 2.4.8.- Vtas. vs. Expectativas s/total economía, Japón.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

2.4.5.- Empleo. - La situación laboral continúa estabilizada en Japón. Con unos niveles de paro del 4%, niveles francamente difíciles de reducir, la impresión es que el mercado laboral puede verse algo más tensionado por la continúa búsqueda de trabajadores por parte de las empresas. Por otra parte, los costes laborales se han visto reducidos a pesar de los moderados incrementos salariales de los primeros meses del año. Esta curiosa combinación de disminución de costes laborales e incrementos salariales se ha producido como consecuencia de la jubilación de numerosos empleados de la generación del "baby-boom", cuyos sueldos se encontraban consolidados en altos niveles. Por otra parte, los positivos resultados empresariales de 2006 han sido en buena parte responsables de los incrementos salariales, y estos del moderado incremento de los ingresos familiares.

Cuadro 2.4.9.- Tasa de Paro.

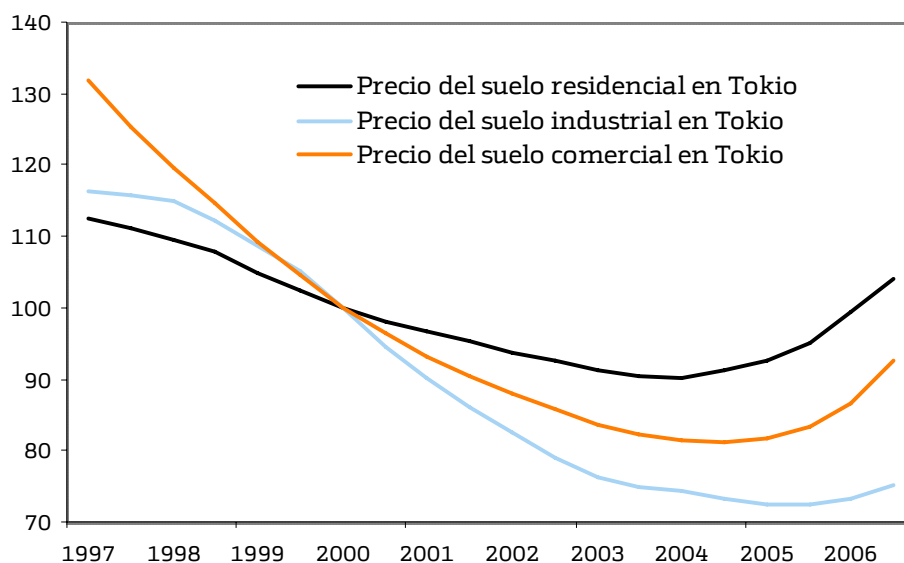


El mercado laboral puede verse algo más pensionado.

Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

2.4.6.- Inmobiliaria. - Los últimos informes parecen confirmar una evolución positiva de los precios del suelo en las tres principales ciudades japonesas. En concreto el precio de los terrenos comerciales se ha incrementado un 8,9% durante 2006, lo que ya ha despertado algunos recelos. Este incremento de precios influirá positivamente sobre la inflación japonesa y, tras la burbuja inmobiliaria que llevó a más de una década de estagflación, será objeto de una notable supervisión a partir de ahora.

Cuadro 2.4.10.- Precios del suelo en Tokio.



Este incremento de precios influirá positivamente sobre la inflación japonesa.

Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

2.5.- Emergentes

Desde finales de febrero, **la confluencia de determinados factores**, que aisladamente no hubieran tenido un gran efecto sobre el mercado, provocó **la entrada de un contexto nuevo y distinto** a aquel con el que cerrábamos 2006 y con el que comenzábamos 2007. El desplome de las bolsas asiáticas, rumores sobre nuevos gravámenes en China de las plusvalías sobre activos financieros, intento de atentado a Cheney, las tensiones internacionales con Irán por su programa nuclear y la crisis del sector inmobiliario americano han cambiado, desde nuestro punto de vista el fondo del mercado y por tanto, nos sitúa en una **posición más cautelosa respecto de los países emergentes** al resultar más susceptibles a posibles cambios bruscos en la escena internacional.

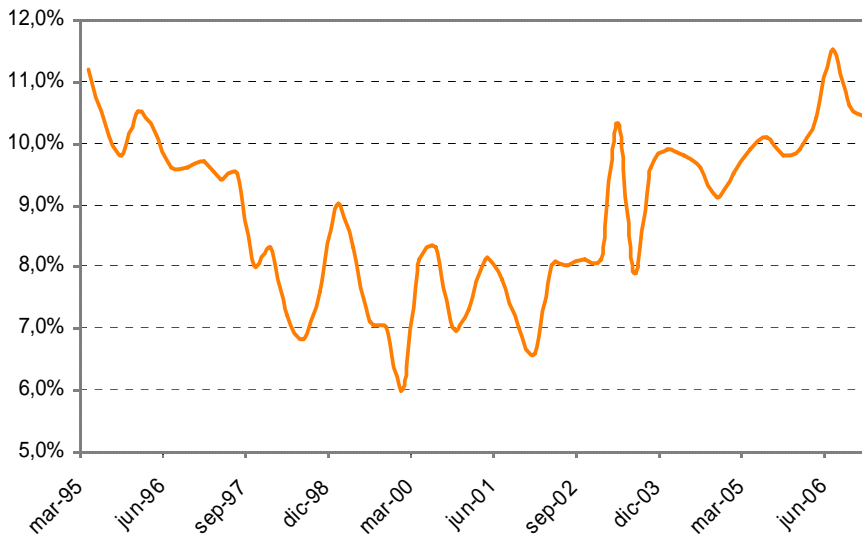
En consecuencia, de manera táctica hemos aconsejado abandonar determinados países respecto de los cuales creemos que existe un importante potencial de crecimiento en los próximos años (India, Singapur...) y por los que hemos apostado en los informes anteriores y que mantenemos (salida táctica) hasta que el mercado empiece a mostrar una tendencia clara y en sentido positivo.

La incertidumbre sobre un posible sobrecalentamiento no ha desaparecido.

2.5.1.- China: "Más medidas para evitar el sobrecalentamiento"

A pesar de haberse convertido en una de las potencias comerciales del mundo, **la incertidumbre en cuanto a un posible recalentamiento** del país, y que el desarrollo termine siendo inestable (exceso de liquidez), desequilibrado entre la población y descoordinado (desajuste entre sectores y descansa demasiado en exportaciones y en la inversión en su economía), **parece no haber desaparecido.**

El gobierno chino se plantea nuevos objetivos para el año en curso: reducir el exceso de inversión, luchar contra las desigualdades que existen en el país... **Se pretenden reforzar las medidas macroeconómicas para alcanzar un crecimiento del 8% en 2007 frente al 10,7% de 2006.**

Cuadro 2.5.1. - PIB China.

Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt

En nuestro anterior informe, destacábamos la gran dependencia de esta economía asiática con EEUU y el fuerte ritmo de exportaciones del país asiático. El superávit comercial continúa incrementándose, creciendo las exportaciones +51,7% a/a en febrero y las importaciones sólo +13,1% feb. a/a.

Se siguen sin adoptar medidas que estimulen las importaciones. La creciente inversión nacional, la gran cantidad de capital procedente del extranjero (que han contribuido a elevar la capacidad de producción) y un yuan débil continúan engrosando el problema.

La **excesiva liquidez** a la que se enfrenta el país es otra cuestión que no puede obviarse. El banco central ha vuelto a elevar el coeficiente de reservas exigido a las instituciones financieras que prestan los servicios de depósito para intentar conseguir un mejor control del crédito tratando de reducir el exceso de liquidez monetaria.

Las **reformas legislativas** que se esperan acometer también implican importantes transformaciones en caso de que se lleven a cabo. Por un lado, se está elaborando un borrador de **ley que unificaría la tasa impositiva al 25%** tanto para las empresas nacionales como para las empresas extranjeras (en la actualidad la tasa impositiva de estas es del 15%). Por otro lado, la asamblea popular china inició un debate y aprobó una **propuesta de ley que pretende proteger la propiedad** tanto pública como privada.

La excesiva liquidez ha obligado a elevar el coeficiente de reservas por parte del banco central una vez más.

La inflación se ha incrementado hasta 2,7% a/a en febrero vs 2,2% ant y aunque no es demasiado elevada, **el Banco Central ha decidido elevar los tipos en 27 p.b**, situando el tipo a un año en +2.79% en el depósito y hasta 6,39% en el préstamos. No obstante, esto era esperado por el mercado ya que los reajustes del coeficiente de reserva y las medidas para abrir el mercado no son del todo eficaces para frenar el exceso de liquidez y un posible sobrecalentamiento. Algunos datos como la producción industrial (+18,5% a/a feb vs +15% (e)) y la inversión en activos fijos urbanos que continúan siendo elevadas (+23,4% a/a feb vs +24% (e)) así lo reflejan.

2.5.2.- India: "Adopta medidas para controlar la inflación".

País que, al igual que China, ha venido alcanzando crecimientos de dos dígitos desde 2003. Sin embargo, al igual que en el caso del gigante asiático, **un crecimiento demasiado acelerado puede generar la aparición de determinados problemas** que requieren ser atajados mediante una buena gestión por parte del gobierno.

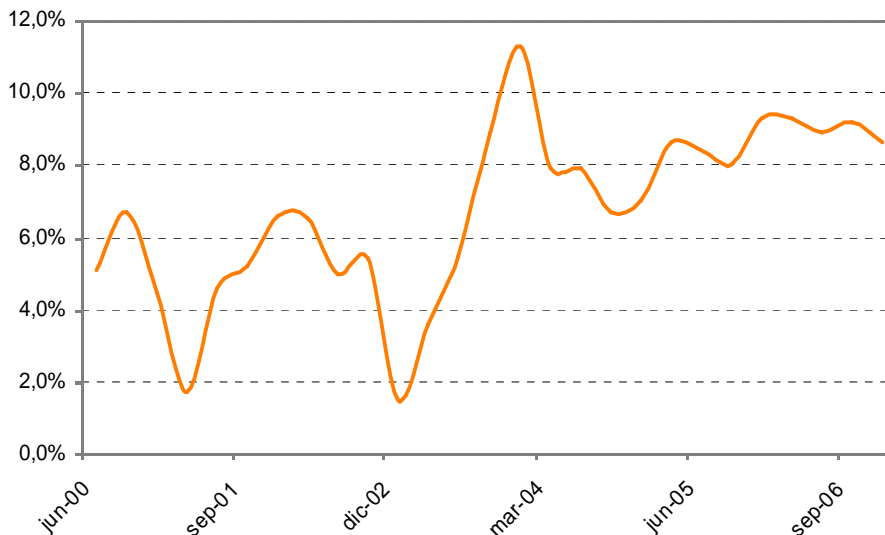
El crecimiento del PIB Indio se debe fundamentalmente gracias a varios factores: fuerte expansión de determinados sectores como ha sido el de servicios, grandes inversiones como consecuencia de tipos de interés bajos.... Sin embargo, todo ello ha venido acompañado de fuertes endeudamientos tanto de sectores públicos como privados, de un incremento de las importaciones que continúa mostrando un mal comportamiento del sector exterior y el espectacular incremento del precio de determinados activos (índices bursátiles, precios de casas, del suelo...).

Lo más destacable y a la vez preocupante, es el repunte de la inflación, que se intensifica. **No obstante, el gobierno empieza a llevar a cabo medidas que intentan controlar los precios de los alimentos básicos** (en enero ha reducido en un 12,5% los aranceles de los aceites, al igual que ya hizo con el trigo y legumbres....) lo que permitirá que podamos ver cierta moderación de la misma.

Esfuerzo importante también se requiere en relación con la capacidad de **creación de empleo**. No podemos olvidar que la edad media de la población India es menor de 25 años, lo que implica la necesidad de acometer políticas activas que vayan acompañadas de fuertes inversiones en infraestructuras. El gobierno ha elaborado un Plan Económico del País (2007-2012) que recoge entre otras prioridades incrementar la inversión en infraestructuras y que permitirá la entrada de capital extranjero que contribuirá a alcanzar dicho objetivo.

Las nuevas medidas del gobierno pretenden atajar el problema de inflación en el que se encuentra el país.

Cuadro 2.5.2.- PIB India



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt

Algunas cifras empiezan a tranquilizar: el **crecimiento** económico de India registró una leve desaceleración y se sitúa en el 8,6% en el tercer trimestre del año fiscal 2006-2007 que finaliza en abril. **El gobierno prevé que en todo el año fiscal se sitúe en torno a +9,2%**. Sin embargo, otras siguen generando cierta incertidumbre: el déficit de la balanza comercial India se incrementó un 36,7% en los tres trimestres del año fiscal en curso. A este dato, debemos unir una inflación cada vez más elevada que se sitúa en el 6,7% a/a, una producción industrial que continúa mostrando tasas elevadas y se sitúo en febrero en el 10,9% y unos precios mayoristas que se incrementan +6,46% a/a feb vs 6,10% anterior.

Todo lo anterior implica que en 2007 el gobierno de India deberá tratar de controlar la inflación aún a costa de tener que reducir su ritmo de crecimiento ligeramente.

2.5.2.- Singapur: "La suiza asiática".

Se trata de una ciudad-estado de casi 4 millones de habitantes donde conviven principalmente tres grupos étnicos-culturales con un sistema político unicameral. Centro financiero en Asia, con 11 refinerías de las más modernas del mundo a pesar de no ser productor de petróleo y donde se ubican empresas electrónicas, químicas, mecánicas entre otras.

El año pasado **comenzó por parte del gobierno un plan con el objetivo de favorecer el crecimiento económico** y potenciar sectores como son el: turístico (casinos, hoteles...), financiero, biotecnológico... Los resultados de ese plan empiezan a

La necesidad de desarrollar políticas activas de empleo se verá favorecida por el desarrollo del Plan Económico del País.

El gobierno ha desarrollado un plan para favorecer el crecimiento económico que comienza a dar resultados muy positivos.

mostrar crecimientos en el sector financiero en torno a un 28% y en hostelería de aproximadamente 10%.

Su tasa de desempleo se sitúa en torno a un 2,6%. Mayor creación de empleo incentiva el consumo, un mayor gasto por parte de los consumidores y por tanto, se impulsará la economía permitiéndola crecer este año por encima del 6%. **El desarrollo de nuevas industrias y el incremento del turismo** (con la creación de nuevos casinos) **favorecerán el objetivo del gobierno en cuanto a creación de empleo** (173.300 nuevos empleos en 2006). El último año visitaron la ciudad 9,7 mill de turistas generando unos ingresos nunca vistos y permitiendo un mayor crecimiento de los hoteles, restaurantes y comercios

La propia ciudad y sobre todo el sector constructor se están beneficiando del **boom inmobiliario** que ha surgido en el país donde se está llevando a cabo un auténtico proceso de transformación, construyéndose gran cantidad de edificios. En los últimos 9 meses de 2006 el sector empezó a experimentar una expansión después del estancamiento en el que ha estado sometido desde septiembre de 2001 hasta marzo de 2006.

La **producción industrial** se expande a tasas de un 14,6% a/a. Las **ventas minoristas** también muestran comportamientos nada desdeñables como es el incremento de +7,6% en el mes de diciembre de 2006. Estos datos permiten al gobierno mejorar sus **previsiones de crecimiento para el año que viene hasta +6,5%** ya que considera que la mejora de las condiciones globales le permitirá expandirse a este ritmo a lo largo de todo el año.

La inflación creció algo en diciembre como consecuencia del incremento que están experimentando los precios de la vivienda y de la comida. El año pasado ésta se situó en el 1% (el doble que en 2005). **El banco central pronostica para este año una inflación entre 0,5%-1,5%**.

2.5.3.- LatAm: "Crecerá menos en 2007".

Al igual que en el informe anterior, **esta área geográfica continúa sin ser una de nuestras apuesta de inversión para 2007**. Las economías latinoamericanas sufrirán una cierta desaceleración al encontrarnos en 2007 con un menor crecimiento mundial y una menor demanda de materias primas. La debilidad cíclica del impulso exterior pasará cierta factura a las economías de este continente.

El Banco Mundial situó el crecimiento de la región en 2006 en un +5% pero sin embargo, para 2007 pronostica un menor crecimiento (+4,2%). Es cierto, que la desaceleración de la economía americana afectará más a aquellos países cuyas

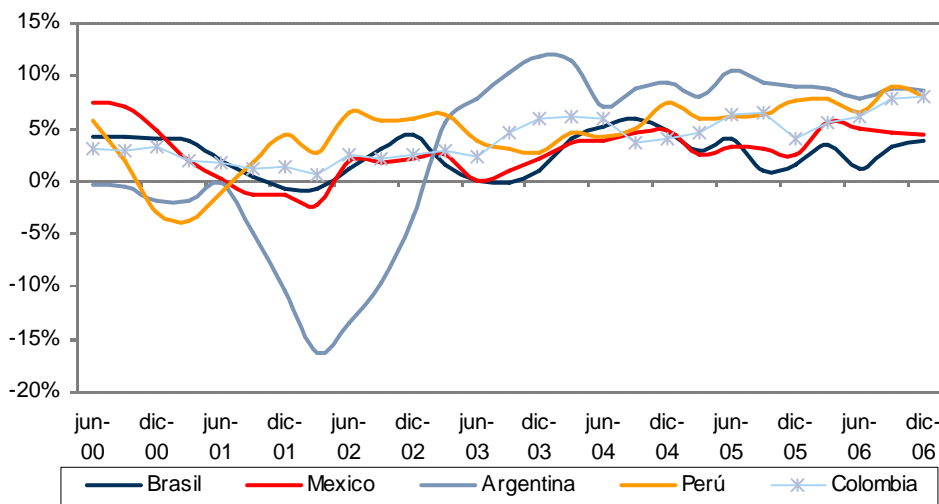
El Gobierno prevé un crecimiento para el año que viene en torno al 6,5%.

La desaceleración a nivel global, la menor demanda de materias primas pasarán factura a esta área geográfica.

economías estén más vinculadas a EEUU como Méjico o algunos países de Centroamérica.

Pero el comportamiento tan excelente que han tenido las exportaciones de estos países no sólo se ha debido fundamentalmente al robusto crecimiento de EEUU sino también a la fuerte demanda de materias primas por parte países como China e India. Por lo que una menor demanda de las mismas, como así señalan las previsiones de este año, puede que provoque que **empecemos a ver más déficit comercial en estos países.**

Cuadro 2.5.3.- PIBs principales economías latinoamericanas.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

Tampoco favorece la **escasa inversión extranjera** en el continente que parece no aumentar para este año. La elección de gobiernos populistas (Bolivia, Venezuela...) es una de las causas que explica esta caída y que mientras los mismos no sean capaces de generar estabilidad política y económica y cierta credibilidad, la inversión seguirá manteniendo la misma tendencia a la baja. La nacionalidad anunciada por Chávez a comienzos de año con respecto a las empresas de telecomunicaciones y electricidad del país no ayudan a aumentar la confianza extranjera y favorecer las inversiones.

No obstante, si es cierto que algunos países como **Colombia, Ecuador, Venezuela, Méjico** continúan beneficiándose de los precios del petróleo pero sin olvidar que este año parece que los mismos estarán alejados de los máximos alcanzados en 2006. Por tanto, **la desaceleración americana, la caída de los precios de las materias primas, crecimiento mundial algo más flojo...** son factores que no debemos obviar y que nos

Gobiernos populistas continúan desincentivando la inversión extranjera al no ser capaces de generar cierta credibilidad.

generan cierta incertidumbre al presentarse como una de las **áreas geográficas más vulnerables** en el nuevo contexto con el que comenzamos el año.

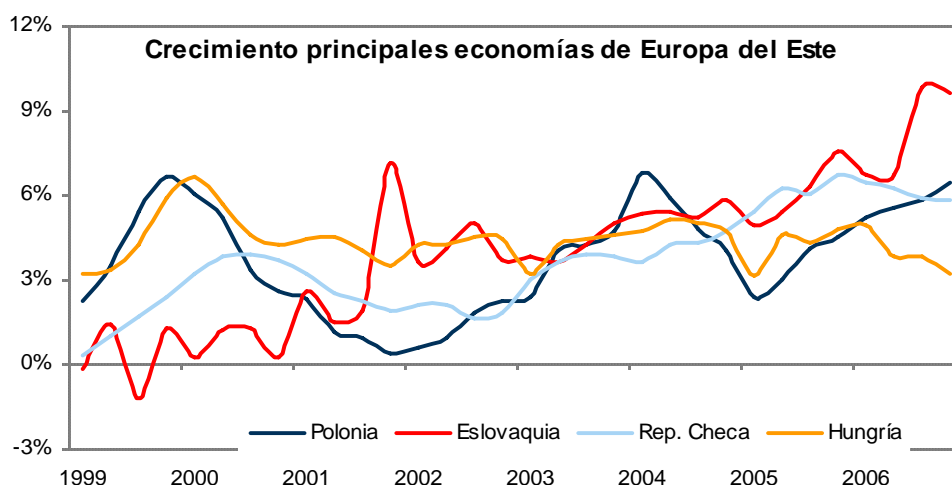
2.5.4.- Europa Convergente: "Poco a poco va convergiendo"

La entrada de países como Polonia, Hungría, República Checa en la Unión Europea... no sólo supone la entrada en un marco de estabilidad para esta área geográfica sino también el **cumplimiento de determinados criterios de convergencia** (deuda pública menor del 60% del PIB, déficit público por debajo del 3%, inflación no mayor a 1,5 p.b por encima de los 3 países con mayores resultados) **que permitirán crecimientos equilibrados** a lo largo de los años y que en todo caso sean sostenibles. Con estas nuevas incorporaciones en la Unión Europea (10 en total) existirá un **mayor y más integrado mercado común** que ayudará a impulsar el crecimiento económico de toda la zona favorecido también por los acuerdos comerciales que se están poniendo en marcha.

Los **datos macro** que se van conociendo de los distintos países en **saldo neto son bastante positivos y esperanzadores** en la medida en que cada vez estamos ante **crecimientos de PIBs mayores** (Polonia: PIB 4T '06: +6,4% vs +5,8% 3T '06; Rep. Checa: +5,8% 4T '06 vs +5,9% 3T '06; Eslovaquia: +9,6% 4T '06 vs +9,8% 3T '06) que permiten ver cada vez más cerca la convergencia de estos países.

Poco a poco los países de esta zona geográfica van cumpliendo cada vez mejor los distintos criterios de convergencia.

Cuadro 2.5.4.- PIBs Europa del Este.

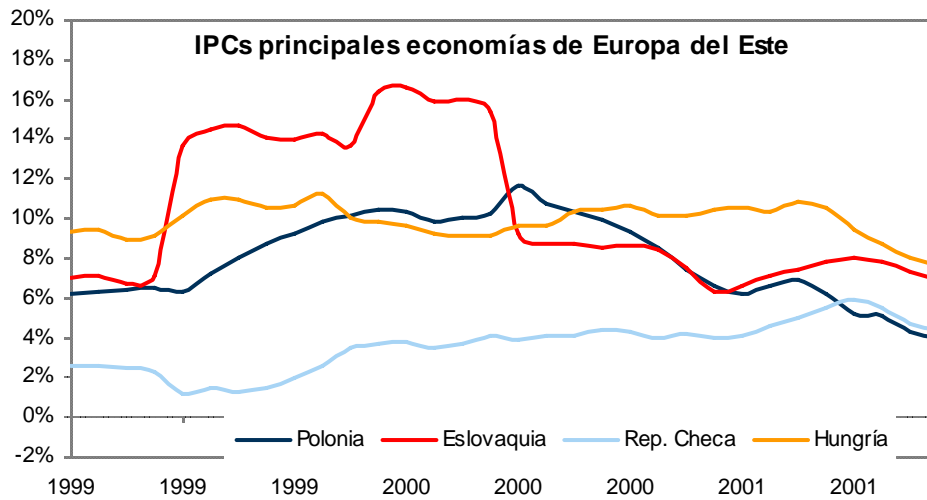


Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bankinter.

La **combinación** de PIBs y **menores tasas de paro**, que cada vez están más alejadas de máximos históricos en parte favorecidas por la inversión extranjera en los mismos que sirve para crear

nuevos puestos de trabajo, permiten también a estos países crear una estructura sólida de crecimiento a futuro (Hungría +7,5% ; Polonia +15,1%). Sin olvidar, que las **tasas de inflación** cada vez están más controladas.

Cuadro 2.5.4.- IPCs Europa del Este.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bankinter.

2.5.5.- Materias Primas: "El crudo subirá más en este trimestre"

2007 comenzaba con pocos cambios con respecto a 2006. Sin embargo, determinados factores durante este trimestre han contribuido a que el precio del barril se mantenga por encima de los 60\$ y que durante el segundo trimestre del año estimemos que lo más probable es que alcance la parte media de nuestro rango de precios estimado (60\$/b - 70\$/b) para 2007.

Ninguno de los dos recortes anunciados en octubre y diciembre de 2006 por parte de la OPEP afectaron bruscamente al precio sino todo lo contrario pues el mercado parece tomarse con cierto escepticismo los anuncios que lleva a cabo. En la última reunión (15 marzo) decidió mantener su producción en 25,8 millones de barriles diarios (excluyendo Irak y Angola) alegando estabilidad de precios.

La convergencia de determinados factores consideramos que podrían en conjunto empujar hasta los 65\$/b- 67\$/b la cotización durante el segundo trimestre del año:

1.-Demanda americana: La desaceleración en el crecimiento de la economía permitía pronosticar una caída en la demanda

2007 comenzaba de la misma manera que cerrábamos 2006.... Sin embargo, algo ha cambiado.

Distintos factores presionan en conjunto la cotización del barril a niveles superiores.

de crudo. Sin embargo, durante el mes de marzo la demanda de gasolina se sitúa en niveles record para el mes y la tasa de funcionamiento de las refinerías continúa siendo baja lo que contribuye al alza del precio. Siete semanas consecutivas de caídas en los inventarios semanales también contribuyen y empujan el precio aún más.

2.-Recortes de la OPEP: Es cierto que no se han anunciado nuevos recortes durante el 2007 como comentábamos. Sin embargo, todavía no se ha hecho efectivo el recorte de 1,7 millones de barriles diarios anunciado el año pasado. El mercado estima que el recorte en la actualidad sólo afecta al millón de barriles y por tanto, la parte restante todavía debe hacerse efectiva, lo que podría también empujar algo la cotización del barril.

3.-Contexto Internacional: Las caídas de los mercados mundiales durante el mes de marzo han afectado a las cotizaciones del precio del petróleo. Pero además, la negativa de Irán a abandonar su programa nuclear a pesar de las sanciones de la ONU y la captura de 15 soldados británicos en el golfo pérsico han agravado y desequilibrado la escena internacional.

Un contexto como el actual, caracterizado por la existencia de una mayor tensión internacional provoca que la cotización sufra mayor volatilidad puesto que cualquier amenaza que altere el equilibrio internacional se refleja inmediatamente con un alza en los precios de esta materia prima.

4.- Componente estacional: A corto plazo, no debemos olvidar que abandonamos la estación del año que implica una mayor demanda de destilados. Temperaturas más cálidas durante el segundo trimestre del año permitirán relajar las tensiones, que empujan el precio al alza y que producen el resto de los factores comentados.

Por los motivos anteriormente expuestos estimamos que el precio medio del barril durante el segundo trimestre del año se sitúe en torno a los 65\$-67\$.

El deterioro de la situación geopolítica por el conflicto con Irán es el principal factor que ha elevado el precio y que puede seguir elevándolo.

3.- TIPOS DE INTERÉS

La inflación, que continúa sin ceder en EEUU, no permitirá a la Fed bajar tipos hasta el segundo semestre del año. En Europa, el BCE está preparando más subidas para situar el tipo de intervención de la zona euro en un nivel que le permita garantizar la estabilidad de precios. Japón, por su parte, tardará en llevar a cabo una nueva subida pues depende de las condiciones de la economía y de los precios.

Por último, en Reino Unido, el binomio crecimiento-inflación servirá de argumento al BoE para elevar los tipos en 25 p.b más y situarlos en el 5,50%.

3.1.- EE.UU.: "Una bajada de tipos después del verano."

La desaceleración de la economía americana obligará a la Fed a bajar tipos a lo largo de 2007, aunque **modificamos nuestro escenario central dotando de una mayor probabilidad (75%) a una sola bajada (hasta el 5,00%)** que creemos se producirá en el segundo semestre del año (antes apostábamos por dos bajadas, la primera durante el 1T'07 y la segunda en el 2T'07). **Por tanto, consideramos que los tipos de interés en EEUU de cara a Dic'07 se situarán en el 5,00% como escenario más probable. No obstante, atribuimos una probabilidad de un 25% a que finalicemos el año con dos bajadas durante el segundo semestre, situándose los tipos de intervención en el 4,75%.**

Para 2008, esperamos que las bajadas continúen y sitúen los tipos de interés en un rango entre 4,25%/4,50% (anteriormente: 4,00%/4,25%)

En las últimas reuniones, la Fed ha dejado invariado su tipo de intervención en el 5,25%. Sin embargo, y a pesar del contexto actual en el que se encuentra la economía americana (incertidumbre sobre la posible extensión de la crisis del sector inmobiliario hacia otros sectores de la economía), la bajada de tipos no se producirá hasta la segunda parte del año por varios motivos que exponemos a continuación:

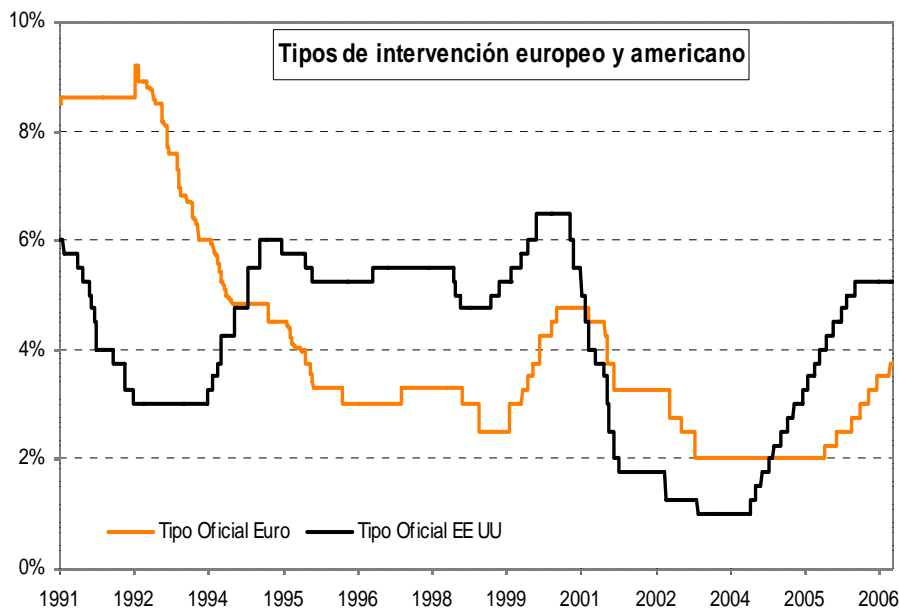
En primer lugar, el último dato de **inflación** desvela que la misma continúa siendo elevada y no sólo la tasa general (+2,4%) sino también la subyacente parece que continúa sin ceder situándose en el 2,7% a/a. Nivel que para la Fed ha sido definido como "incómodo". Desde nuestro punto de vista, **creemos que la misma se mantendrá algunos meses en los niveles actuales** en tanto en cuanto la subyacente no converja a niveles más moderados.

Nuestro escenario central, y atendiendo al binomio inflación crecimiento, implica esperar sólo una bajada más de tipos en 2007 (5,00%)

La Fed en su última reunión continuó sosteniendo que la inflación sigue siendo el mayor riesgo de la economía.

En segundo lugar, la crisis en la que se encuentra inmerso el sector inmobiliario de EEUU con la quiebra de algunas de las entidades que se dedican a la concesión de hipotecas de alto riesgo (*sub - prime*) no se solucionaría con la bajada de tipos de interés en el corto plazo por la estructura de las mismas (las hipotecas en EEUU, el 79% aproximadamente, son a tipo fijo y por 30 años).

Cuadro 3.1.1.- Tipos de intervención de la Fed y la UEM.



El aumento de la mora en las hipotecas de alto riesgo americanas probablemente no se aliviaría aunque la Fed bajase tipos.

Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bankinter.

En tercer lugar, los datos macro que se han ido conociendo al otro lado del Atlántico han sido de carácter mixto sin llegarnos a permitir que deduzcamos de los mismos una fuerte desaceleración de la economía americana en el 2007 sino que la misma continuará expandiéndose a ritmos moderados en los próximos trimestres. En consecuencia, creemos que el impacto sobre el PIB americano no será tan negativo como se descuenta y más, teniendo en cuenta que la tasa de paro americana continúa en cifras históricas.

Por otro lado, debemos destacar los comentarios del último Comité Abierto de la Fed donde se ratifica lo que hemos sostenido previamente pues la Reserva Federal cerró más la posibilidad a futuras subidas de tipos que en otras ocasiones anteriores tras reconocer un cierto debilitamiento económico y la continuidad del ajuste del sector inmobiliario pero también sigue considerando como mayor riesgo de la economía americana la inflación y que ésta no se modere como se espera.

Todo ello, desde nuestro punto de vista, **impide esperar a c/p bajadas de tipos en EEUU. Tendremos que esperar hasta el segundo semestre** para que se hagan efectivas siempre y cuando la inflación lo permita, **situándose los tipos de intervención en un 5,00% (escenario central).**

3.2.- Eurozona: "El BCE abre aún más las puertas a nuevas subidas".

Mientras que La Fed acometerá alguna bajada de tipos en 2007, el BCE por el contrario, elevará el tipo de intervención en la zona euro puesto que el crecimiento económico, la inflación y la liquidez siguen mostrando una tendencia, que con los tipos actuales, el Banco Central entiende no haber alcanzado **el nivel de confort que para nosotros se situaría este año en el 4,25% (con una probabilidad de un 70%).** Produciéndose la primera subida antes de verano y la restante durante el segundo semestre de 2007.

Consideramos, otros dos posibles escenarios a los que atribuimos la misma probabilidad (15% a cada uno): (i) una única subida de 25 p.b hasta situar el tipo de intervención en el 4,0% a final de año (ii) tres subidas más de 25 p.b cada una hasta diciembre de 2007 (la primera, antes de verano y las otras dos después), lo que situaría los tipos de la zona euro en el 4,75%.

El Banco Central continúa esgrimiendo como **argumento central** para acometer nuevas subidas de tipos la necesidad de atenuar las **presiones inflacionistas**. La autoridad monetaria considera que los riesgos no han desaparecido a medio plazo y que aunque la inflación media de los países de la zona euro se mantendrá en torno al 1,8% en el primer semestre del año, ésta repuntará en la última parte y volverá a situarse en torno al 2% (techo que tiene fijado el BCE).

Este riesgo se podrá ver acrecentado en función de cómo evolucionen en el transcurso del trimestre determinados componentes cuyo comportamiento resulta más volátil y que afectan directamente en la evolución de los precios (precio del petróleo, subidas adicionales de impuestos indirectos y salarios).

Igualmente **la evolución de la M3** será clave. El Banco Central vigila esta variable que en tasa interanual se encuentra en máximos desde la entrada del euro (+10% a/a vs +9,9% ant). La gran liquidez que existe en la economía queda patente también en el crecimiento de dos dígitos de los créditos del sector privado (+10,6%) aunque los créditos a particulares es

La evolución de algunas variables determinarán el número de las subidas de tipos que quedan en la zona euro.

El BCE continuará a lo largo del año con más subidas de tipos para garantizar la estabilidad de precios.

La evolución de algunas variables determinarán el número de las subidas de tipos que quedan en la zona euro.

cierto que empiezan a mostrar un comportamiento más moderado.

Modificamos por tanto, el escenario central con respecto al anterior informe publicado (4,25% vs 4,00% ant) ya que los distintos indicadores a los que hemos hecho referencia probablemente incentivarán (su evolución) al BCE a continuar elevando el tipo de intervención y que éste alcance el nivel en el que se consiga la estabilidad de precios a m/p.

	Final '07e	
	Anterior	Actualizado
Tipo Intervención		
€	4,00%	4,25% ⁽¹⁾
\$	4,75%	5,00%

Fuente: Bankinter, estimaciones propias.

(1) No descartamos totalmente el nivel 4,50%.

3.3.- R. U.: "Inflación + crecimiento = otra subida de tipos".

El BoE en su reunión de enero decidió inesperadamente incrementar los tipos de interés en 25 p.b. situando el tipo de intervención en un 5,25%. **La economía británica continúa expandiéndose a buen ritmo** situándose el PIB 4T '06 en +3,0% vs +2,9% ant, lo que continúa dejando cada vez más lejos el flojo crecimiento experimentado en 2005.

Una de las **grandes preocupaciones del BoE continúa siendo la inflación** aunque a diferencia de las otras reuniones en la última se muestra más relajado con respecto a los riesgos inflacionistas a c/p sin embargo, destaca que a m/p éstos no han desaparecido. En febrero la inflación (tasa general) se situó en el +2,8% vs +2,7% ant y su subyacente en 1,7% vs +1,6% ant.

El comportamiento plano del empleo en el último trimestre de 2006, la contención de los salarios y menores precios de importación permiten situar como **escenario central durante este año una inflación por debajo del 2% aunque sin descartar que la misma a m/p supere dicho nivel.**

Otro de los elementos que sigue de cerca el BoE por su incidencia sobre la inflación es la **evolución en los precios de las viviendas** que parece que se siguen incrementando aunque menos de lo esperado. No obstante, las casas de lujo en Londres (precios superiores a 3mill gbp) se incrementaron en febrero un 31% a/a y en general, los precios (según Rightmove) de las viviendas repuntaron en marzo +12,2% a/a vs +11,5%

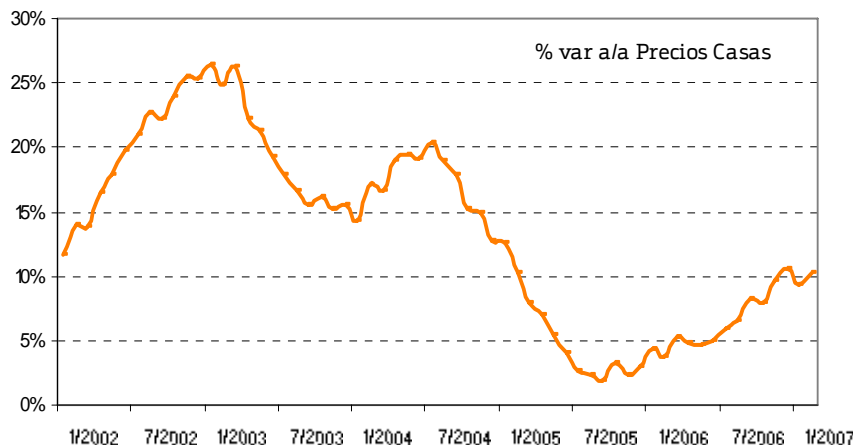
Si la inflación continúa y el crecimiento permanece sólido, veremos los tipos de interés en el 5,25%...

feb. Por tanto, **el banco central atenderá a dos aspectos** a la hora de decidir si lleva a cabo o no nuevas subidas en los tipos de interés. En primer lugar, atenderá a **la fortaleza del crecimiento económico** y a la solidez del mismo siguiendo de cerca el consumo interno que ha mostrado más volatilidad en los últimos meses (Vtas. minoristas (m/m): +1,4% vs -1,5% ant) y a la evolución de la masa monetaria (M4) que continúa en niveles elevados (a/a: +12,8% en febrero).

En segundo lugar, fijará la atención en **la evolución de la inflación** que a m/p sigue mostrando riesgos y que continúa sujeta a cómo evolucionen determinados elementos como son los precios de la energía.

En este contexto de crecimiento económico y de riesgo inflacionista a m/p creemos que **el BoE incrementará los tipos de intervención hasta situarlos en el 5,50% a final de año (probabilidad del 80%)**. No descartamos, sin embargo, que decida mantenerlos en los niveles actuales (5,25%) durante todo el año (probabilidad de 20%).

Gráfico 3.3.1.- Precio de la vivienda en R. U.



Si la vivienda no frena su encarecimiento, es otro argumento para subir tipos.

Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bankinter.

3.4.- JAPÓN: "Calma ... después de una subida hasta 0,5%".

La economía japonesa **continúa expandiéndose de forma moderada** gracias a la fortaleza de sus exportaciones y de la inversión empresarial. Sorprendió el buen dato de PIB 4T '06 anualizado (+5,5% t/t) que confirmó el crecimiento dinámico en el que se encuentra inmerso Japón desde hace tres años, siendo el octavo trimestre consecutivo de expansión. Las **exportaciones siguen mostrándose fuertes** y permiten que el superávit comercial continúe aumentando, la inversión crece a ritmos de +16,8% 4T '06 aunque el sector inmobiliario continúa mostrándose volátil.

Su expansión moderada y las previsiones de inflación a largo plazo llevarán al BoJ a subidas de tipos.

Tanto la demanda doméstica como la exterior permiten que la **producción industrial** mantenga su **buen ritmo** y así se espera que continúe. No obstante, la inversión pública mantiene una tendencia descendente.

La tasa de paro se mantiene en el 4% aunque el ratio de empleo disponible/ parado baja hasta 1,06 vs 1,07 ant. Sin embargo, **las alzas en el IPC que resultarían muy saludables para la economía nipona todavía no se aprecian de forma constante** al publicarse datos de IPC que muestran crecimientos planos tanto en la tasa general a/a (-0,3% vs +0,0% ant) como en la subyacente a/a (-0,3% vs -0,2% ant). Igualmente, el exceso de oferta no permite que unos mayores salarios afloren y surtan el efecto deseado sobre la inflación pues los ingresos de los asalariados retroceden (-1,4%).

A todo lo anterior debemos unir, la **influencia negativa** que sobre la inflación japonesa provoca **la caída de los precios de las materias primas a nivel mundial**, lo que permite pronosticar a corto plazo un comportamiento plano de los precios aunque sin dejar de prever una tendencia positiva a largo plazo.

El BoJ creemos que llevará a cabo **nuevas subidas de los tipos de interés aunque dependerá de las condiciones de la economía y de la evolución de los precios**. No obstante, la volatilidad que en los mercados internacionales puede provocar nuevas subidas de tipos en Japón condicionará a que las mismas, de producirse, tengan lugar en el segundo semestre del año (mayores tipos de interés en Japón, combinados con bajadas en EEUU, provocaría un movimiento apreciatorio del yen y un incentivo para deshacer posiciones en el carry trade (endeudarse en divisas con tipos de interés bajos, para comprar activos de otra divisa con una rentabilidad superior) lo que afectaría a la liquidez mundial).

En consecuencia, consideramos como escenario central (probabilidad del 80%) el que implica considerar **una nueva subida de tipos en Japón de 25 p.b (+0,75%)**. Menor probabilidad (20%) atribuimos a un escenario implicaría dos subidas de 25 p.b. en 2007 y sitúa los tipos de interés de la economía nipona en el 1,0%. **Para 2008, estimamos los tipos de interés en un rango de 1,0%/1,25%. Asignando mayor probabilidad a la parte baja del rango (80%)**.

La influencia del "carry trade" en la liquidez mundial puede ser una de las causas que retrase las subidas de tipos en Japón.

4.- DIVISAS

No ha cambiado la tendencia depreciatoria del USD, aunque se produce de forma menos agresiva de lo que esperábamos debido, entre otras razones, a que la Fed se resiste a bajar tipos hasta que no vea que la inflación se encuentra realmente bajo control, algo que ahora mismo no sucede. La velocidad con que el USD debe recorrer su camino bajista se ha reducido, pero la dirección sigue siendo la misma. En consecuencia, si antes estimábamos que a finales de 2007 podría situarse en la banda 1,40/45 y a finales de 2008 entre 1,45/50, ahora creemos que ese proceso puede demorarse entre 12 y 18 meses, de manera que estimamos la banda 1,35/40 para diciembre 2007 y 1,40/45 para finales del año próximo. Hasta el momento, a lo largo de 2007 se ha depreciado desde 1,317 hasta 1,335.

El Gobierno americano fomentará un USD más bien débil, aunque sin movimientos bruscos, como medida para acabar forzando una apreciación indirecta de las divisas asiáticas, lo que colocará en una posición delicada al Gobierno chino con su política de cambio fijo, y también contribuirá a contener - aunque no a solucionar - el abultado déficit comercial americano. La pérdida de impulso de la economía americana, aunque inferior a lo esperado, los menores incrementos de los beneficios empresariales y otros factores relacionados empujarán igualmente la divisa americana a la baja. No obstante, insistimos en que dicho proceso depreciatorio será monitorizado con sumo cuidado para no dar lugar a desajustes bruscos en los mercados.

En realidad, la única divisa que se perfila como "fuerte" entre las principales es el euro. Las subidas de tipos pendientes en la Eurozona y la consolidación de un crecimiento económico más robusto de lo que se esperaba, unido a unos resultados empresariales que sorprenden positivamente por primera vez en mucho tiempo son los principales factores que se encuentran detrás de ello.

El JPY también debería apreciarse, pero creemos que hay factores atípicos que impedirán que esto sea así. La economía japonesa se recupera con cierta fiabilidad, alcanzando un crecimiento que podemos identificar entre 2,5% y 3,5%, pero la inflación aún no está consolidada, de manera que, tras 2 subidas de tipos, hasta el actual 0,50%, parece sensato que el Banco de Japón adopte una actitud menos activa en materia de endurecimiento de su política monetaria. Este perfil bajo con respecto a tipos es, sin duda, bien acogido y fomentado desde el Gobierno, ya que evita poner en riesgo la buena evolución del sector exterior nipón, que es el auténtico valedor de la recuperación económica, al menos mientras la demanda interna no termine de reaccionar.

La depreciación del USD está resultando más lenta de lo esperado debido al retraso en las bajadas de tipos y a una resistencia más sólida de lo esperado de la economía americana.

El JPY debería apreciarse, pero hay factores de peso que se lo impedirán, como hasta ahora ha sucedido.

Creemos que esto se traducirá en un JPY que se apreciará sólo muy levemente en los próximos 24 meses: tal vez hasta 115 frente al USD para diciembre de este año, desde 117,80 actual, y un poco más, puede que hasta 112 a finales del año próximo. La combinación de los cruces de divisas descritos (€/USD y JPY/USD) dan como resultado unas expectativas para el euroyen de aproximadamente 158 para diciembre 2007 y 160 doce meses después

¿Y la libra esterlina? Creíamos que sería la única excepción relevante contra el euro, ya que el dinamismo de la economía británica y las probables subidas de tipos, como así ha sucedido, permitirían una mayor fortaleza de la divisa británica. Sin embargo, no ha sido así, deslizándose desde 0,67 hasta casi 0,68 en los primeros 3 meses del año. Creemos que esta tendencia puede continuar, puede que hacia 0,69/70 a lo largo del año en la medida que el mercado empiece a descontar que las subidas de tipos de BoE prácticamente han tocado fin (ahora en 5,25% y tal vez sólo quede una subida más de 25 p.b.) y que estas van consiguiendo sus objetivos: enfriar el mercado inmobiliario y domar la demanda interna, excesivamente dinámica desde varios trimestres atrás.

Ya no creemos en la apreciación de la libra esterlina.

5.- BOLSAS

"El sabio puede llegar a sentarse en un hormiguero, pero sólo el necio permanece sentado sobre él".

Proverbio chino.

La economía mundial mantiene un crecimiento próximo al 5% pero con tendencia a desacelerarse, el entorno de tipos de interés será menos cómodo de lo que se piensa, el riesgo de liquidez se ha incrementado sensiblemente, los resultados empresariales americanos aumentarán menos que antes, la inflación ha dejado de ser un problema pero no está anulada y el enfriamiento del sector inmobiliario amenaza con debilitar el consumo privado, sobre todo en EE.UU.

Además, no puede descartarse que el *desafío iraní* tenga un desenlace desagradable. El tono bélico con respecto a este conflicto ha dado un salto cualitativo gravísimo desde finales de marzo con la captura de 15 militares británicos en aguas, en principio iraquíes. Esto podría precipitar una intervención coordinada entre Gran Bretaña, EE.UU. e incluso Israel en caso de que la recuperación de dichas personas por medios diplomáticos se frustre. La situación no tiene buen aspecto en el momento de cerrar este informe y no descartamos en absoluto un desenlace bélico de alcance limitado cuyo objetivo (quirúrgico) sería anular las instalaciones nucleares iraníes antes de que sea demasiado tarde. De esta forma, los riesgos geoestratégicos parecen estar de vuelta y creemos que, salvo desenlace positivo inmediato por medios diplomáticos, el petróleo podría situarse en la banda 75/80USD.

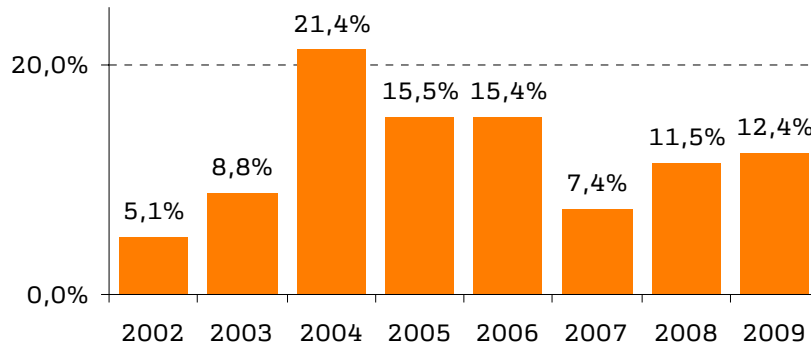
Debemos mencionar un factor adicional del cual estamos especialmente pendientes: la pérdida de impulso de los resultados empresariales en todo el mundo. Los gráficos siguientes muestran este aspecto y comparándolos con los del trimestre anterior nos encontramos con que, en general, se han revisado a la baja las expectativas de beneficios 2007 en todas las áreas geográficas y, como contrapartida, muy ligeramente al alza las de 2008...expectativas que, dicho sea de paso, son mucho más modestas que en 2005 y 2006. Veamos qué ha sucedido en relación a esto con cada uno de los principales índices:

S&P 500: antes se esperaba BPA'07 +8,4% y ahora +7,4%; BPA'08 +10,0% y ahora +11,5%; BPA'09 +12,4% (antes no había estimación de consenso fiable).

Algunas de las principales variables directrices de las bolsas han cambiado sustancialmente...

...y los riesgos geoestratégicos vuelven a hacer acto de presencia.

Cuadro 5.1 – Aumentos de beneficios esperados en EE.UU. (S&P500).



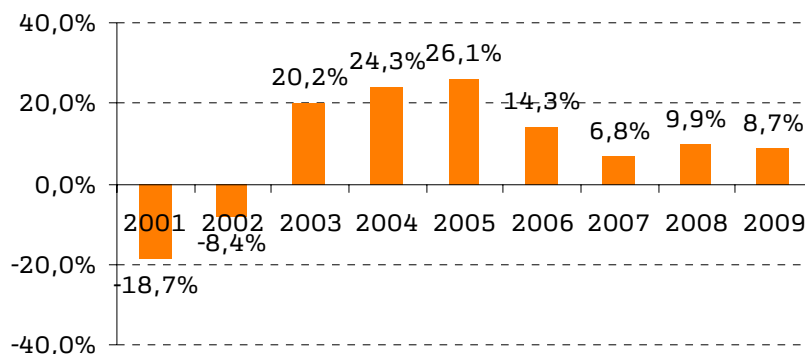
Los beneficios esperados para 2007 han sido revisados a la baja, en términos generales,...

Nota: Cifras reales 2002/2005, provisionales 2006 y estimadas 2007/2009. Fuente: Factset.

...como contrapartida, ligeramente al alza los de 2008...

DJ EuroStoxx 600: antes se esperaba BPA'07 +8,6% y ahora +6,8%; BPA'08 +9,1% y ahora +9,9%; BPA'09 +8,7% (antes no había estimación de consenso fiable).

Cuadro 5.2 – Aumentos de beneficios reales y esperados para Europa (DJ Stoxx 600).

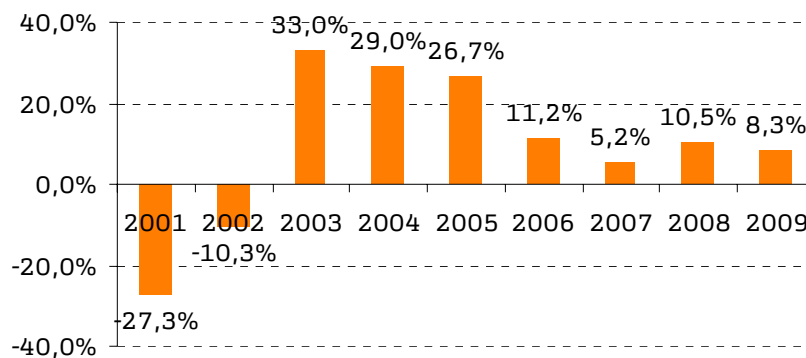


...mientras que los de 2009 son modestos.

Nota: Cifras reales 2001/2005, provisionales 2006 y estimadas 2007/2009. Fuente: Factset.

DJ EuroStoxx 50: antes se esperaba BPA'07 +6,6% y ahora +5,2%; BPA'08 +9,1% y ahora +10,5%; BPA'09 sólo +9,3% (antes no había estimación de consenso fiable).

Cuadro 5.3 – Aumentos de beneficios reales y esperados para la Eurozona (DJ EuroStoxx 50).

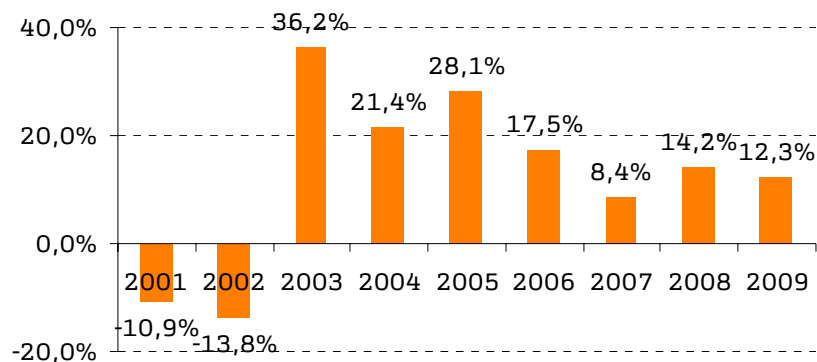


En el caso de España se han revisado a la baja tanto los beneficios esperados para 2007 como 2008.

Nota: Cifras reales 2001/2005, provisionales 2006 y estimadas 2007/2008. Fuente: Factset.

Ibex-35: antes se esperaba BPA'07 +12,7% y ahora +8,4%; BPA'08 +15,1% y ahora +14,2%; BPA'09 +12,3% (antes no había estimación de consenso fiable). Obsérvese cómo en el caso español se revisan a la baja tanto 2007 como 2008...

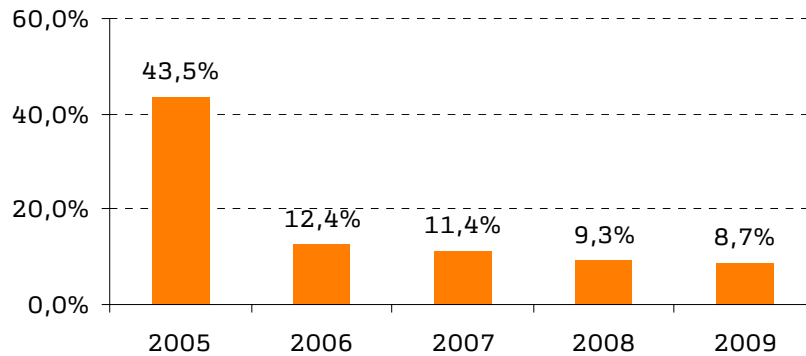
Cuadro 5.4 – Aumentos de beneficios reales y esperados para España (Ibex-35).



Nota: Cifras reales 2001/2005, provisionales 2006 y estimadas 2007/2008. Fuente: Factset.

Nikkei-225: antes se esperaba BPA'07 +16,9% y ahora +11,4%; BPA'08 +9,0% y ahora +9,3%; BPA'09 +8,7% (antes no había estimación de consenso fiable).

Cuadro 5.5 – Aumentos de beneficios reales y esperados para Japón (Nikkei).



Nota: Cifras reales 2001/2005, provisionales 2006 y estimadas 2007/2008.

Fuente: Factset.

Si todos los factores permanecen constantes, lo coherente es que las bolsas se revaloricen en idéntica proporción que los beneficios.

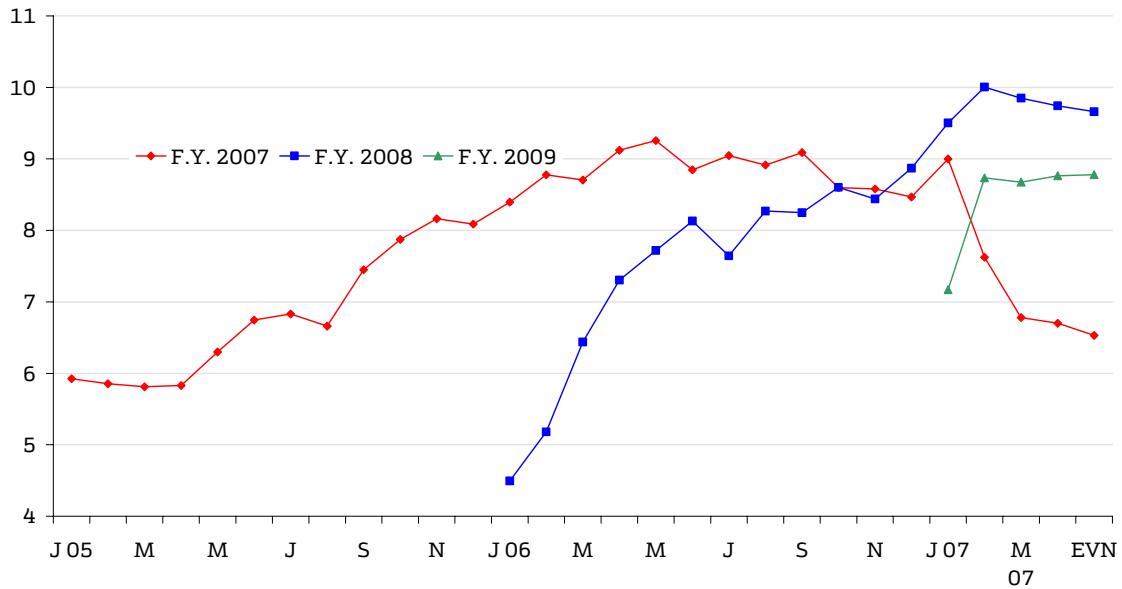
A la vista de las cifras esperadas de aumento de los beneficios empresariales en todo el mundo, más modestas que en años anteriores, y que las revisiones que se han realizado en los últimos meses han sido mayoritariamente a la baja, parece evidente que la "variable beneficios" pierde capacidad para impulsar las bolsas... aunque los beneficios empresariales no serán malos en absoluto. Como reflexión, debemos tener en cuenta que, *ceteris paribus* (si todo lo demás permaneciera constante), las bolsas deberían revalorizarse en línea con los aumentos de beneficios...

Finalmente, y en la misma línea anterior, los 2 gráficos siguientes (5.6 y 5.7) muestran cómo en los últimos meses se han revisado a la baja progresivamente las estimaciones de aumento de beneficios para 2007 (aunque no sólo para este año) y en el caso de España con particular intensidad. Esto no hace sino corroborar un mayor conservadurismo por parte del consenso de analistas con respecto a la generosidad de los beneficios empresariales para próximos trimestres.

Insistimos en este aspecto porque creemos que reviste una especial importancia para las bolsas y que esto aún no está completamente descontado en las cotizaciones.

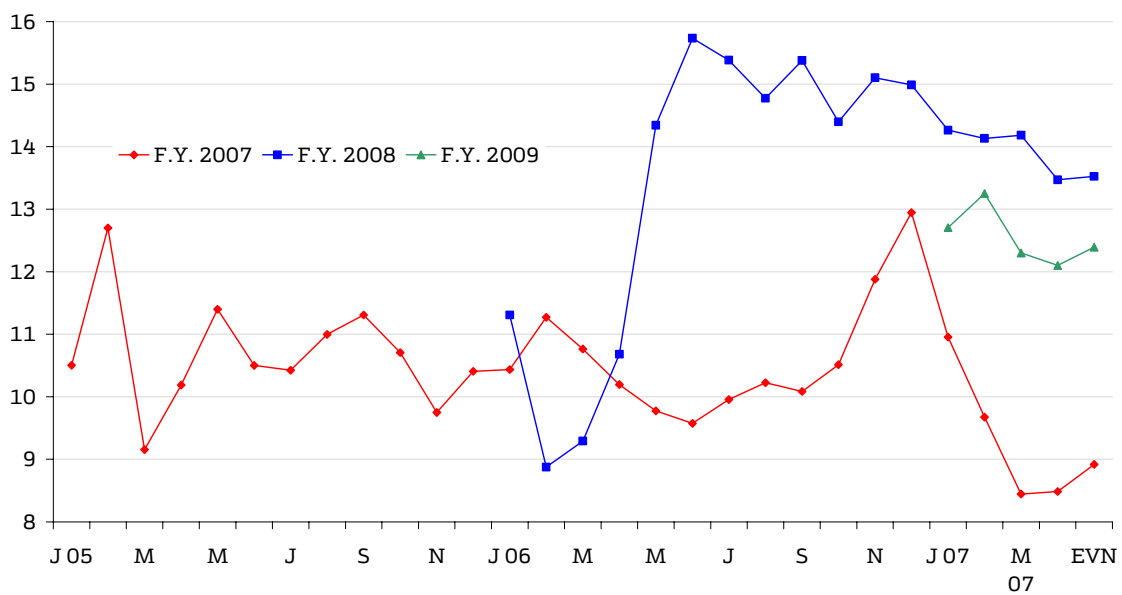
Los resultados no van a ser malos en absoluto, pero la pérdida de impulso es innegable..

Cuadro 5.6 – Revisión de las estimaciones de bfos. para Europa (DJ Stoxx 600).



Fuente: Factset.

Cuadro 5.7 – Revisión de las estimaciones de bfos. para España (Ibex-35).



Fuente: Factset.

Considerando todo esto no vemos ninguna razón para revisar al alza nuestras estimaciones para bolsas, de manera que nuestras conclusiones en términos de objetivos de índices que se ofrecen de forma resumida en el cuadro 5.8 permanecen inalteradas.

Cuadro 5.8 – Resumen de objetivos para principales índices.

Resumen de perspectivas	Dic.2006r	Dic.2007e	Potencial	Dic.2007e	Potencial
Ibex-35	14.161	16.425	16,0%	18.667	13,6%
EuroStoxx 50	4.132	4.690	13,5%	5.181	10,5%
S&P 500	1.424	1.634	14,7%	1.857	13,6%
Nikkei	17.225	19.296	12,0%	21.133	9,5%

Fuente: Estimaciones Análisis Bankinter.

En un contexto como el descrito, ¿debemos preocuparnos? En nuestra opinión, debemos ocuparnos de nuestras inversiones más que antes, cuando una gestión despreocupada casi nunca daba lugar a malos resultados debido al extremadamente positivo tono del mercado. Si se nos permite una cierta frivolidad, cambiamos "despreocupación", por "ocupación", sin llegar a la auténtica "preocupación".

Ahora la gestión debe ser más dinámica, activa, estando dispuestos a adoptar posiciones no necesariamente permanentes durante largos periodos de tiempo.

Nuestras preferencias geográficas son, por este orden, UEM, Japón y EE.UU. Evitamos intencionadamente los emergentes, de momento y hasta que termine el ajuste, particularmente LatAm. Singapur e India siguen siendo magníficas ideas de inversión, pero aconsejamos realizarlas más adelante, cuando el contexto del mercado mejore. En el caso de India es mejor esperar a que el Gobierno controle la inflación y reenfoque el presupuesto.

Sectorialmente preferimos consumo no cíclico (Carrefour, Danone, Inditex), eléctricas (Céntrica, salir de Endesa y entrar en Iberdrola), ir construyendo cartera en industriales con sólidos fundamentales y con un horizonte temporal no inmediato (Acerinox, Tubacex, Tubos Reunidos), estar preparados para entrar en bancos, pero no hacerlo aún (BNP, Santander, Pastor), así como tomar algunas posiciones en Telefónica, como excepción positiva en un sector para el que seguimos sin ver el despegue.

Como puede apreciarse, proponemos una estrategia de inversión menos agresiva que antes, pero sin llegar a ser conservadora. Es posible que a principios de año no valorásemos adecuadamente la sensibilidad de la liquidez, del

En este contexto mantenemos inalteradas nuestras estimaciones de principios de año para las principales bolsas mundiales.

Preferimos Eurozona, Japón y EE.UU....

flujo de fondos a nivel mundial, que ha venido impulsando - y aún impulsa, aunque en menor medida - los mercados. La mini-crisis de principios de marzo tuvo como origen la coincidencia de varios factores que individualmente no hubieran sido capaces de afectar al mercado en una medida importante, pero siendo coincidentes en el tiempo acabaron provocando un problema más grave, precisamente el de la liquidez, bloqueando de forma pasajera el ya bien conocido *carry-trade*.

...y aconsejamos abandonar por ahora los emergentes...

Una vez que las cosas han sucedido resulta fácil hacer autocrítica, pero aunque se pueda afirmar que en un momento determinado resulta más probable que antes que algo suceda (el debilitamiento del factor liquidez, por ejemplo), el momento preciso del desenlace no se puede identificar con certeza. Lo que sí se puede hacer es reaccionar a tiempo, en cuanto aparecen las primeras señales. Por ello, en este informe confirmamos la recomendación que anticipamos en los informes de estrategia semanales publicados en marzo: reducir exposición a bolsas en todos los perfiles de riesgo; como referencia, desde 60% el perfil agresivo hasta 15% el defensivo. La tabla 5.9 resume nuestras recomendaciones de exposición a bolsas para cada perfil de riesgo.

Cuadro 5.9 – Asignación Ideal de Activos.

Exposición a bolsas		Asignación de áreas geográficas
Agresivo	60%	Orden de preferencia: UEM, Japón, EEUU.
Dinámico	50%	
Moderado	35%	
Conservador	25%	Salir de India y Singapur (mov. táctico)
Defensivo	15%	

Asignación de sectores

Preferencias: *utilities*, industriales, consumo no cíclico, bancos (esperar).

...lo que es coherente con una estrategia de inversión menos agresiva que antes, pero no conservadora.

Nuestras carteras modelo, que se ofrecen en el cuadro 5.10 siguiente, recogen estas preferencias geográficas y sectoriales. Estas carteras se actualizan mensualmente, de manera que su composición puede variar a lo largo del año próximo. Las carteras actualizadas se pueden consultar a principios de cada mes en la pestaña de "Asesoramiento" en el Broker de Bankinter:

https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento_home?tabfav=no

Cuadro 5.10 - Principales recomendaciones: Carteras Modelo.

Cartera española	%
Pastor	10
Santander	7
Inmocaral	1
Popular	5
Mapfre	5
Telefonica	2
ACS	2
FCC	3
REE	10
Iberdrola	5
Grifols	1
Fenosa	4
Ence	4
Banesto	4
Inditex	10
ENAGAS	10
Sol Melia	4
CEPSA	10
Gamesa	2
Indra	1
Total	100

Cartera europea	%
Societe Generale	3
Royal Dutch	5
Total	5
BNP Paribas	6
De. Bank	4
Abn Amro	3
Carrefour	10
FCC	2
Vinci	2
Lafarge	2
Enel	6
Inditex	7
Danone	10
Telefonica	2
Bayer	10
Nokia	5
Philips	2
Centrica	6
De. Boerse	3
BME	7
Total	100

Fuente: Análisis Bankinter.

6.- SÍNTESIS DE ESTIMACIONES, BANKINTER.-

Estimaciones Bankinter	2004r	2005r	2006r	2007e	2008e
1.- PIB (media anual)					
España	3,3	3,5	4,0	4,0	3,8
Eurozona	1,8	1,5	2,8	2,9	3,0
<i>Diferencial España - UEM</i>	<i>153</i>	<i>208</i>	<i>120</i>	<i>110</i>	<i>80</i>
EE.UU.	3,9	3,2	3,3	2,6	2,8
R.Unido	3,2	2,0	2,8	2,8	2,5
Japón (fiscal)	2,4	1,9	2,0	2,5	2,5
China	9,5	9,9	10,5	9,0	8,0
2.- IPC					
España	3,2	3,7	3,0	2,7	2,5
Eurozona	2,2	2,2	2,1	2,0	2,0
EE.UU.	3,3	3,4	2,2	2,5	2,3
R.Unido	3,5	2,2	2,7	2,7	2,5
Japón	0,2	-0,1	0,3	0,5	0,8
3.- Paro					
España (EPA)	11,0	9,2	8,5	8,5	8,5
Eurozona	8,8	8,4	7,9	7,3	7,0
EE.UU.	5,4	5,0	4,5	4,6	4,8
R.Unido	3,5	2,2	3,0	2,9	2,8
Japón	4,5	4,4	4,0	3,8	3,7
4.- Crédito s. privado					
España (%)	17,9	27,2	24,9	21,0	17,0
Eurozona (%)	7,1	9,2	10,0	12,5	12,0
EE.UU. (consumo, %)	4,3	2,7	4,2	3,5	3,0
5.- Tipos oficiales (Dic.)					
Eurozona	2,00	2,25	3,50	4,25/4,50	4,25/4,50
EE.UU.	2,25	4,25	5,25	5,00	4,50/4,75
R.Unido	4,75	4,50	5,00	5,50	5,50
Japón	0,00	0,00	0,25	0,75	1,00/1,25
6.- Bono 10A (Dic.)					
	real				
Eurozona	3,69	3,36	3,95	4,05	4,15
EE.UU.	4,25	4,45	4,75	4,60	4,50
R.Unido	4,54	4,20	4,80	5,00	5,00
Japón	1,44	1,48	1,67	1,75	2,00
7.- Divisas					
Eurodólar	1,330	1,185	1,317	1,375	1,425
Euroyen	140,00	139,48	157,94	158,13	159,60
Yen/USD		117,75	118,75	115,00	112,00
Libra/eur	0,690	0,688	0,670	0,690	0,700

Fuente: Análisis Bankinter.