

Trimestral Enero/Marzo 2006

Informe Previsiones Año 2006

Equipo de Análisis:

*Ramón Forcada Gallo
M^a José Villa Pardo
Jorge Sánchez Quirós
Covadonga Pérez Goicoechea
David García Moral*

Área de Generación y Distribución Institucional

*Borja Uriarte
Juan Bautista Collado
Natalia de Iranzo Cabannes
Raúl Moreno
José Enrique Renedo*

Teléfono: 91-339.76.03 / 78.11

1. Resumen	<i>Pág. 3</i>
2. Perspectiva Económica	<i>Pág. 6</i>
3. Tipos de Interés	<i>Pág. 25</i>
4. Divisas	<i>Pág. 29</i>
5. Bolsas	<i>Pág. 31</i>
6. Síntesis de estimaciones	<i>Pág. 36</i>

DISCLAIMER – AVISO LEGAL

Este informe ha sido realizado por el departamento de Análisis de Bankinter, S.A.(en adelante “Bankinter”) con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del mismo. 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 del presente informe 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 refiere 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 el presente informe. 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 del presente informe 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 el informe.

En los doce meses pasados, Bankinter ha participado como asegurador o colocador en ofertas públicas de valores, recibiendo remuneración por ello, de las siguientes compañías que pueden ser objeto de análisis en el presente informe: Cintra.

Los miembros del Departamento de Análisis podrán disponer a título personal acciones de alguna/s de las compañías que se mencionan en el presente informe, 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 el presente informe, 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 este informe.

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 del informe. Los precios objetivos no implican compromisos de revalorización, ni deben ser entendidos como indicaciones ni recomendaciones de inversión.

Bankinter es titular directa o indirectamente, de al menos un 1% del capital social de las siguientes compañías cuyas acciones están admitidas a negociación en algún mercado organizado y que pueden ser objeto de análisis en el presente informe: ENCE, S.A.

Como actividades significativas de administradores en sociedades que pueden ser objeto de análisis en el presente informe 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. J.R. Arce, Consejero de Bankinter, es Consejero de Faes Farma, S.A.

Este informe no puede ser reproducido, distribuido, ni publicado por ningún receptor del mismo con ningún fin, sin la previa autorización escrita de Bankinter.

1.- RESUMEN

- Desde un punto de vista de conjunto en 2006 la economía global acelerará ligeramente su crecimiento hasta el entorno del 4%, se continuará creando empleo, las presiones inflacionistas serán menores, los tipos de interés tenderán a normalizarse (lo que implicará alguna subida más en EE.UU., varias en Europa y probable estabilidad en Reino Unido), los precios de los activos inmobiliarios presentarán aumentos mucho más moderados y el euro y el yen deberían tender a apreciarse.
- La economía norteamericana estabilizará su crecimiento, mientras que Europa y Japón deberían disfrutar de una cierta aceleración, probablemente más acusada en este último caso. El crecimiento en EE.UU. podría alcanzar su *velocidad de crucero*, en el entorno del 3,5% o tal vez ligeramente inferior, Japón debería consolidar su despegue y probablemente abandonar la deflación y Europa mostrar un mayor dinamismo, lo que debería traducirse en un crecimiento del PIB comunitario próximo al 2% hacia final de año. La economía china se desacelerará ligeramente, pero seguirá siendo una de las más dinámicas del Mundo, con una tasa próxima al 9%. Por su parte, India debería crecer por encima del 8%.
- De esta forma, el crecimiento económico mundial podría ser ligeramente superior al 4%, con una mayor contribución de Japón y Europa. El bloque de países denominado BRIC (Brasil, Rusia, India y China) reforzará su protagonismo en la economía global. Una de las consecuencias más notables de todo esto será que los fuertes desequilibrios comerciales que hoy tienen lugar entre las distintas áreas geográficas tenderán a reducirse.
- Los desequilibrios básicos de la economía americana (déficits comercial y fiscal), así como el miedo a la inflación, seguirán siendo las principales preocupaciones... pero probablemente no pasen de ser eso: preocupaciones.
- Europa ha empezado a crecer a ritmos más cercanos a su potencial durante la segunda mitad de 2005, aunque de momento gracias a sector exterior, mientras el consumo privado se mantiene débil. En 2006 esperamos una consolidación de esta mejora y una extensión a otras áreas de la demanda interna.
- El Banco Central Europeo podría subir su tipo de intervención hasta la banda 2,75%/3,00% y la Fed hasta 4,75%/5,00%, aunque en este último caso la sustitución de Greenspan por Bernanke introduce algunas incertidumbres de criterio. En este entorno, los bonos seguirán ofreciendo poco atractivo en general
- La subida del dólar puede agotarse con estos entornos de tipos de interés. El euro y el yen deberían fortalecerse a medida que avance el año, mientras que el yuan chino debería revaluarse una o varias veces.
- Creemos que los potenciales de las principales bolsas siguen siendo interesantes, pero es preciso globalizar la cartera favoreciendo Japón, Europa e incluso EE.UU. y reduciendo España. Sectorialmente preferimos Bancos, Seguros, Industriales y cíclicas. Las subidas de tipos podrían castigar a concesionarias y eléctricas.

INFORME DE PREVISIONES

PRIMER TRIMESTRE DE 2006

Durante el último trimestre de 2005 se puso de manifiesto que las principales incertidumbres que se cernían sobre la economía global, sin dejar de ser relevantes, han perdido parte del dramatismo que parecían tener a mediados de año e incluso en algunos casos han dejado de ser preocupaciones de primera línea. Esto supone una mejora sustancial de nuestra percepción con respecto a las perspectivas sobre la economía global en los siguientes frentes:

Durante los últimos meses de 2005 las principales incertidumbres que se cernían sobre la economía mundial perdieron parte de su peso...

1.- Tipos de interés.-

Se ha producido un cambio cualitativo en la interpretación de las causas que permiten o dan lugar, dependiendo de cómo quiera verse, a las subidas de tipos que está aún teniendo lugar en EE.UU. y Europa. Si inicialmente se pensaba que la permanencia de unos niveles de inflación indeseados podrían forzar un endurecimiento de la política monetaria por parte de la Fed y el BCE más allá de lo conveniente, lo que podría haber frenado el relanzamiento de ambas economías, ahora parece estar generalmente aceptado que más bien tiene lugar un proceso de normalización de niveles de tipos de interés que no tiene por qué dar lugar a unos tipos de interés que pongan en riesgo el crecimiento económico.

2.- Inflación.-

El encarecimiento del petróleo y de los alimentos frescos provocó en la última parte del año 2005 un importante repunte de la inflación en Europa y EE.UU., aunque las tasas subyacentes permanecieron en niveles más que aceptables. El principal temor era que la persistencia del encarecimiento de los componentes más volátiles del IPC acabase transmitiéndose con el paso del tiempo a la inflación subyacente y, por tanto, convertirse en algo tendencial y estructural. No ha sido así, como lo demuestra el hecho (hipótesis que nosotros defendimos en todo momento, dicho sea de paso) de que los datos de inflación de noviembre mostraron una progresiva convergencia, a la baja, entre las tasas general y subyacente del IPC en ambas regiones. Al suceder esto, desaparece el temor a que los tipos de interés puedan subir más allá de lo aceptable para el correcto desarrollo económico debido al irrenunciable objetivo de combatir la inflación.

...como es el caso de la inflación, las subidas de tipos más allá de lo deseable o las incertidumbres políticas y económicas en la Eurozona.

3.- Incertidumbre política y económica en la Eurozona.-

Poco a poco se ha puesto de manifiesto en los últimos meses de 2005 que la economía europea empieza a despertar. Esto es así gracias al mayor dinamismo disfrutado por 2 países claves: Francia y Alemania. La economía francesa ha acelerado el crecimiento de su PIB hasta +1,8% desde +1,1%, mientras que la germana hasta +1,4% desde +0,7%. Puede que aún no sea suficiente como para estar tranquilos, pero es más de lo que teníamos antes y, lo que es más importante aún, son cifras mejores de lo esperado incluso por los más optimistas. Esto indica que, en principio, la situación se está enderezando más rápidamente que lo que se esperaba.

La composición cualitativa de los beneficios empresariales también ha mejorado...

...de manera que la principal incertidumbre estructural ha pasado a ser la deslocalización, debido a los posibles desequilibrios regionales que puede llegar a provocar.

En el frente político también ha sucedido así, por dos razones. En primer lugar Alemania dispone ya de un gobierno operativo salido de las últimas elecciones, cuyos resultados fueron lo suficientemente indefinidos como para obligar la formación de una gran coalición de gobierno entre el SPD (centro izquierda) y la CDU (centro derecha), que incluye también a otros partidos minoritarios pero claves para la formación de gobierno (como los Liberales y los Verdes). Las negociaciones fueron muy complicadas y exigieron casi el agotamiento de los plazos legales para las mismas. Aunque dicho gobierno, encabezado por la CDU, seguramente no resultará tan operativo como Alemania necesita para poder llevar adelante las reformas estructurales necesarias para dinamizar su economía (mercado de trabajo, beneficios sociales, fiscalidad, etc), al menos dispone de un gobierno formado que podría intentar sacar adelante algunas de ellas en base a acuerdos con una amplia base política.

4.- Calidad y sostenibilidad de los beneficios empresariales.-

Durante la segunda mitad de 2005 empezó a ponerse en evidencia que los resultados de las compañías americanas no iban a continuar mejorando sólo gracias a las reducciones de costes, sino también en base a una incipiente mejora de los ingresos. Este cambio cualitativo es fundamental de cara a creer en la sostenibilidad del aumento de los beneficios, ya que las mejoras de resultados apoyadas únicamente en reducciones de costes tienen siempre una vida limitada. A partir de la publicación de los resultados empresariales del primer semestre de 2005, cifras que no vieron la luz hasta agosto, y sobre todo desde los resultados de los 9 primeros meses, publicados a partir de noviembre, pudo apreciarse, con la aportación de tranquilidad que ello implica, que las ventas estaban empezando a mejorar y que, por tanto, los aumentos de beneficios se apoyan, ya hoy, no sólo en menores costes sino también en mejores ingresos.

5.- Impacto de la deslocalización.-

La mayor participación en el crecimiento económico mundial que han pasado a tener China e India principalmente, aunque también otros países de menor tamaño (Corea, Indonesia, etc), no es *gratuita* para el resto de economías *tradicionales*. Se está produciendo un desplazamiento innegable de empleo y, por tanto, de generación de riqueza hacia esas economías. La deslocalización de industrias (sobre todo en hacia China) y de centros de prestación de servicios (idem India) es evidente e inevitable. La profundidad del impacto derivado de esto sobre el resto de economías es aún muy difícil de cuantificar y, en nuestra opinión, esta pasa a ser la principal incertidumbre estructural y, por tanto, de medio plazo para la economía global. Aunque este proceso permite una mejor redistribución geográfica de la riqueza podría traer consigo nuevos desequilibrios derivados de las diferentes *reglas de juego* que se aplican en cada área geográfica.

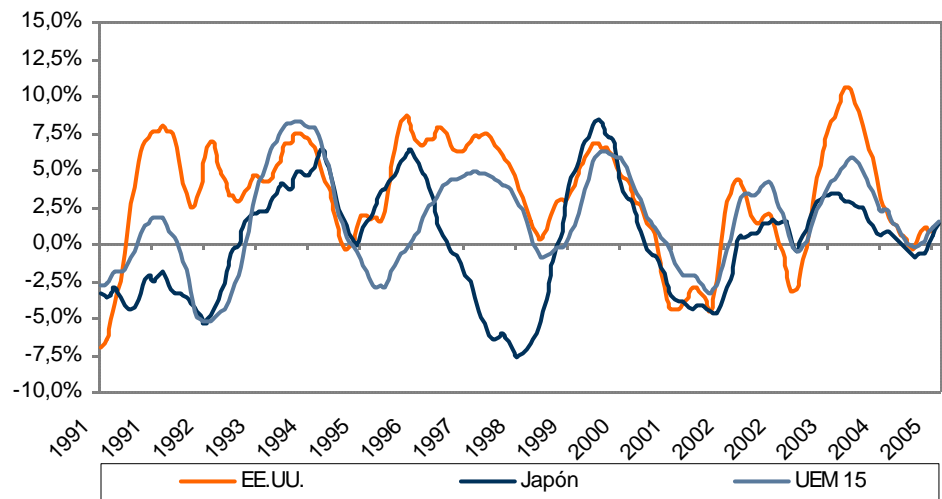
2.- PERSPECTIVA ECONÓMICA

El entorno económico global se mantiene en un entorno bastante sostenido, sin muestras visibles de desaceleración. Incluso en zonas donde el crecimiento parecía más débil se empiezan a atisbar signos de mejora (países centrales de la zona euro, por ejemplo), mientras que Estados Unidos parece haber soportado el efecto de los huracanes sin grandes efectos negativos.

Durante los últimos meses de 2005 se ha producido una aceleración del crecimiento de la economía global...

Esta mejora generalizada de lo que podríamos denominar *tono económico global* aparece claramente identificada por la evolución de los principales indicadores adelantados de la OCDE, como se muestra en el gráfico 2.1 siguiente.

Cuadro 2.1.- Indicadores adelantados OCDE.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

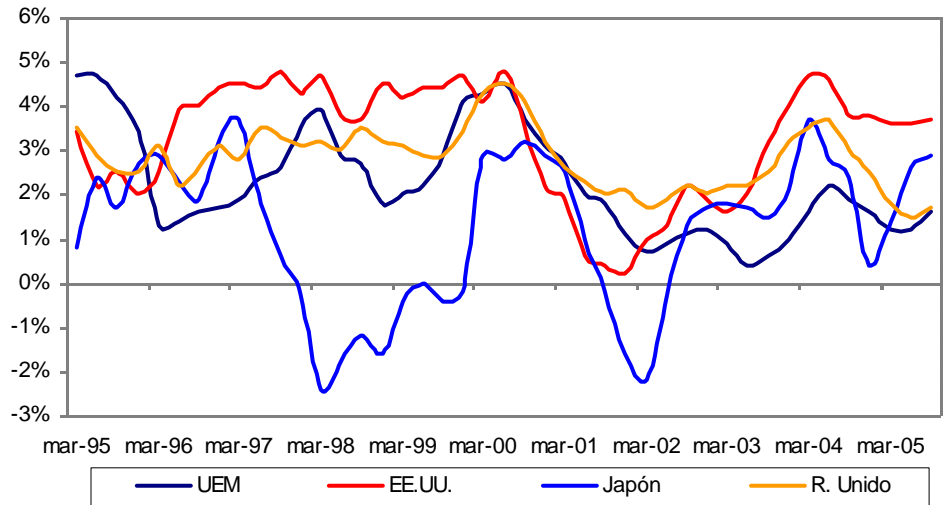
Pero ese mayor dinamismo económico no viene identificado sólo por los indicadores adelantados, los cuales pueden después traducirse en más crecimiento económico o no, sino por las propias mediciones de los PIBs de las diferentes áreas geográficas, como se puede apreciar en el gráfico 2.2.

...lo cual pensamos sienta una buena base en términos de tendencia para 2006.

La recuperación de Japón se presenta más intensa que la de la Eurozona, mientras que Reino Unido empieza a mostrar un movimiento de vuelta tras un par de trimestres de pérdida de impulso. El ritmo de la recuperación más intensa, entre las economías que podríamos denominar *convencionales*, corresponde a EE.UU. que, como aparece en el gráfico, parece estar entrando en una etapa de consolidación en un entorno de crecimiento sólo ligeramente inferior al 4%. Lo más destacable de todo esto es, en nuestra opinión, no tanto la mejor evolución de cualquiera de estas economías en particular, sino la coincidencia de todas ellas en una tendencia expansiva de mayor o menor intensidad según el caso. Esto, en combinación con unas tensiones inflacionistas tendentes a remitir, da como resultado un escenario relativamente benigno y tranquilo caracterizado por una tendencia hacia la estabilización general a lo largo de 2006.

Cuadro 2.2.- PIB de R.U., EE.UU. Japón y Eurozona.

Si bien Reino Unido sufre una cierta pérdida de impulso,...



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

...y EE.UU. ajustará su crecimiento a su potencial de largo plazo...

Las revisiones de estimaciones de crecimiento al alza por áreas geográficas compensan aquellas otras realizadas ligeramente a la baja, tanto de cara al promedio para 2005 (en cuyo caso la incertidumbre se limita al 4T exclusivamente) como para el conjunto de 2006. Esto es así debido a que en 2005 Japón habrá crecido sustancialmente más de lo esperado (probablemente +1,6% en lugar de +1,2% anteriormente estimado) y algo similar sucede con la Eurozona (+1,8% vs +1,2%), lo cual compensa tanto por la dimensión de las propias economías afectadas como por el alcance de las revisiones la modesta modificación a la baja de las expectativas en Reino Unido (+1,8% en lugar de +2%). Algo parecido puede decirse con respecto a las expectativas para 2006, ya que la aceleración del crecimiento en la Eurozona y Japón compensa con creces los ligeros ajustes a la baja en EE.UU. y Reino Unido, sobre todo cuando en el primero de los casos no se producirá una desaceleración sino más bien un ajuste hacia su potencial de crecimiento de largo plazo (ver tabla 2.3).

...el mayor dinamismo de la Eurozona y Japón compensará holgadamente desde un punto de vista de conjunto.

Cuadro 2.3.- Estimaciones de crecimiento económico por áreas geográficas.

PIB	2004r	3T'05r	Estimaciones 2005 BKT		Estimaciones 2006 BKT	
			Actual	Previo	Actual	Previo
ESPAÑA	3,1%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
UEM	1,7%	1,6%	1,8%	1,2%	2,1%	1,5%
R.U.	3,1%	1,7%	1,8%	2,0%	2,1%	2,3%
EE.UU.	4,4%	3,7%	3,5%	3,5%	3,4%	3,5%
JAPÓN	2,6%	1,5%	1,6%	1,2%	2,0%	1,3%

Fuentes: Banco de España (2004r). Bankinter, en "Estimaciones 2005 BKT".

Dato: PIB precios constantes en dato interanual.

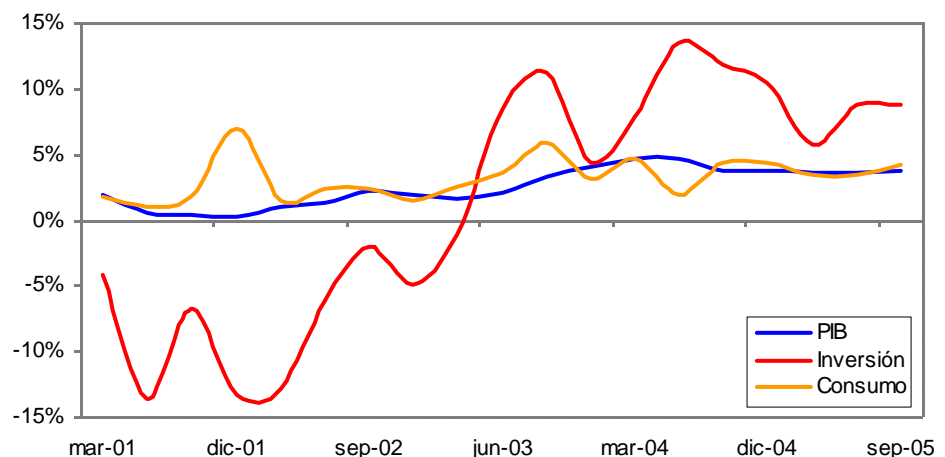
Nota: El INE ha realizado una revisión de la serie de PIB para España con efecto retroactivo, lo que introduce cambios sustanciales al alza en 2004 y obliga a resituar en coherencia con esto las estimaciones para 2005 y 2006.

2.1.- Estados Unidos.

La economía americana probablemente ralentizará su ritmo de crecimiento en 2006...

El crecimiento de la economía americana mantiene tasas en el rango 3,3% / 4% desde la primavera de 2004. La tendencia de los trimestres más recientes es de ligera aceleración (+3,7% en 3T'05) y con un cambio cualitativo a mejor, ya que el consumo privado mantiene una tasa de avance ligeramente superior al 4% y la inversión ex – vivienda ha sido revisada al alza desde +6,2% preliminar hasta +8,8%, lo que iguala la tasa del 2T'05 y sigue siendo lo suficientemente generosa como para permitir pensar que parece difícil que, salvo cambios bruscos en otras componentes, el PIB americano en su conjunto crezca por debajo del 3,5% en los primeros 2 trimestres de 2006. En todo caso, a lo largo de dicho año podríamos asistir a una ligera desaceleración del consumo privado, efecto que podría verse compensado con una mejora de las exportaciones en base a una menor solidez del dólar y a la recuperación de la demanda en Europa y Japón. No obstante, esto no debe llevar a creer que el tamaño del déficit exterior vaya a reducirse, ya que la fortaleza de la demanda interna hará inevitable el constante aumento de las importaciones americanas.

Cuadro 2.1.1.- PIB total, Inversión y Consumo Privado de EE.UU. por trimestres.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

...pero éste seguirá siendo francamente atractivo y suficiente para continuar creando empleo con una intensidad notable.

Los huracanes del pasado verano tuvieron unos efectos devastadores sobre las zonas afectadas, especialmente el Katrina a finales de agosto. No sólo la pérdida de vidas humanas fue muy elevada para los estándares de Estados Unidos (por encima de las 1.000) sino que la capacidad productiva de la zona, especialmente la producción y refino de crudo, se vieron bastante afectados.

Los temores iniciales de caída de la actividad no se han visto en las estadísticas más que de forma muy marginal (durante algunas semanas las peticiones de desempleo fueron más altas), en línea con lo que habíamos previsto, ya que el peso del Estado de Nueva Orleans sobre el total de EE.UU. no es significativo. El esfuerzo de reconstrucción probablemente permitirá cambiar algo menos de consumo privado por algo más de inversión en lo que a componentes del PIB se refiere, lo que, en nuestra opinión, supone, en todo caso, un cambio cualitativo a mejor.

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

	Producto Interior Bruto (Var. ToT%)						
	1ª Rev	Prel.	jun-05	mar-05	dic-04	sep-04	jun-04
PIB t/t	4,3%	3,8%	3,3%	3,8%	3,3%	4,0%	3,5%
PIB a/a	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,8%	3,8%	4,6%
Deflactor t/t	3,0%	3,1%	2,6%	3,0%	2,7%	1,3%	3,9%
Deflactor a/a	2,8%	2,9%	2,4%	2,7%	2,9%	2,6%	2,8%
Cons. Privado	4,2%	3,9%	3,4%	3,5%	4,3%	4,4%	1,9%
Bs. Duraderos	10,5%	10,8%	7,9%	2,6%	5,5%	10,8%	0,4%
Inv ex vivienda	8,8%	6,2%	8,8%	5,7%	10,4%	11,8%	13,5%
Invers. Vivienda	8,4%	4,8%	10,8%	9,5%	1,6%	2,6%	17,8%
Exportaciones	0,8%	0,8%	10,7%	7,5%	7,1%	5,5%	6,9%
Importaciones	2,1%	0,0%	-0,3%	7,4%	11,3%	4,7%	14,5%
Gasto Estado	3,2%	3,2%	2,5%	1,9%	0,9%	1,8%	2,3%
Defensa	10,3%	10,2%	3,7%	3,0%	-3,3%	9,0%	0,8%

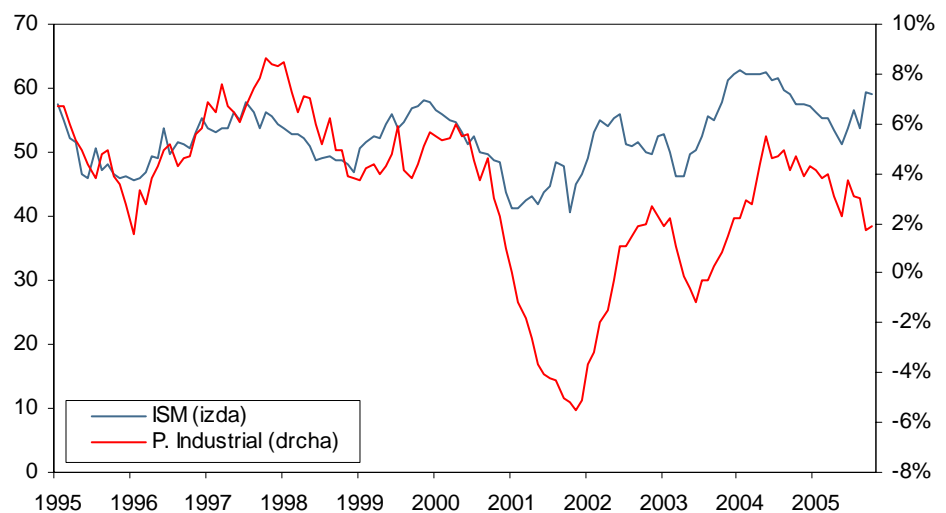
Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

El PIB americano está poco apoyado en inventarios y más en inversión que en consumo...

Los datos más recientes del PIB americano muestran, por último, 2 indicios positivos. El primero de ellos es el hecho de que el crecimiento económico viene muy poco apoyado en la creación de inventarios, lo que lleva a pensar que deberá tener una cierta reconstrucción de los mismos en los próximos trimestres mientras el consumo y la inversión sigan evolucionando positivamente, lo cual aportará algo más de crecimiento. El segundo indicio es la reducción del deflactor del PIB, que retrocede desde +3,1% en 2T hasta +3,0% en 3T, lo que no hace sino confirmar que las tensiones inflacionistas tienden a remitir. Conviene tener presente que la Fed sigue con particular interés este deflactor de precios, lo que respalda la sensación de que el proceso de subidas de tipos puede agotarse ya en el 1T'06.

Cuadro 2.1.3.- Confianza empresarial (ISM) y producción industrial en EE.UU.

...lo que son síntomas muy buenos en relación a su sostenibilidad..

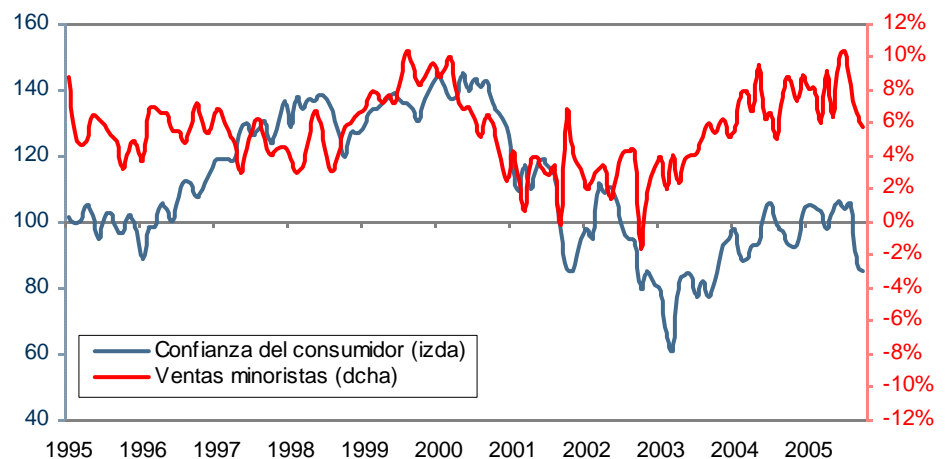


Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

La confianza empresarial parece más sólida que la del consumidor.

En cuanto a los indicadores de confianza americanos se observa una evolución dispar, según se trate de empresas o de particulares. La confianza empresarial comenzó a mejorar desde mediados de 2005, tras haber retrocedido prácticamente de forma ininterrumpida durante los 18 meses anteriores. Esta mejora resulta consistente con el aumento de la inversión empresarial en tasas cercanas al 10%. Sin embargo, el encarecimiento del petróleo ha dañado de forma apreciable no sólo las expectativas de los consumidores, sino las ventas al por menor efectivamente realizadas. En una sociedad acostumbrada al transporte individual para casi todo, pero especialmente para ir de compras a los centros comerciales los fines de semana, el encarecimiento de la gasolina ha dado lugar a una reducción de los desplazamientos y, por tanto, de las compras de los particulares. No obstante, las primeras cifras de las ventas de la campaña de Navidad, que oficialmente comienza el Día de Acción de Gracias o *Jueves Negro* (porque muchas tiendas entran en *punto muerto* a partir de ese día) indican aumentos del 22%, tasa muy superior a lo esperado para el conjunto del ejercicio (+4% / +6%).

Cuadro 2.1.4. - Confianza del consumidor y ventas minoristas en EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

Los huracanes harán que se renuncie a algo de consumo presente a cambio de algo más de inversión en los próximos trimestres.

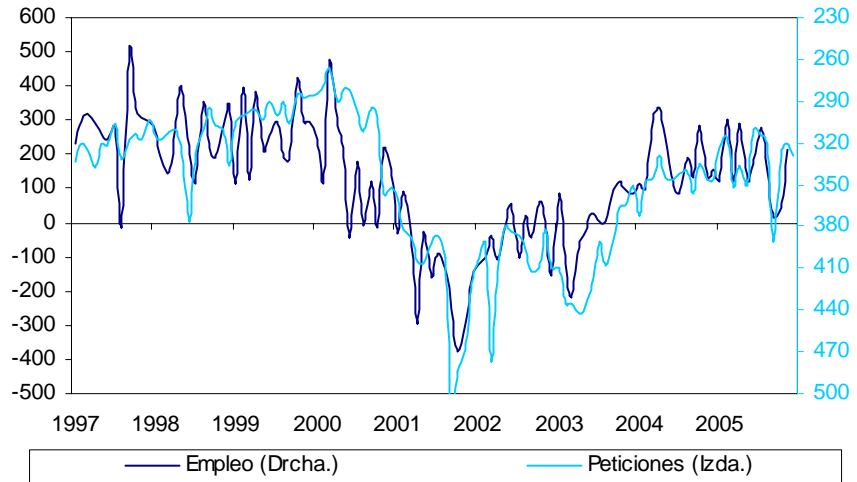
No creemos que, en todo caso, cambiar algo menos de consumo por algo más de inversión sea en absoluto negativo para EE.UU. en este contexto, a pesar de lo cual todo parece indicar que las ventas minoristas han experimentado una mejora apreciable en los últimos compases de 2005.

Antes del Katrina la tasa de paro americana había conseguido franquear la barrera del 5% y bajar hasta el 4,9%, pero el impacto de los huracanes provocó un repunte de 2 décimas, hasta el 5,1%. U mes después regresaba al 5%, nivel que tradicionalmente se ha entendido se corresponde con la tasa de paro friccional, es decir, aquella que tiene carácter estructural y de la cual resulta muy difícil bajar. Pensamos que las circunstancias obligarán a una actualización del nivel de paro friccional americano, puesto que los constantes avances de productividad y la continua creación de empleo probablemente permitirá reubicar dicha tasa más abajo (¿4%?). En nuestra opinión, el paro americano se irá reduciendo algo más aún a

lo largo de los primeros meses de 2006, llegando tal vez hasta el 4,8%. La fuerte reducción de las peticiones de subsidios de desempleo observadas en los últimos meses, de nuevo a pesar del Katrina (ver tabla 2.1.5.), se encuentran cada vez más cercanas a las 300.000 personas, lo que respaldaría las mencionadas expectativas de reducción de la tasa de paro.

La inflación se presenta más como una dificultad que como un problema grave.

Cuadro 2.1.5.- Creación mensual de empleo en EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

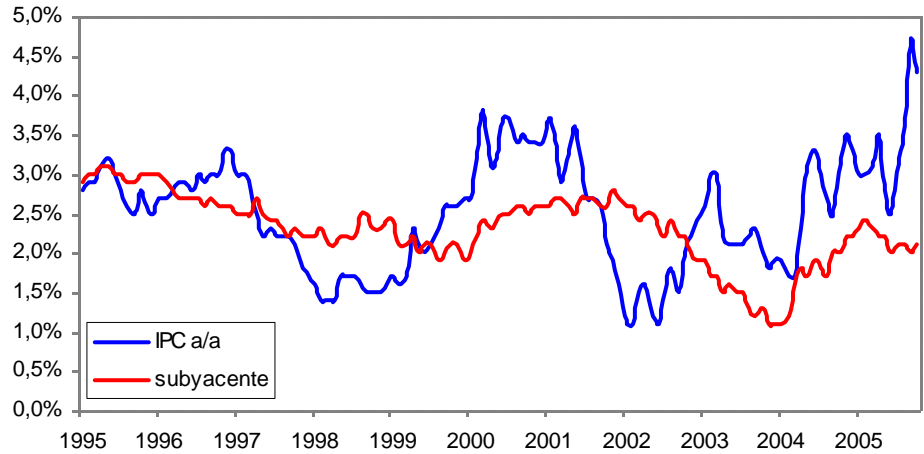
¿Es la inflación un problema? En nuestra opinión es más una dificultad que un problema. El encarecimiento del petróleo ha llevado a un fuerte repunte del IPC general, pero no así de la tasa subyacente. Otra razón de fondo son las irregularidades climáticas, que han venido perjudicando durante meses las cosechas y produciendo un encarecimiento de los alimentos frescos. Ambos factores (petróleo y alimentos frescos) ha llevado a un repunte de la inflación, pero no de su tasa tendencial de largo plazo, representada por la subyacente. El principal temor es que la persistencia de precios altos en las componentes más volátiles acabe calando en la subyacente y modifique al alza la tendencia de la inflación en el largo plazo. Una razón fundamental e que permite pensar que esto no sucederá es que el proceso de globalización a que se ha hecho referencia en el principio de este informe está dando lugar a unas fuertes presiones deflacionistas en todo el Mundo, ya que las exportaciones de países como China o India si se caracterizan por algo es por su competitividad en precios.

En los próximos meses veremos remitir las tensiones inflacionistas, convergiendo a la baja las tasas subyacente y general.

Nosotros pensamos que durante 2006, y de hecho se ha podido apreciar ya desde finales de 2005, asistiremos a una moderación de la inflación en general y en EE.UU. en particular, con una convergencia a la baja entre las tasas general y subyacente, puesto que tendrá lugar un *efecto espejo* positivo en relación al precio del petróleo al compararse unos precios muy parecidos entre 2006 y 2005, cosa que no sucedió en 2004. En consecuencia, entendemos que la inflación es más bien una preocupación de corto plazo que un problema de largo plazo... al menos, en base a la información de que hoy disponemos.

Cuadro 2.1.6.- IPC general y subyacente en EE.UU.

Las mejoras de productividad no parecen haberse agotado...

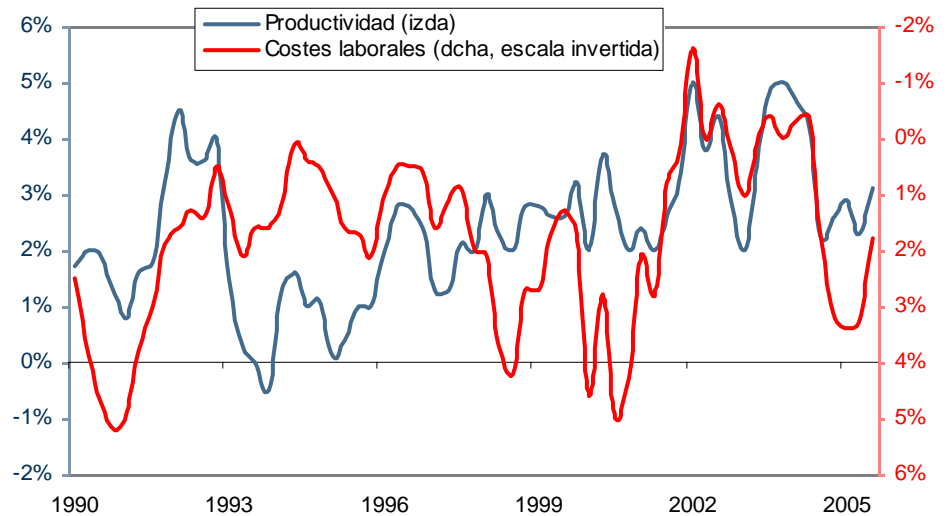


Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

En términos de productividad parece que se está produciendo un *movimiento de vuelta* tras varios meses de preocupación ante los persistentes retrocesos. Como se puede apreciar en la tabla 2.1.7 las mejoras de productividad han repuntado hasta el entorno del 3% y hay que tener en cuenta que en ningún momento cercano se han situado por debajo del 2%. Esta sostenibilidad permite soportar aumentos de los costes laborales de similar cuantía, que es precisamente lo que está sucediendo, ya que las cargas por beneficios sanitarios son cada vez más altas y un problema cuya solución está aún pendiente. Nuestro gráfico muestra una escala invertida para los costes laborales, de manera que lo que está sucediendo en los últimos meses es casi lo mejor que puede suceder, al menos en términos de tendencia: la productividad repunta y el aumento de los costes laborales tiende a moderarse, poniéndose poco a poco, al menos aparentemente, en línea con las mejoras de productividad.

...lo que permite soportar aumentos de costes laborales que al final redundan en una mejora del consumo privado.

Cuadro 2.1.7.- Evolución de la productividad en EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

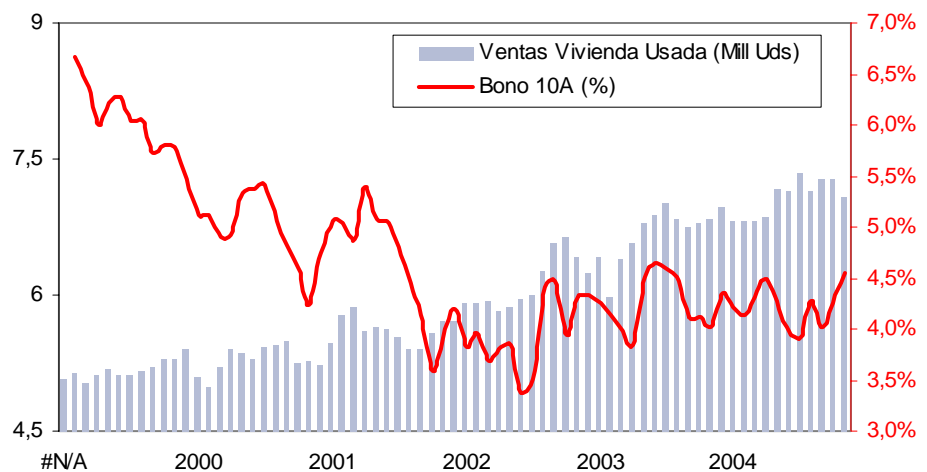
Creemos que la clave básica para la demanda de vivienda es el empleo...

Por último, parece lógico preguntarse cuál es la sensibilidad del mercado de vivienda americano al proceso de subidas de tipos de interés y si es posible que pueda provocar el estallido de una hipotética burbuja. En este sentido nuestra apreciación es que la clave fundamental para la demanda inmobiliaria residencial es el empleo y no tanto los tipos de interés, al menos en el entorno en que éstos se encuentran actualmente y sobre el cual no creemos vayan a producirse variaciones sustanciales. Además, es conveniente poner de manifiesto algunas particularidades del mercado de vivienda americano que hacen sea relativamente independiente de la evolución de los tipos. En primer lugar, en EE.UU. sólo el 14% de los propietarios de casas tienen una hipoteca sensible a variaciones en los tipos de interés, ya que el 35% de las casas no tienen cargas y el 51% están vinculadas a tipos fijos. En segundo lugar, una parte importante de ese 14% tiene su hipoteca sujeta a un sistema denominado ARM (Adjustable Rate Mortgage) que consiste que el cliente se compromete al pago de una cantidad fija mensual, que en algunas ocasiones llega incluso a corresponderse únicamente con los intereses, de manera que lo que permanece fijo es la cuota y lo que ajusta son los plazos y/o el principal pendiente.

...al menos en el actual entorno de tipos bajos desde una perspectiva histórica...

En la práctica este sistema inmuniza relativamente al cliente de las alteraciones en los tipos de interés, aunque en realidad se trate más bien de una inmunización más estética que real... Como se muestra en la tabla 2.1.8 las recientes subidas de los tipos largos (a los cuales se vinculan habitualmente las hipotecas en EE.UU.) no han supuesto un freno a las ventas de casas, que siguen marcando máximos desde una perspectiva histórica. Aunque en los últimos meses hayan presentado una cierta moderación, el nº de operaciones de compraventas sigue siendo muy alto.

Cuadro 2.1.8.- Evolución del bono a 10 años americano y las ventas de casas en EE.UU.



...de manera que no estamos particularmente preocupados por el mercado inmobiliario.

Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

2.2.- Europa.

La "resurrección" de la economía europea es cada vez más tangible...

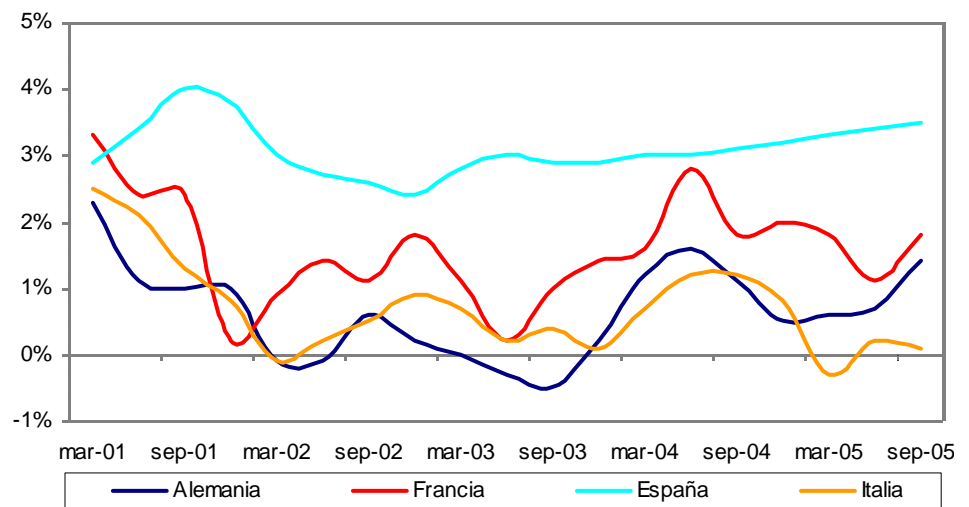
La economía europea parece resucitar finalmente. Las cifras de crecimiento del tercer trimestre de 2005 dan margen de esperanza a una consolidación de la recuperación apenas atisbada en meses anteriores. El PIB de la zona euro creció un 1,6% en el tercer trimestre en tasa interanual, 4 décimas más que en el trimestre anterior. Francia (+1,8%) y Alemania (+1,4% por una vez no restaron, en conjunto, a la media europea. De hecho, el mayor dinamismo de la economía europea ha venido apoyado sobre todo en estos 2 países, ya que hay otros, como Holanda (+0,8% vs +1,0% en 2T) e Italia (+0,1% vs +0,2%) que muestran una leve pérdida de impulso. España (+3,5%) sigue a la cabeza en el frente de crecimiento, aunque soportando 2 desequilibrios graves que suponen una hipoteca a futuro: la mayor inflación y el fuerte déficit por cuenta corriente, este último igual o superior al norteamericano en relación al PIB de cada país.

Esta mejora de las 2 principales locomotoras de la Eurozona no deja de sorprender por coincidir con un entorno poco propicio tanto en Alemania (elecciones con resultado muy dividido y gobierno de coalición sin programa definido) como en Francia (revueltas en las zonas más pobres de las ciudades que cuestionan el sistema de integración de los inmigrantes y sus descendientes).

...gracias a la mejora de perspectivas en sus 2 locomotoras: Alemania y Francia.

En Alemania la base del crecimiento sigue sustentada en la demanda externa y también algo en la inversión. El consumo privado sigue sin despertar. No obstante, tras pasar por el peor momento desde la II G.M., el paro ha comenzado a reducirse y la tasa de desempleo sobre población activa ha bajado desde 11,7% hasta 11,5%. Lo más importante no es la tasa en sí, que sigue sin ser buena, sino el síntoma de un cambio de tendencia. Para Alemania es muy importante la evolución de la demanda interna norteamericana, ya que las mejoras dependen, en un grado superior a otros países, de las exportaciones. En Francia el crecimiento está volviéndose algo más equilibrado, con una contribución más dinámica del consumo.

Cuadro 2.2.1.- Evolución PIBs principales economías UEM.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

No obstante, persisten algunas incertidumbres que no debemos dejar de mencionar...

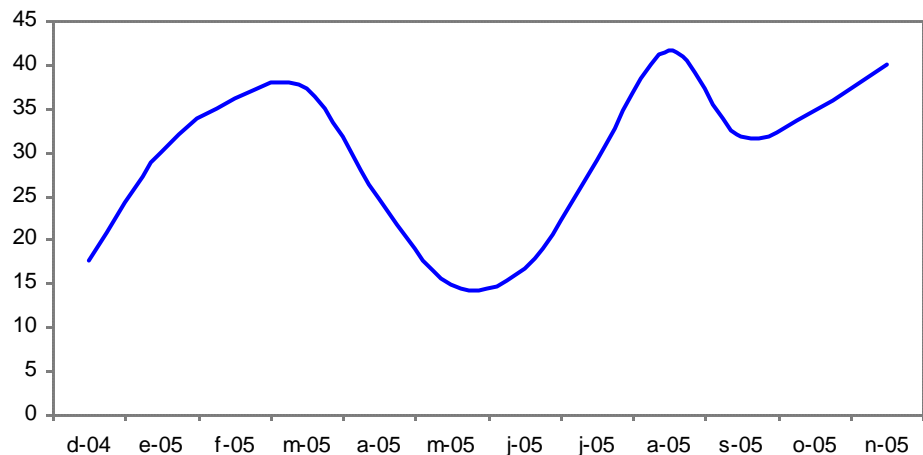
Mantenemos la esperanza de una consolidación de esta recuperación. Sin embargo, conviene no olvidar un par de cuestiones. La primera, señalar que el gobierno de coalición alemán nace con un programa demasiado centrado en la subida de impuestos (IVA y renta personal) para atacar al elevado déficit público, hoy muy por encima del límite del 3% fijado por Maastricht. Los planes de recorte del impuesto de sociedades y de reforma de los mercados de factores han quedado pospuestos, sin fecha prevista. De esta forma, no parece evidente que un aumento de los impuestos sea la mejor medida para combatir un déficit provocado en realidad por la falta de actividad económica. Un menor dinamismo de la economía implica, *ceteris paribus*, menos recaudación y si el gasto público no se adapta a las circunstancias, probablemente lo único que se consiga subiendo impuestos sea frenar precisamente la incipiente expansión económica. Sólo el tiempo dirá si esto es así o no. Lo que parece evidente es que Alemania crece algo más, pero no por un mayor dinamismo propio, sino por el éxito de sus exportaciones... y en un momento no muy lejano el consumo privado debería tomar el relevo.

...como son la hipotética inestabilidad del gobierno alemán de coalición que tanto trabajo ha costado formar...

En el lado francés, las revueltas en los suburbios de las ciudades pueden igualmente posponer medidas de reforma. En Italia el gobierno se enfrenta a los últimos meses de su mandato en una situación de clara debilidad. El gobierno británico no progresa en la presentación del presupuesto de la Unión para el periodo 2007-2013, sino más bien, en el momento de redactar este informe, las negociaciones no parecen avanzar sustancialmente.

No obstante las incertidumbres anteriores, mejora algo el sentimiento general de la economía europea, como pone de manifiesto el ZEW alemán desde principios de 2005 que se muestra en el cuadro 2.2.2. siguiente.

Cuadro 2.2.2.- Confianza en la Eurozona según el ZEW.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

...o la, por el momento, "aparcada" Constitución Europea.

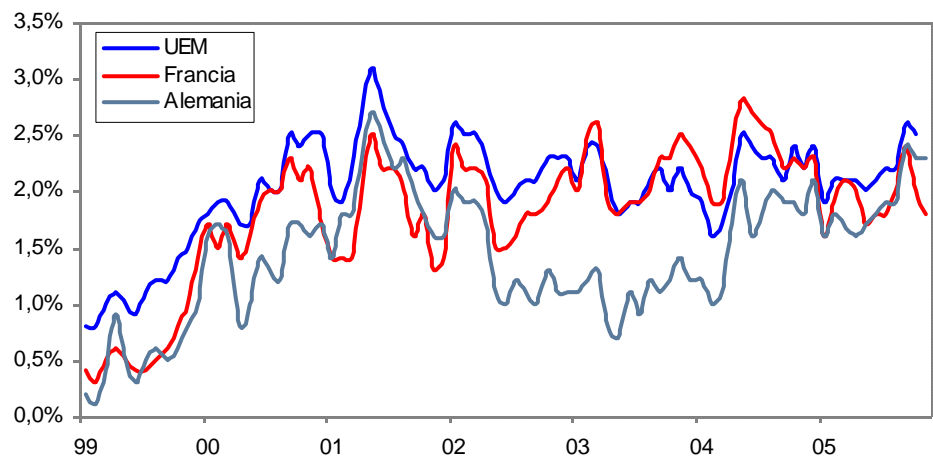
El encarecimiento de las materias primas ha empujado los precios de la zona euro por encima de los niveles de confort del Banco Central Europeo (aprox. en el 2%). Este factor, aunque en principio temporal, pues la inflación subyacente se mantiene bastante

controlada de momento, se añade a unas cifras de actividad algo más positivas para empujar el BCE a mover algo más en 2006 los tipos de referencia, que ya los ha subido del 2% al 2,25%, por primera vez desde mediado de 2003. Este aspecto lo desarrollamos con más detalle en el apartado dedicado exclusivamente a los tipos de interés.

Las tensiones inflacionistas tenderán a remitir también en la Eurozona en los próximos meses...

La inflación de la zona euro marcó un máximo del año en septiembre (2,5%) para luego relajarse algo en noviembre y previsiblemente continuar en la misma dirección en diciembre y principios de 2006. En realidad la inflación subyacente o tendencial de la economía europea es sólo ligeramente superior al 1% (1,3% para ser más exactos), lo que pone de manifiesto que los repuntes de precios de 2005 se han debido sobre todo a las componentes más volátiles: la energía y los alimentos frescos. Esto nos lleva a creer que la moderación de precios dará como resultado un IPC europeo sólo ligeramente superior al deseado 2%, de nuevo. Esto es de fundamental importancia para el correcto desarrollo de la economía europea, ya que implica que el BCE no se verá forzado a subir tipos para combatir la inflación. Si continúa subiendo tipos, cosa que probablemente sucederá sólo de manera muy progresiva y moderada, será para normalizarlos desde un punto de vista histórico y porque la reactivación económica se irá permitiendo.

Cuadro 2.2.3.- Inflación en la Eurozona 2000/05.



...de manera que el BCE no tendrá que subir tipos para combatirla.

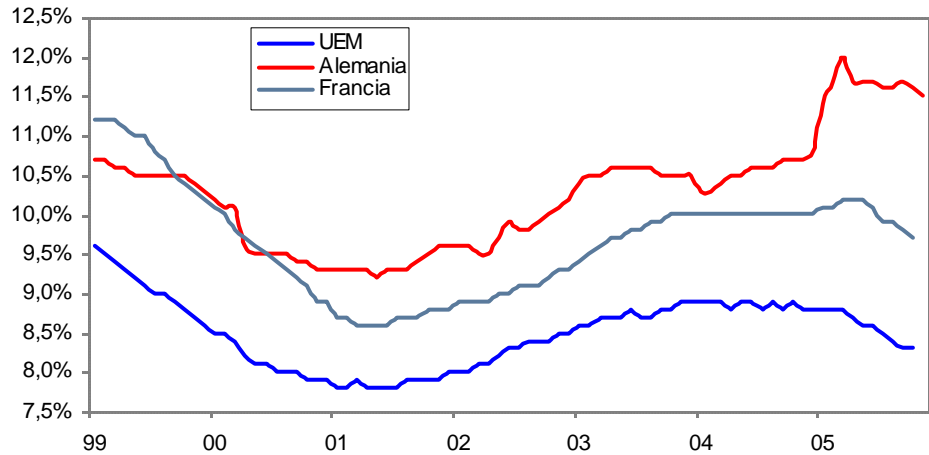
Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

Todo lo anteriormente expuesto dibuja un escenario razonablemente esperanzador para la economía europea, más esperanzador, de hecho, que hace 3 meses, momento en que la situación era francamente incierta. En nuestra opinión, la mejor prueba para salir de dudas con respecto a si la situación realmente está mejorando en Europa de forma tangible y no sólo en términos de expectativas es echar un vistazo a un indicador retrasado clave, como es el paro. Si éste comienza a remitir como consecuencia de que empieza a crearse empleo, entonces realmente la situación es realmente mejor y, lo que es más importante, puede estar comenzando un proceso beneficioso que es capaz de retroalimentarse con el paso del tiempo: más empleo implica una mejora futura del consumo privado, lo que a

su vez deberá dar pie a una reactivación de la inversión empresarial. En el cuadro 2.2.4 siguiente se aprecia cómo de manera coincidente y prácticamente sincronizada Alemania, Francia y, por extensión, la Eurozona en su conjunto, han reducido sus tasas de paro durante los últimos meses, lo que permite pensar que la mejora real de la situación está efectivamente produciéndose.

La reducción del paro es una característica común a Francia y Alemania desde hace pocos meses.

Cuadro 2.2.4.- Evolución de las tasas de paro en la Eurozona.



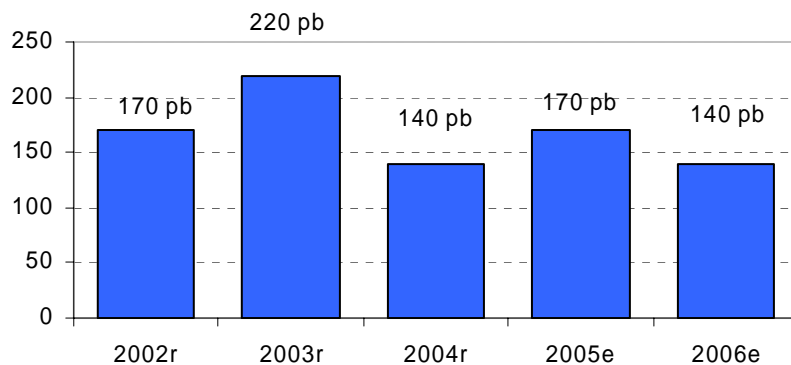
Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

2.3.- España.

España sigue creciendo más que sus socios comunitarios....

Una característica de la economía española que se ha convertido casi en hábito es que su crecimiento es superior al resto de la Eurozona... al igual que, como contrapartida, sufre una tasa de inflación superior. Esto es, simultáneamente, bueno y malo. Bueno por el lado del crecimiento, si se consigue que ese diferencial positivo sea sostenible, como parece, a pesar de las críticas a que se encuentre demasiado apoyado en construcción y turismo. Malo porque el gran reto de la economía española es, en nuestra opinión, la contención de la inflación, ya que supone una pérdida de competitividad constante e inmediata vía precios, a la cual es preciso hacer frente con tanta o más determinación que al déficit de inversión en I+D.

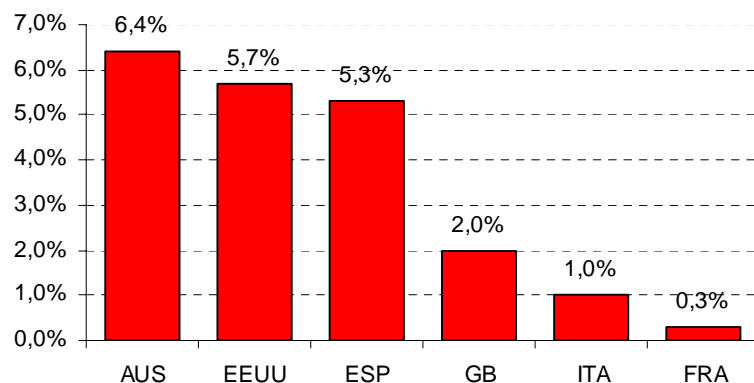
Cuadro 2.3.1.- Diferencial de crecimiento de España vs UEM.



....pero también soporta una inflación superior a la media europea, lo que supone una pérdida de competitividad constante de las exportaciones...

Por componentes, la fortaleza inicial del consumo privado, tanto de forma directa como a través de las cifras de la actividad constructora, ha ido dando paso a un aumento de la inversión productiva (aprox. +8% / +10%) aunque es parte también debido, de forma indirecta, precisamente a la actividad constructora.

Cuadro 2.3.2.- Mayores déficits por Cuenta Corriente de países desarrollados (2004).



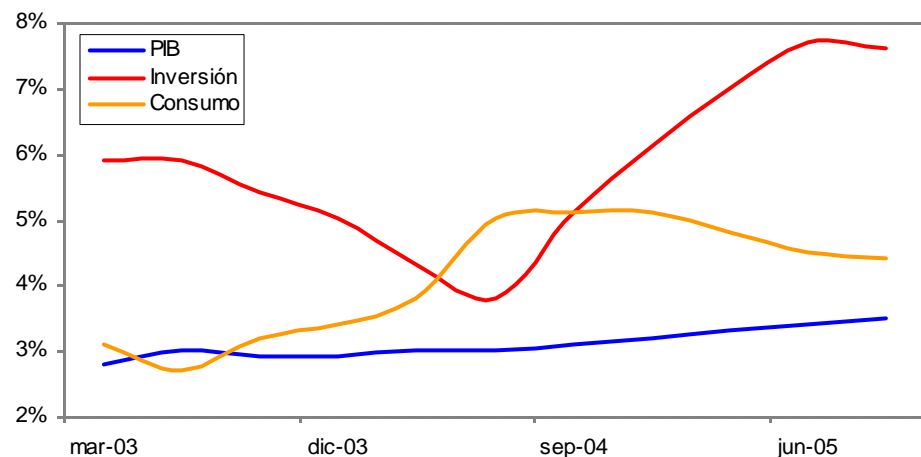
Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

...motivo por el cual el sector exterior resta casi 2 puntos porcentuales de crecimiento del PIB.

El sector exterior viene restando casi dos puntos al crecimiento del PIB, si bien parece que en los últimos meses este factor se ha moderado algo, probablemente gracias a una cierta mejora de actividad en el resto de Europa. Esta es una de nuestras principales preocupaciones con respecto a la economía española: el creciente déficit comercial. De nuevo, es preciso mencionar que la mayor inflación española, que implica pérdida de competitividad vía precios de nuestras exportaciones, es en parte responsable de este grave desequilibrio. La dimensión de este problema se visualiza de forma muy clara en el cuadro 2.3.2. anterior.

Como contrapartida, el ritmo de creación de empleo es muy intenso, aunque se debe tener en cuenta que recientemente ha tenido lugar un proceso de revisión estadística que sesga favorablemente las cifras. No obstante, en 2004 España dejó atrás la barrera psicológica del 10% de paro sobre población activa, nivel que parecía inquebrantable hace apenas un par de años. Hoy la tasa de desempleo se reduce al 8,4%, lo que supone alcanzar niveles de convergencia efectivos con Europa por primera vez en la historia económica reciente.

Cuadro 2.3.3.- PIB español y sus componentes.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

Los Presupuestos Europeos 2007/2013 colocan a España ante un reto de dimensiones aún poco valoradas en profundidad.

Desde un punto de vista presupuestario no parece haber problemas, ya que el déficit, caso de existir, será prácticamente irrelevante en 2005 y la situación para 2006 parece muy similar... aunque es preciso mencionar que las cuentas siguen cuadrándose con recurso al superávit de la Seguridad Social, algo que sólo será posible continuar haciendo mientras la creación de empleo sea tan intensa como la actual.

En definitiva, aunque la economía española sigue siendo un modelo de crecimiento y de creación de empleo, es preciso acompañar esta afirmación de algunas cautelas. De los éxitos en el combate contra la inflación depende la competitividad de las exportaciones españolas en el futuro más inmediato. Por otra parte, los resultados de la negociación sobre el Presupuesto Europeo 2007/2013 que en el momento de cerrar este informe siguen abiertas parecen apuntar una situación francamente complicada para España, lo que debería repercutir negativamente ya desde 2007...

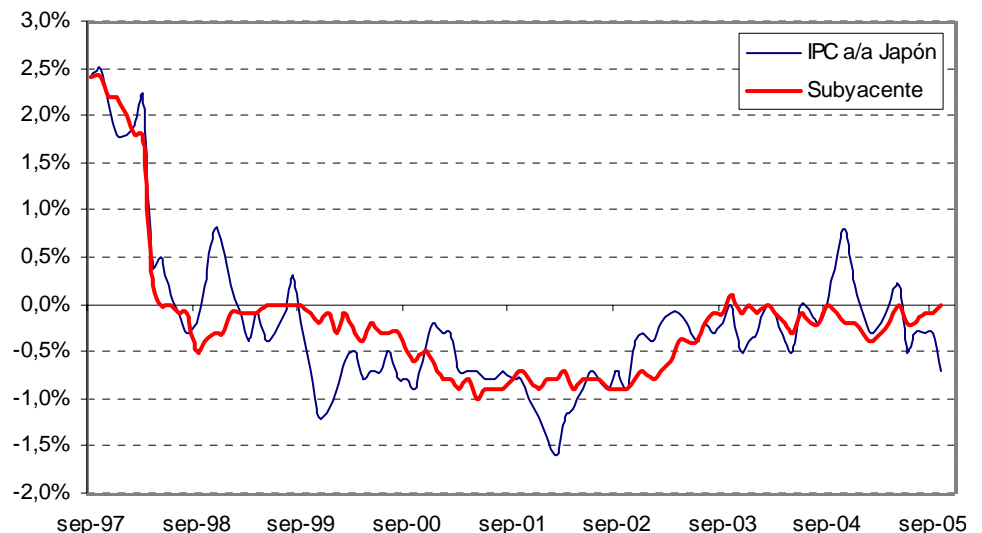
2.4.- Japón

La economía japonesa parece consolidar su recuperación, tras varios intentos frustrados en los últimos años. En el tercer trimestre de 2005 creció un 1,5% y presenta una inequívoca tendencia de aceleración, aunque de forma algo errática. A finales de su presente ejercicio fiscal (cierra con un desfase de 1 trimestre con respecto al año natural) su crecimiento tendencial podría situarse próximo al 2% y consolidar o incluso acelerarlo ligeramente a lo largo de 2006.

La economía nipona muestra una inequívoca tendencia a la aceleración...

No obstante, en nuestra opinión, tan importante es la recuperación del tono de la economía como el hecho de que todo parece indicar que Japón está empezando a abandonar la deflación. Esto último permitiría un salto cuantitativo notable en el dinamismo del consumo privado y de la inversión, acelerando algo más el crecimiento económico y, sobre todo, garantizando una mayor sostenibilidad del mismo.

Cuadro 2.4.1.- Inflación en Japón.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

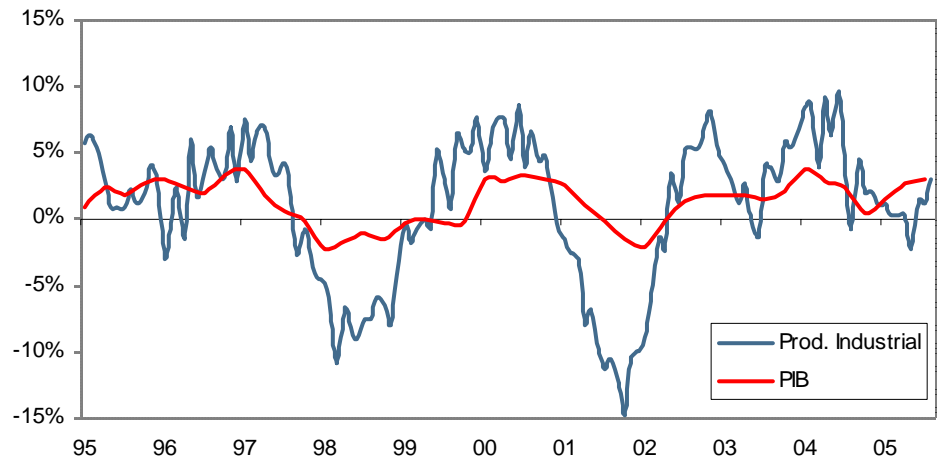
A medida que la inflación retorne a tasas positivas el Banco de Japón irá abandonando su política monetaria *superlaxa*, reduciendo la inyección de liquidez en el sistema como primera medida. Sólo en una segunda etapa, hoy aún vista como lejana, se decidirá a poner los tipos de interés en positivo (hoy en 0%).

Hay dos indicadores claves que nos permiten creer que la salida de la recesión en Japón es más una realidad que una expectativa. El primero de ellos es la creación de empleo. La tasa de paro ha comenzado a reducirse desde niveles que no serían altos para una economía europea, pero sí para Japón: en los últimos 3 meses se ha reducido desde 4,7% hasta 4,5%. Este es un indicador *retrasado* de actividad que permite corroborar que, efectivamente, la reactivación es una realidad y no una expectativa.

...y, lo que es más importante, parece estar abandonando la deflación.

Cuadro 2.4.2.- Producción industrial y PIB de Japón.

Vuelve a crearse empleo y los precios inmobiliarios parecen estar repuntando.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

El segundo indicador resulta más bien un síntoma que un indicador económico en el sentido estricto, pero es tanto o más válido que el anterior. Se trata de los precios inmobiliarios. Por primera vez estamos asistiendo a una tímida entrada de fondos extranjeros en el mercado inmobiliario de Tokio, particularmente de aseguradoras americanas. Determinadas compras puntuales de activos se están realizando a precios claramente superiores a los que teóricamente serían de mercado, lo que anticipa una reactivación de los precios inmobiliarios durante 2006.

Con el tiempo, el Banco de Japón terminará abandonando su política monetaria superlaxa.

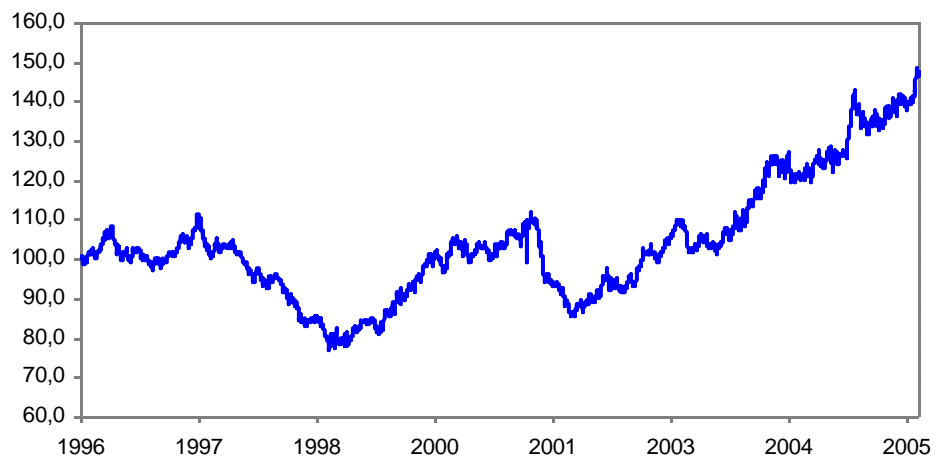
Esto, además de servirnos como lo que podríamos denominar *indicador de chequeo* para identificar la tendencia de la economía, supondrá un auténtico bálsamo para el sector bancario, ya que uno de sus principales problemas durante todo el periodo de crisis ha sido el tener en sus balances inmuebles comprados a precios muy superiores a los que hasta hoy eran de mercado. En la medida que se produzca una reactivación del sector inmobiliario, los balances de los bancos japoneses se irán saneando de forma espontánea y el sistema financiero saldrá fortalecido.

2.5.- Emergentes.

Los países emergentes perderán algo de su protagonismo en 2006, ya que la mayoría de sus economías se encuentran muy vinculadas a los precios de las materias primas y éstas ya se han encarecido, esperamos, todo lo que debían a lo largo de 2004 y 2005. De esta forma, la mejora de las economías emergentes dejará de ser tan espectacular como ha sido estos 2 años atrás. ¿Significa esto que tendrán problemas? En absoluto. Simplemente, ya han hecho gala de lo mejor de sí mismas y las sorpresas positivas futuras parecen menos probables.

Las economías emergentes ya ofrecieron lo mejor de sí mismas en 2004 y 2005...

Cuadro 2.5.1.- Forward Global Commodity Price index



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

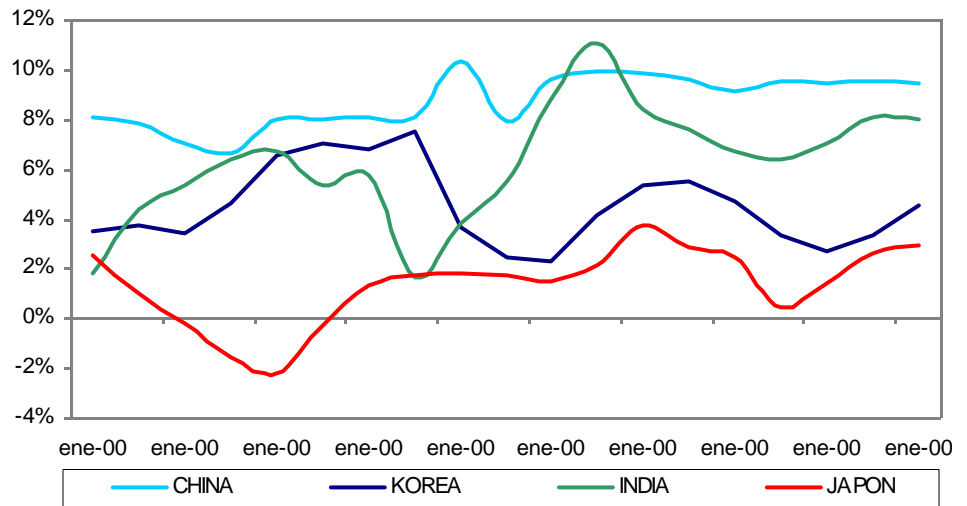
Desde un punto de vista geográfico, **China** debería perder algo de impulso, aunque continuará creciendo en el entorno del 9%. Probablemente el yuan chino debería someterse a varias revaluaciones a lo largo de 2006, aunque probablemente todas ellas de tan escaso calado como la única (y primera) que tuvo lugar en 2005 (aprox. +2%). Hoy la divisa china se encuentra sometida a un férreo sistema de tipo de cambio fijo con el dólar, lo que hace especialmente atractivas las exportaciones chinas frente a las del resto del Mundo, al tiempo que dificulta significativamente las importaciones por parte de China de los productos y servicios de los países desarrollados. En la medida que el yuan vaya acercándose progresivamente a su valor real según el mercado (proceso que será mucho más lento de lo que hoy se piensa) las exportaciones chinas perderán parte de su actual atractivo artificial y este país asiático importará más de los desarrollados. Algo de este proceso podríamos comenzar a ver en 2006.

...lo cual no quiere decir en absoluto que vayan a presentar problemas, sino que la su capacidad para aportar sorpresas positivas se ha reducido.

Por otra parte, no podemos dejar de mencionar la inquietud que nos transmite el sistema financiero chino. Con una tasa de morosidad de nada menos que aprox. 9%, una tasa de cobertura de sólo el 30%, siendo la mayoría de los bancos propiedad o controlados por el estado y la mayoría de los clientes institucionales también de naturaleza estatal su riesgo implícito no es en absoluto despreciable.

Cuadro 2.5.2.- PIBs principales economías asiáticas

Somos muy cautos con respecto a la solidez del sistema financiero chino...

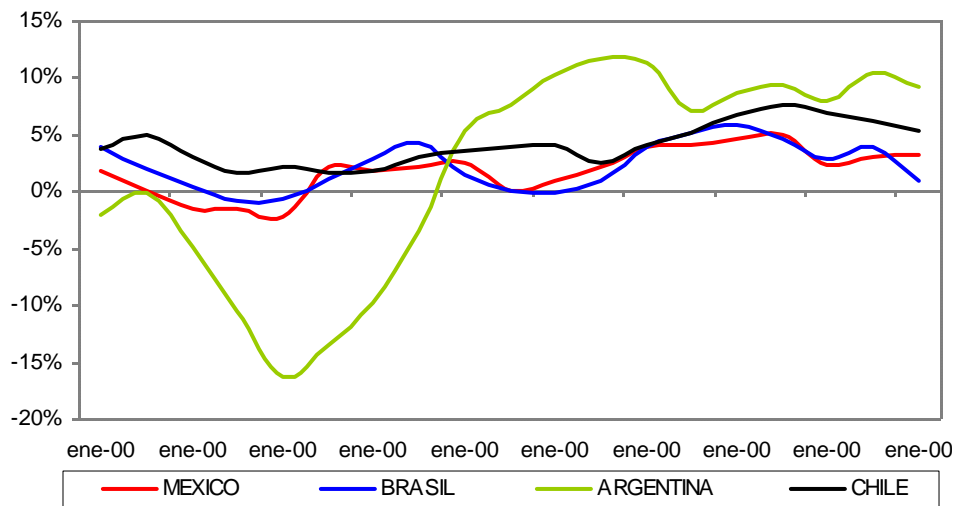


Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

India sigue siendo nuestra opción favorita entre las economías emergentes, en base a las razones que de forma repetida ya hemos expuesto en informes trimestrales anteriores (sistema político, idioma, etc), de manera que no creemos necesario insistir una vez más en ello. Sí conviene mencionar que los riesgos inflacionistas han aumentado, aunque no suponen en absoluto una preocupación seria, de manera que existe la posibilidad de una subida de tipos para contrarrestarlo. Por esta razón tenemos una visión algo más conservadora sobre India que otros años, aunque nuestra visión estratégica de medio y largo plazo permanece inalterada.

...e India sigue siendo nuestro emergente preferido, a pesar de las posibles tensiones inflacionistas.

Cuadro 2.5.3.- PIBs principales economías Latinoamérica



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

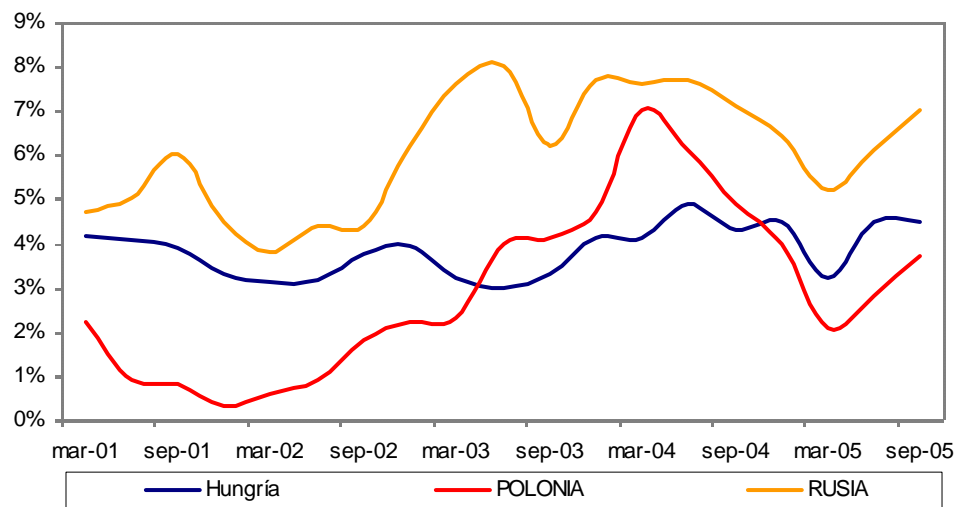
El encarecimiento de las materias primas debería respaldar las economías latinoamericanas...

Latinoamérica debería salir algo más reforzada en 2006 debido a que sus economías se ven sistemáticamente favorecidas por el encarecimiento de las materias primas. La excepción negativa es Venezuela que, a pesar de disfrutar de unos precios de petróleo muy favorables, la incertidumbre política anula casi cualquier avance fiable. Por el contrario, positivamente destaca el que tal vez sea el país menos emergente de toda la región: Chile. El precio del cobre en máximos históricos (por encima de 4.400 \$/Tm) y la insaciable demanda por parte de China favorecen enormemente la economía chilena, básicamente exportadora de este metal.

Europa Convergente saldrá reforzada no sólo en 2006, sino a lo largo de todo el periodo presupuestario 2007/2013 que en el momento de escribir estas líneas está terminando de negociarse para la UEM. La cuestionable fórmula de distribución del peso financiero que parece finalmente se adoptará para respaldar económicamente la convergencia de los 15 países recientemente incorporados a la UE favorecerá particularmente a Polonia, al tiempo que supondrá un esfuerzo desproporcionado para España con relación al resto de socios comunitarios más veteranos. Esto permite pensar que Polonia, Hungría y Chequia, que tienen mayor dimensión y potencial entre los nuevos socios, consolidarán a partir de 2007 y posteriores su convergencia con el núcleo de la UE de una forma más dinámica de lo que se esperaba.

...y la distribución del Presupuesto 2007/2013 de la UE acelerar el proceso de convergencia de Polonia, Hungría y Chequia, entre otros.

Cuadro 2.5.4.- PIBs principales economías Europa del Este



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

3.- TIPOS DE INTERÉS

Greenspan será sustituido por Bernanke a partir del 1 de febrero...

El relevo en la Reserva Federal, con la salida de Alan Greenspan y la entrada de Ben Bernanke, se producirá oficialmente el 1 de febrero de 2006. La apuesta de continuidad que hizo en su comparecencia de nominación se pondrá a prueba a lo largo del año. El principal temor es que adopte una actitud más agresiva con respecto a la inflación (en el pasado ya manifestó que no vería mal poner un objetivo oficial para el IPC), lo cual podría hacer que la política monetaria tuviera un enfoque más duro con el paso del tiempo, teniendo en menor consideración el crecimiento y el empleo.

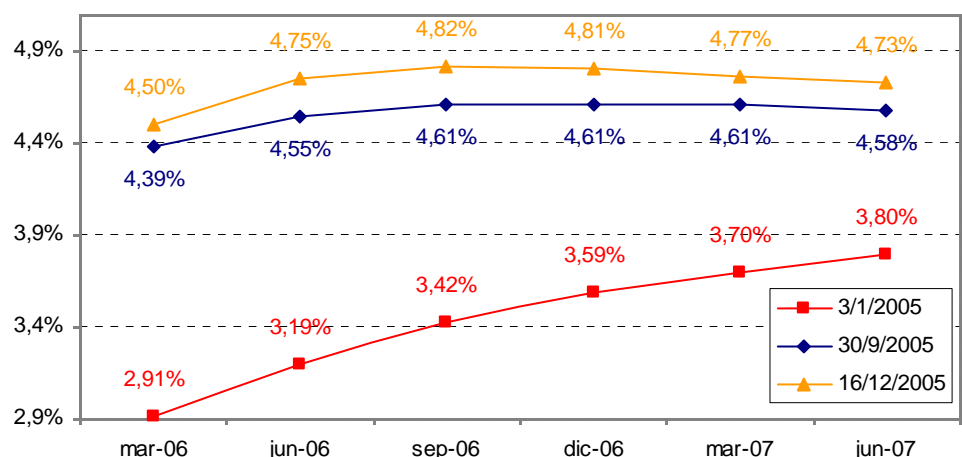
Llegados a este punto es preciso tener presente que, mientras que el BCE tiene como mandato único la estabilidad de precios, en el caso de la Fed esta variable es una prioridad, pero se extiende también a crecimiento económico y creación de empleo.

En nuestra opinión, parece razonable esperar que el tipo de intervención en Europa suba hasta 2,75% / 3,0% a lo largo de 2006, de forma muy progresiva y moderada y siempre que la incipiente expansión económica tenga continuidad. No creemos que el BCE se vaya a ver obligado a endurecer más su política monetaria con el objetivo de frenar la inflación, ya que esta tenderá a moderarse, sobre todo en los primeros meses del año, como ya se ha comentado anteriormente.

En EE.UU. la inflación igualmente tenderá a moderarse y subyace el temor a que la economía se desacelere al retraerse algo el consumo, de manera que parece razonable esperar que el tipo de intervención americano se detenga en el entorno 4,50% / 5,00%. Sólo un cambio de enfoque por parte de Bernanke o un inesperado y poco probable repunte de la inflación podrían cambiar esto.

...siendo la principal incertidumbre su grado de beligerancia contra la inflación y las implicaciones de esto en la política monetaria americana.

Cuadro 3.1.- Cambio de expectativas sobre el tipo de intervención de la Fed desde enero hasta hoy (futuros).



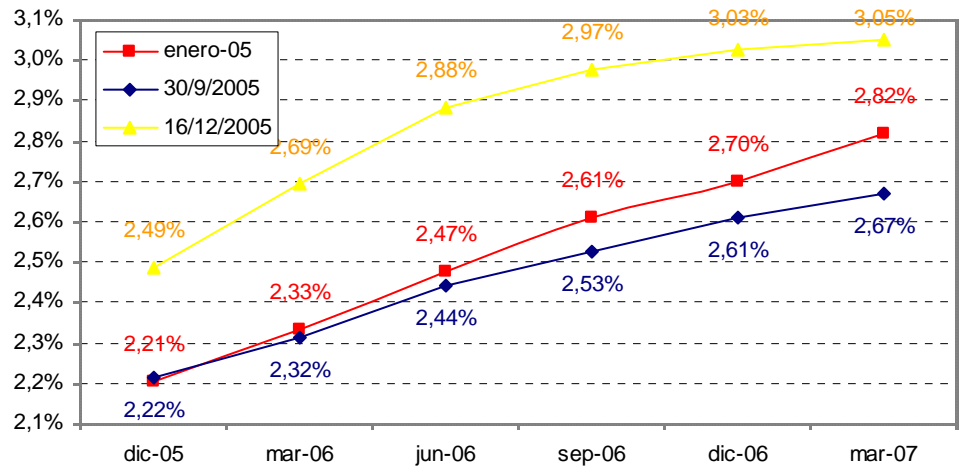
Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

En Japón está teniendo lugar un cambio de tendencia. El país parece estar superando la deflación, creciendo modestamente por primera vez en bastantes años y generando algo de empleo. El banco central mantiene de momento los tipos en 0% y no parece que vaya a

La Fed podría subir su tipo de intervención hasta la banda 4,50% / 5,00% en 2006...

cambiar su actitud mientras la inflación no se vuelva positiva. Lo que sí hará probablemente a lo largo de 2006 será dejar de inyectar tanta liquidez, como medida previa a terminar poniendo su tipo de intervención en positivo, aunque sólo sea ligeramente. Este será un cambio sustancial y muy favorable que tendrá lugar en 2006.

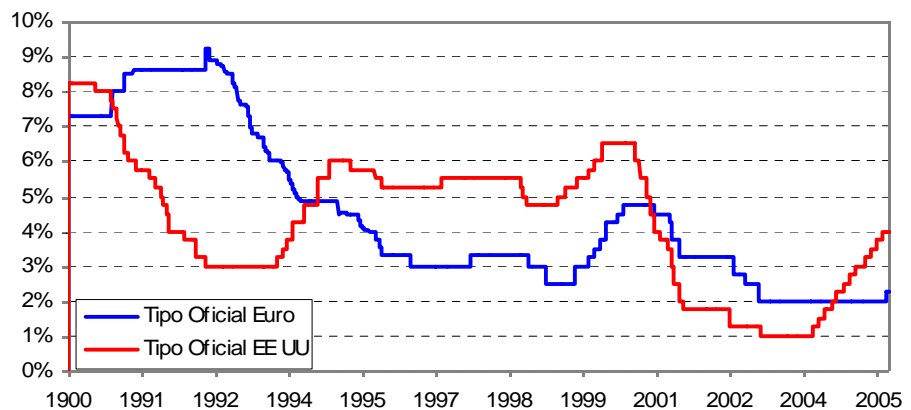
Cuadro 3.2.- Cambio de expectativas sobre el tipo de intervención europeo desde enero hasta hoy (futuros).



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

...el BCE hasta 2,75% / 3,00%...

Cuadro 3.3.- Evolución de los tipos oficiales en EEUU y Europa durante el periodo 1990-2005.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

Respecto a los mercados de bonos creemos que los precios caerán durante 2006, tanto en Europa como en Estados Unidos, hasta alcanzar tasas internas de rentabilidad más elevadas y acordes con los niveles crecientes de tipos de intervención.

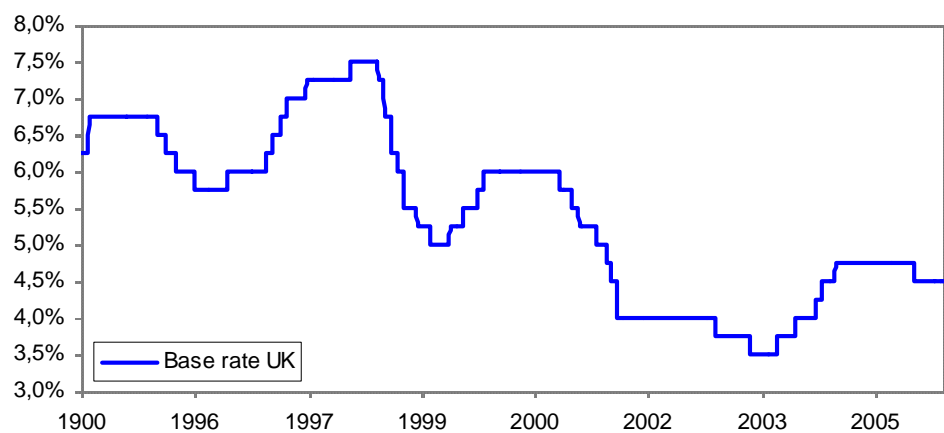
No creemos que se invierta la curva de tipos americana, es decir que los tipos a largo se sitúen por debajo de los tipos a corto. Como estos últimos podrían llegar al 4,5%, los de los bonos deberían situarse cerca del 5% o incluso por encima.

Respecto al bono europeo, la recuperación económica y las subidas de los tipos de intervención deberían empujar los tipos de los bonos a cerca del 4% desde el 3,50% actual.

...y Japón abandonar su política superalza, aunque aún es pronto para considerar subidas de tipos.

En Reino Unido se ha dado ya por cerrado el proceso de subidas de tipos y de hecho el último movimiento del Banco de Inglaterra fue a la baja, desde 4,75% hasta 4,50%, debido a la evidente desaceleración de la economía británica y a la congelación de los precios de los activos inmobiliarios. Parece probable que a lo largo de 2006 vuelva a haber recortes de tipos moderados en Inglaterra, probablemente de al menos 25 p.b., siendo lo más probable descensos acumulados de 50 p.b., hasta el 4,00%.

Cuadro 3.4.- Banco de Inglaterra: evolución tipo de intervención 2002/2005.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

Sin embargo, en Reino Unido los tipos no sólo ya han dejado de subir, sino que podrían volver a bajar.

En resumen, pensamos que 2006 será el año de la normalización de los tipos de interés en EE.UU., Europa e Inglaterra. En el primero de los casos asistiremos como máximo a 3 subidas de 25 p.b., probablemente concentradas en la primera parte del año. Los *Fed funds* se situarán en la banda 4,50% / 5,00%, aunque más probablemente la parte alta de la misma. En Europa los tipos subirán hasta el 3,00% como máximo, quedándose ligeramente por debajo de lo que se entendería por un nivel *normalizado*. En Reino Unido los tipos bajarán ligeramente para situarse en un nivel próximo al 4,00%.

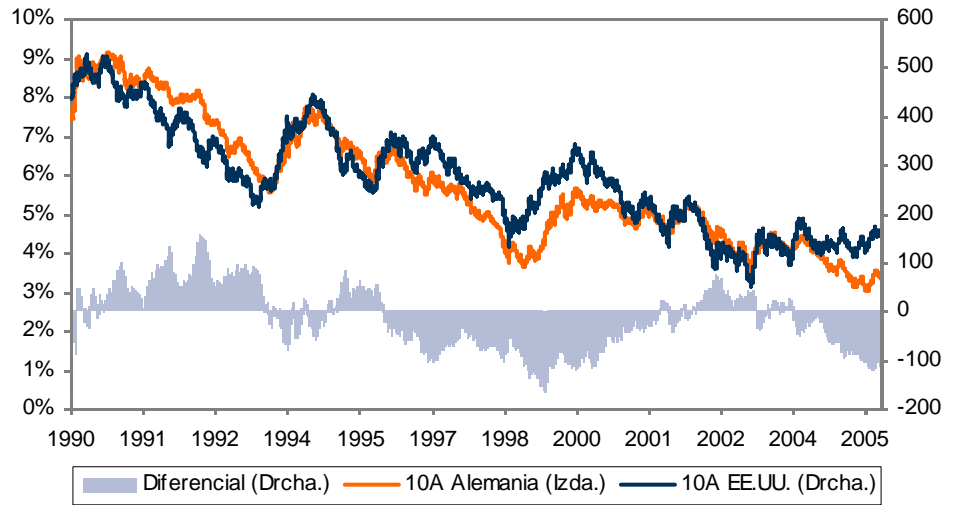
Cuadro 3.5.- Evolución estimada de los tipos de interés en Europa y EE.UU.

	15 DIC'05	DIC'06e
Tipos a corto (1)		
€	2,25%	2,75%/3,00%
\$	4,25%	4,75% / 5,00%
Tipos a largo (2)		
€	3,35%	4,00% / 4,25%
\$	4,45%	5,00% / 5,50%

Fuente: Bankinter, estimaciones propias.

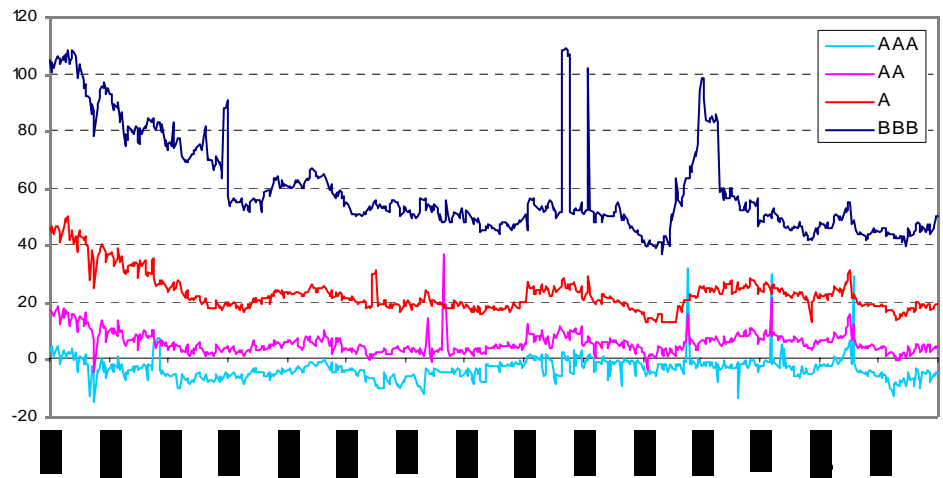
Notas: (1) Tipos oficiales. (2) Bono a 10 años.

Cuadro 3.6.- Rentabilidades internas (TIR) de los bonos a 10 años EEUU y Alemania 1990-2005.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

Cuadro 3.7.- Evolución de los diferenciales de crédito.



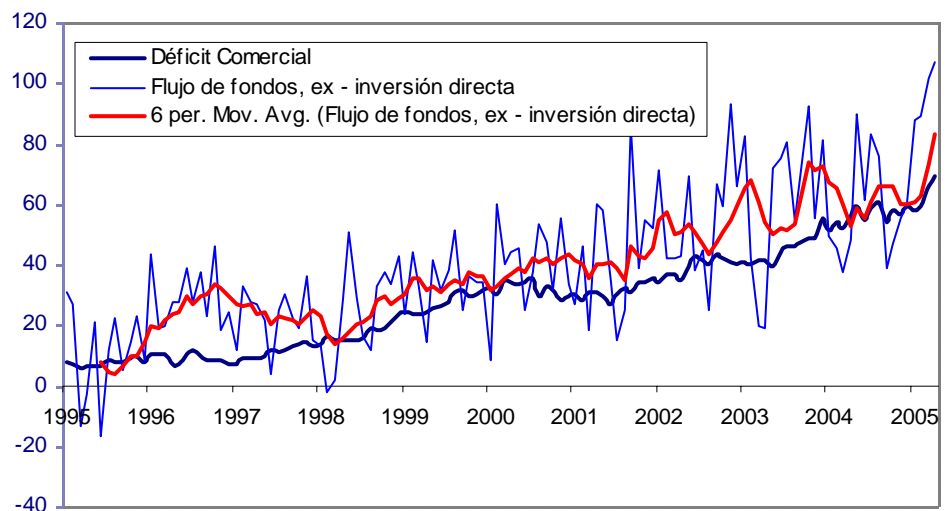
Fuente: Reuters. Datos elaborados por Bkt.

4.- DIVISAS

La apreciación del dólar podría ser efímera...

La fortaleza del dólar ha sido la nota característica de los mercados de divisas durante el año 2005. Este hecho ha desafiado las predicciones de la mayoría del mercado, especialmente a medida que el déficit comercial seguía creciendo hasta niveles record mes tras mes. En nuestra opinión, teniendo todo en contra el dólar se ha apreciado contra todo pronóstico debido más bien a la falta de confianza en el euro, así como al proceso de subidas de tipos continuadas que aún tiene lugar en EE.UU.

Cuadro 4.1.- Déficit comercial vs flujo de capitales.



...ya que en 2006 la Fed agotará las subidas de tipos y la Eurozona presentará un crecimiento más atractivo...

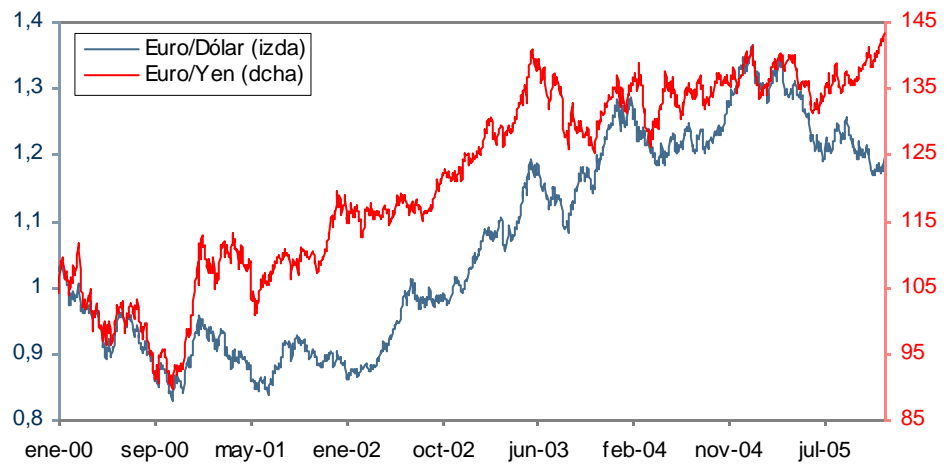
Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

El diferencial de tipos ha venido jugando a favor del dólar durante todo 2005 y además las dificultades para formar gobierno en Alemania y las revueltas en París, así como el fracaso de la Constitución Europea debilitaron notablemente al euro. Sin embargo, la fortaleza de la economía americana y la confianza que ello supuso no hizo sino dar soporte al dólar.

...de manera que la banda 1,25/1,30 frente al euro parece bastante razonable.

Parece razonable esperar que en 2006 el dólar tome una dirección diferente. El hecho de que el proceso de subidas de tipos por parte de la Fed esté tocando a su fin hará que pierda atractivo, la mejora de las perspectivas sobre la economía europea y el inicio de las subidas de tipos en la Eurozona permiten pensar que el dólar debería depreciarse. Sobre todo si el déficit comercial no se reduce y a pesar de que las entradas de capitales extranjeros en EE.UU. compensan este hecho con holgura.

Creemos que la divisa americana podría deslizarse suavemente hasta 1,25 frente al euro e incluso 1,30, lo cual no sería, por otra parte nada extraordinario, ya que en diciembre de 2004 se encontraba en 1,35. Los tiempos de dólar relativamente fuerte podrían haber pasado, aunque ciertamente no pensamos que su depreciación alcance a ser de mayor calado al expuesto.

Cuadro 4.2 - Euro/Dólar y Euro/Yen 2000-2005.

Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

La reactivación de Japón debería traducirse en una apreciación del yen, siempre que el Banco de Japón lo permita...

...y lo lógico sería que China accediese a reevaluar su divisa en 2006, aunque de forma muy progresiva.

Por su parte el yen debería apreciarse, toda vez que la evolución de la economía nipona debería respaldar esta tendencia y el cambio de dirección futura de los tipos de interés en aquél país deberían traducirse en un mayor atractivo para dicha divisa. A lo largo de 2006 el yen debería apreciarse hacia la banda 110/105 frente al dólar, siempre y cuando el Banco de Japón no lo impida con sus intervenciones.

Finalmente, a lo largo del año próximo deberíamos asistir a una o varias revaluaciones del yuan chino, tal de calado parecido cada una de ellas a la que tuvo lugar en 2005 (aprox. +2%). Un primer objetivo sería 8 yuanes/USD.

5.- BOLSAS

Después de varios años buenos de bolsa, ¿qué puede ocurrir en 2006?

¿Qué podemos esperar de 2006 tras las subidas de años anteriores, incluso 2005? Probablemente una consolidación de niveles, pero ajustada a la evolución de los beneficios. Es decir, pensamos que las bolsas siguen disfrutando de un *ruido de fondo* alcista en base a las razones que argumentamos más adelante, pero que las revalorizaciones esperadas deben quedar muy en línea con los aumentos esperados de los beneficios, ya que no identificamos factores complementarios que deban forzar una revalorización complementaria o adicional y nos encontramos en un proceso de moderadas subidas de tipos de interés en Europa y EE.UU... pero tampoco identificamos ningún factor que implique un riesgo especial para las bolsas en 2006.

Cuadro 5.1 – Evolución de las principales bolsas (19/12/05).

Bolsas					
	19-dic-05	%Var 2005(1)	30-sep-05	%Var 3T'05(1)	%Var 2004
IBEX 35	10.564,5	16,3%	10.813,9	-2,3%	17,4%
IBEX NEW MARKET	2.625,3	12,9%	2.850,2	-7,9%	32,6%
I. GENERAL	1.140,0	18,9%	1.166,5	-2,3%	18,7%
Dow Jones	10.836,5	0,3%	10.568,7	2,5%	3,6%
S&P 500	1.259,9	3,8%	1.228,8	2,5%	9,4%
NASDAQ COMPOSITE	2.222,7	2,0%	2.151,7	3,3%	8,4%
NASDAQ 100	1.664,4	2,5%	1.601,7	3,9%	10,5%
DJ EURO STOXX 50	3.553,5	20,4%	3.428,5	3,6%	7,3%
FTSE EUROTOP 100	2.743,1	21,2%	2.666,6	2,9%	6,7%
FTSE 100	5.545,0	15,0%	5.477,7	1,2%	7,8%
CAC 40	4.690,3	22,5%	4.600,0	2,0%	8,5%
DAX INDEX	5.348,9	25,7%	5.044,1	6,0%	7,3%
MILAN MIB30	35.261,0	12,9%	34.988,0	0,8%	16,9%
SWISS MARKET	7.521,0	32,1%	6.898,9	9,0%	3,7%
AMSTERDAM	434,3	25,1%	403,0	7,8%	3,0%
BEL20	3.497,9	19,2%	3.328,8	5,1%	31,1%
OMX (STOCKHOLM)	942,9	27,1%	896,3	5,2%	16,6%
ASE GENERAL (ATENAS)	3.620,3	30,0%	3.382,0	7,0%	23,6%
BUDAPEST STOCK	21.051,1	43,4%	22.948,7	-8,3%	54,7%
BRAZIL BOVESPA	33.005,3	26,0%	31.583,8	4,5%	17,8%
ARGENTINA MERVAL	1.502,4	8,5%	1.694,8	-11,4%	28,8%
MEXICO BOLSA	17.666,4	36,2%	16.120,1	9,6%	47,9%
CHILE STOCK MKT	9.280,2	3,5%	10.073,3	-7,9%	22,2%
NIKKEI 225	15.641,3	36,1%	13.574,3	15,2%	7,6%
TOPIX INDEX (TOKYO)	1.614,0	40,4%	1.412,3	14,3%	10,2%
KOREA COMPOSITE	1.341,0	49,7%	1.221,0	9,8%	10,5%
HANG SENG STOCK	15.169,2	7,1%	15.428,5	-1,7%	13,1%
TAIWAN	6.427,8	5,4%	6.118,6	5,1%	4,0%
THAI STOCK	698,7	4,6%	723,2	-3,4%	-12,6%
CHINA SE SHANGHAI A	1.195,3	-10,6%	1.214,0	-1,5%	-15,6%
MUMBAI SENSEX 30 INDEX	9.346,2	43,3%	8.634,5	8,2%	12,6%
RUSIA	1.659,7	55,2%	1.466,8	13,2%	5,9%

En nuestra opinión, una continuación de la bonanza actual, aunque con tendencia a la consolidación.

Notas: (1) Hasta 19/12/2005.

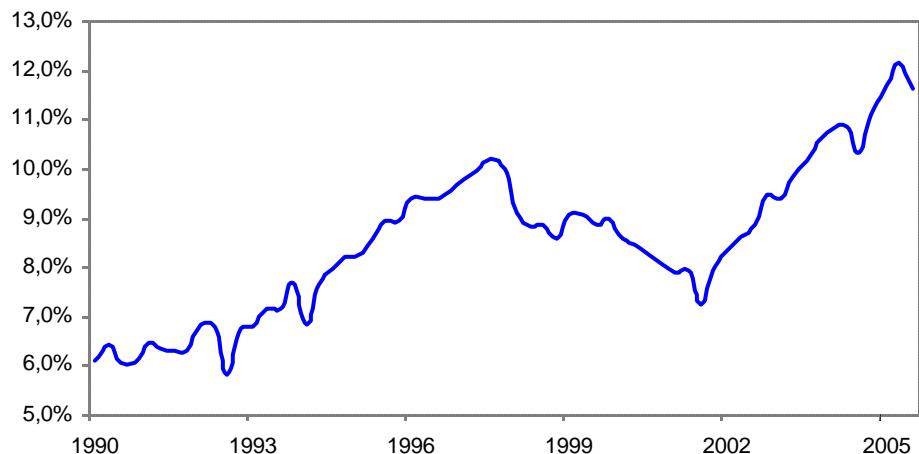
Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

No identificamos ningún factor de riesgo evidente para las bolsas...

Como factores impulsores o al menos *soportadores* de las bolsas se encuentran el crecimiento sostenible de la economía mundial y, en particular, la recuperación de Europa y Japón, el proceso de creación de empleo que se encuentra en marcha desde un punto de vista global, la reducción de los riesgos inflacionistas, la permanencia de unos niveles de tipos de interés reducidos desde un punto de vista histórico, la positiva evolución de los resultados empresariales, los intensos movimientos corporativos y, por último pero no menos importante, la fuerte liquidez existente en el mercado.

Con respecto a los resultados empresariales creemos que es conveniente resaltar que la mejora de los mismos viene cada vez más apoyada en el aumento de los ingresos y menos en la reducción de costes, lo que aporta una mayor confianza sobre los mismos ya que no hubiera sido razonable esperar mejoras indefinidas de los beneficios apoyadas estrictamente en reducciones de costes. Estas tienen un límite. La tabla 5.2 siguiente representa en términos relativos los beneficios agregados del total de las compañías americanas con respecto al PIB total, lo que dibuja de una manera fiable el avance o retroceso de márgenes empresariales. Como se puede apreciar, tras pasar por un bache transitorio unos meses atrás, precisamente debido al progresivo agotamiento de las reducciones de costes, continúan mejorando de forma consistente.

Cuadro 5.2 - Márgenes empresariales en EE.UU.

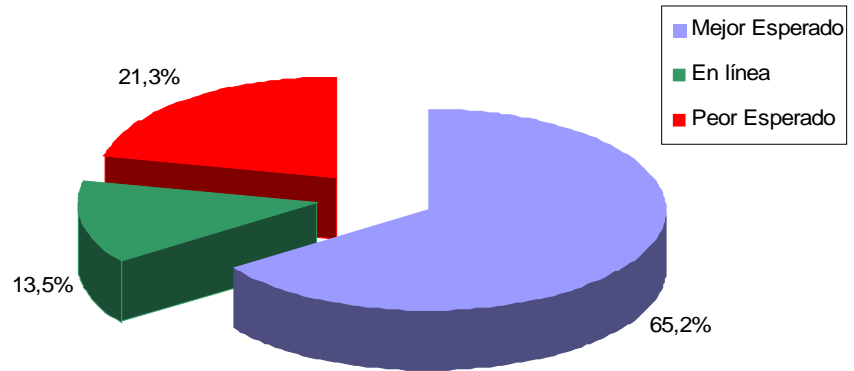


Fuente: JCF Quant. Datos elaborados por Bkt.

...siendo la capacidad de los resultados empresariales para sorprender positivamente un factor que aporta una gran tranquilidad al respecto.

Otro aspecto importante a tener en cuenta en relación con los resultados empresariales es la *capacidad de sorpresa* que aún siguen presentando, a pesar de que en parte el mercado se haya acostumbrado a que sean recurrentemente buenos. Más del 65% de las compañías americanas cotizadas sorprenden positivamente con la publicación de resultados y esta es una de las variables más importantes para *mover* en el corto plazo las cotizaciones. En el caso de Europa este porcentaje se reduce al 45%, pero creemos que aumentará a lo largo de los próximos trimestres, de manera que las compañías europeas ofrecen un potencial de mejora aún importante en términos de resultados.

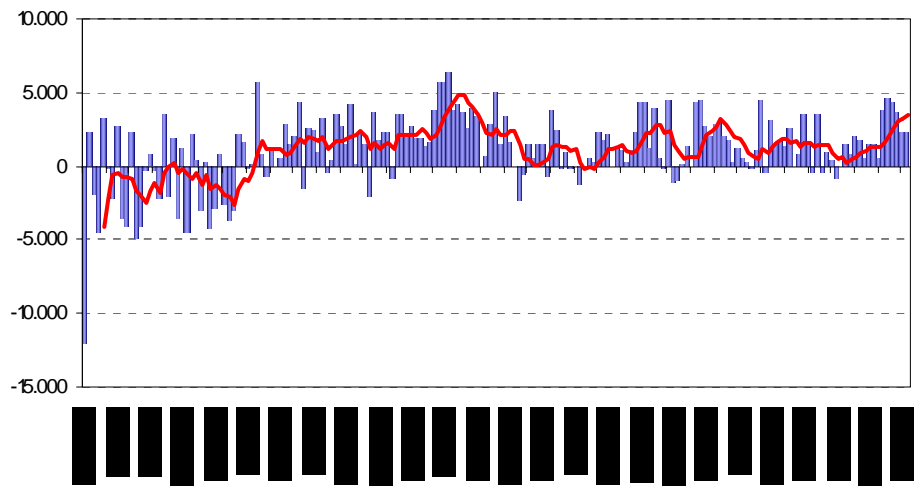
Cuadro 5.3 - Resultados empresariales en EE.UU.



**El flujo de fondos
no pierde
ímpetu...**

Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

Cuadro 5.4.- Flujo de fondos hacia fondos de inversión de renta variable en EEUU: variación semanal.



Fuente: AMG. Datos elaborados por Bkt.

**... y no
descartamos que
el menor atractivo
de los activos
inmobiliarios
debido a los
precios
alcanzados
favorezca la
vuelta de dinero
procedente de
inversiones en
este sector a la
bolsa en 2006.**

Desde un punto de vista geográfico preferimos **reducir algo de peso en España para trasladarlo a Japón y resto de Europa, sobreponderando EE.UU.**, que se ha quedado muy *descolgado* durante 2005. Pensamos que la revalorización de la bolsa americana compensará cómodamente la probable depreciación del dólar.

Entre los emergentes **seguimos prefiriendo India y Europa del Este**, aunque creemos que es conveniente actuar con más cautela en este tipo de mercados que en 2005. Otra opción interesante es **Corea**, aunque en parte este país ha dejado de ser un *emergente*.

Sectorialmente adoptamos un perfil de riesgo menos conservador, es decir, menos enfocado a los dividendos y algo más al crecimiento. Por eso mantenemos nuestra recomendación sobre las industriales y cíclicas en Sobreponderar y subimos tecnológicas desde Neutral hasta Neutral/Sobreponderar. Por el contrario, reducimos recomendación en consumo no cíclico desde Neutral hasta

Japón es una magnífica idea para este año que comienza...

Infraponderar. Las subidas de tipos acabarán teniendo un impacto positivo en bancos y financieras y negativo en concesionarias y eléctricas, sobre todo en aquellas más endeudadas; por eso modificamos nuestras recomendaciones para favorecer los primeros 2 sectores en detrimento de estos últimos. Se ofrece un detalle completo de nuestras recomendaciones sectoriales, con mención a compañías concretas, en la tabla 5.7 que aparece más adelante.

Cuadro 5.5.- Valoraciones relativas de las bolsas y crecimiento esperado de los beneficios.

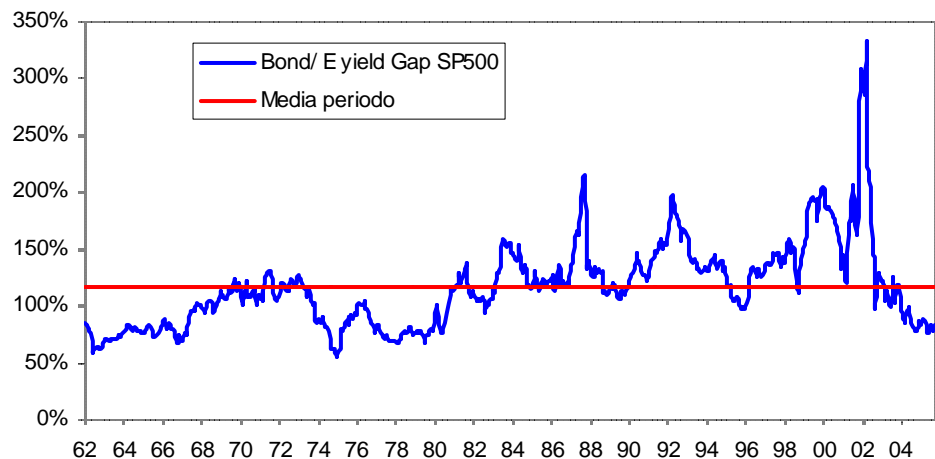
INDICE	19/12/2005	P.Obj. '06e Bkt	PER'04 (1)	PER'05e (2)	PER'06e (2)	BPA'05e	BPA'06e
Ibex35 (España)	10.572	11.689	14,5 x	13,8 x	12,6 x	21,6%	9,3%
EuroStoxx50 (Europa)	3.561	3.944	13,2 x	12,9 x	12,2 x	22,4%	6,1%
S&P500 (EE.UU.)	1.260	1.456	18,3 x	16,7 x	14,8 x	13,7%	13,1%
NIKKEI-225 (Japón)	15.641	19.898	20,8 x	25,0 x	22,0 x	19,6%	13,4%

Fuente: Consenso de analistas (JCF), 19/12/2005. Cada índice en su propia divisa.

Notas: (1) Considerando los cierres al 31/12/2004. (2) Con cierres del 19/12/2005.

... y recomendamos reducir algo en España a favor del resto de Europa y EE.UU.

Cuadro 5.6.- PER medio 1962-2005 (Marzo) del S&P 500.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Bkt.

Cuadro 5.7 - Recomendaciones sectoriales en Europa.

SECTOR	RECOMENDACIONES
Bancos	Sesgo: Sobreponderar. BNP, SocGen, B. SANTANDER, AIB , Unicrédito , Deutsche Bank
Seguros y otras financieras	Sesgo: Sobreponderar. Fortis, AXA
Telecomunicaciones	Sesgo: Neutral. DEUTSCHE TELEKOM, TELEFÓNICA
Tecnología	Sesgo: Neutral/Sobreponderar. NOKIA, ASML , Philips
Petróleo	Sesgo: Neutral. ENI, TOTALFINA, Royal Dutch,
Farmacéuticas	Sesgo: Infraponderar. -
Consumo no cíclico	Sesgo: Infraponderar. Danone
Consumo cíclico	Sesgo: Infraponderar. BMW
Constructoras	Sesgo: Sobreponderar. Ferrovial ¹ , ACS, FCC, Lafarge
Concesionarias	Sesgo: Neutral. Cintra, Abertis
Industriales	Sesgo: Sobreponderar. Arcelor, Acerinox, Basf, Schneider
Eléctricas	Sesgo: Neutral. Endesa, RWE

Fuente: Análisis Bankinter.

Índice de referencia: DJ Stoxx 600.

Recomendaciones de Bankinter; los cambios adoptados este trimestre se muestran en **color rojo**.

¹ Ver advertencias legales al principio de este informe.

6.- SÍNTESIS DE ESTIMACIONES, BANKINTER.-

Estimaciones BKT	2002r	2003r	2004r	2005e	2006e
1.- PIB					
España	2,7	2,9	3,1	3,5	3,5
Eurozona	1,0	0,7	1,7	1,8	2,1
<i>Diferencial España - UEM</i>	<i>170</i>	<i>220</i>	<i>140</i>	<i>170</i>	<i>140</i>
EE.UU.	1,9	3,0	4,4	3,5	3,4
R.Unido	1,8	2,2	3,1	1,8	2,1
Japón	-0,3	1,4	2,6	1,6	2,0
China	8,3	9,3	9,5	9,2	9,0
2.- IPC					
España	4,0	2,6	3,2	3,3	3,2
Eurozona	2,3	2,1	2,2	2,2	2,0
EE.UU.	2,4	1,9	3,3	3,5	3,0
R.Unido (RPI)	2,9	2,8	3,5	2,4	2,3
Japón	-0,3	-0,4	0,2	-0,5	0,0
3.- Paro					
España	11,5	11,4	10,6	8,3	8,1
Eurozona	8,5	8,8	8,8	8,3	8,1
EE.UU.	6,0	5,7	5,4	5,0	4,8
R.Unido	3,0	2,9	2,7	2,9	3,0
Japón	5,4	4,9	4,5	4,4	4,2
4.- Crédito s. privado					
España	12,7	13,5	16,7	16,3	18,4
Eurozona	5,3	6,2	5,4	5,5	5,5
EE.UU.	-9,0	21,9	22,8	22,0	15,0
5.- Tipos oficiales (Dic.)					
Eurozona	2,75	2,00	2,00	2,25	2,75
EE.UU.	1,25	1,00	2,25	4,25	4,75
R.Unido	4,00	3,75	4,75	4,50	4,00
Japón	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
6.- Bono 10A (Dic.)			real		
Eurozona	4,41	4,36	3,69	3,36	3,80
EE.UU.	3,81	4,25	4,25	4,45	5,25
R.Unido	4,49	4,94	4,54	4,20	4,00
Japón	0,91	1,37	1,44	1,40	1,50
7.- Divisas					
Eurodólar	0,945	1,131	1,330	1,200	1,250
Euroyen	118,10	131,00	140,00	139,80	125,00
Yen/USD				116,50	110,00
Libra/eur	0,629	0,692	0,690	0,680	0,700

Fuente: Análisis Bankinter.