



COMISIÓN DE CONTROL

F.P. EMPLEADOS ADMON. PRINCIPADO ASTURIAS

❖ Entorno Económico y Financiero	Pág. 3
❖ Ficha del Fondo	Pág. 7
❖ Rentabilidad vs INVERCO	Pág. 11
❖ Rentabilidad por activos	Pág. 13
❖ Gestión de Inversiones	Pág. 14
❖ Estratégico 2012	Pág. 18
❖ Anexo	Pág. 43

- La “**crisis de la Eurozona**” sigue dominando el panorama macroeconómico y la evolución de los mercados financieros. Existe una solución política, y creemos que está más cercana...
- La confianza de los agentes económicos se ha resentido de forma notable. Evidente desaceleración económica en la Eurozona y en EE.UU. En ambos casos, el **crecimiento actual es bastante bajo**.
 - ✓ En **USA** se ha revisado a la baja el crecimiento estimado para 2011 (1,6%) y 2012 (2,2%). Pasa a primer plano el déficit público y el nivel de deuda, se mantiene estancado el sector inmobiliario y con una modesta mejoría el mercado laboral, esto último es prioritario.
 - ✓ En la **Eurozona** los datos macro continúan en un segundo plano, tras el problema de la deuda. Es vital disipar las dudas sobre la continuidad del euro. Las previsiones de PIB 2011 y 2012 también han sufrido recortes hasta situarlas en 1,7% y 1,1% respectivamente.
- Las **políticas fiscales y monetarias tienen escaso margen** en el actual escenario de enorme preocupación por el endeudamiento y dados los reducidos niveles de tipos de interés.

PIB (% anual)											
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Mundo	2,9	3,6	4,9	4,5	5,1	5,2	3,0	-0,7	5,1	4,0	4,0
Países desarrollados	1,7	1,9	3,2	2,6	3,0	2,7	0,6	-3,7	3,1	1,6	1,9
Países emergentes	4,8	6,2	7,5	7,1	7,9	8,3	6,1	2,8	7,3	6,4	6,1

IPC (% anual)											
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Mundo											
Países desarrollados	2,1	1,6	2,3	2,5	1,9	3,1	1,6	0,1	1,6	2,6	1,4
Países emergentes	7,1	5,9	6,3	5,6	5,7	7,5	9,2	5,2	6,1	7,5	5,9

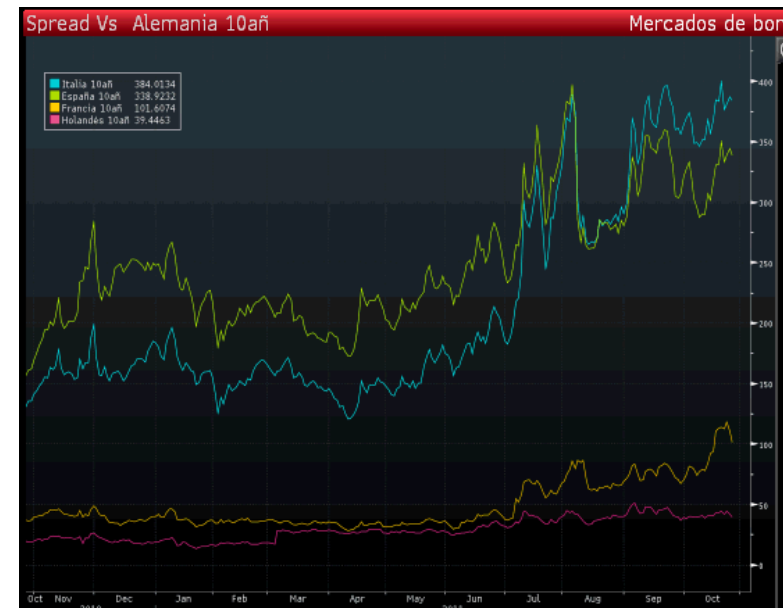
Fuente: "WEO" del FMI (septiembre-11). Estimaciones de 2011 en adelante

- Los **Bancos Centrales**, con sus heterodoxas políticas, continúan jugando un papel decisivo en esta crisis. No obstante, su munición es cada vez más escasa... La ausencia de presiones inflacionistas subyacentes permite a la FED y al BCE incrementar su balance y la base monetaria.

- Las evolución de las **primas de riesgo** han sido determinantes en los dos últimos trimestres y, por tanto ha prevalecido el **efecto** refugio o huida hacia la calidad. El ajuste fiscal en Grecia, la recapitalización de la banca europea y la determinación de la magnitud y mecanismo de funcionamiento del EFSF (Fondo de Estabilidad Financiera Europeo) han sido los temas de mayor relevancia en el período.
- **Las tises a largo plazo descienden hasta el 2%** en Alemania y EE.UU., mientras que las de dos años son inferiores al 0,50%.
- Si bien las expectativas de inflación (1,9%) son razonables, el crecimiento económico esperado a futuro es irrealmente bajo...
- El BCE podría volver a bajar tipos antes de fin de año. Tiene armas para combatir los problemas de liquidez en la Eurozona.



- Tipos a 2 años en Alemania y EE.UU.



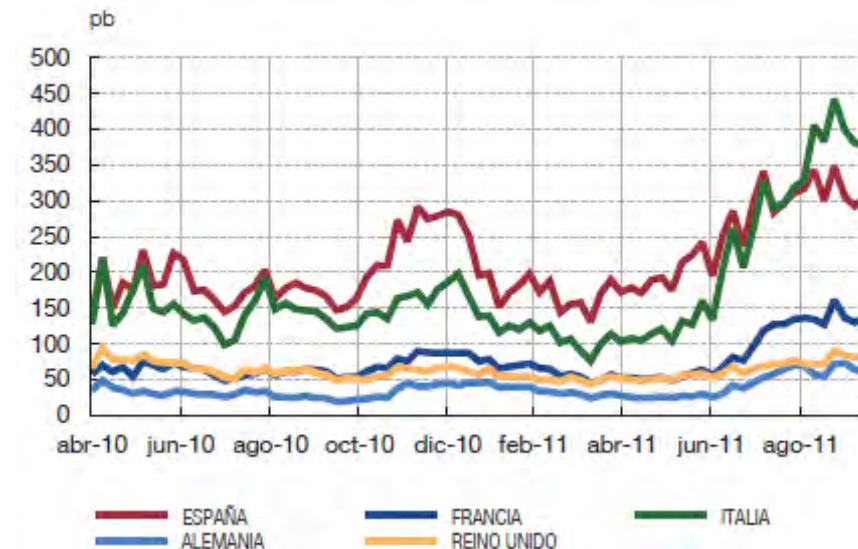
- Primas de riesgo a 10 años en Esp., Ita, Fra y Hol.

- Fuerte elevación de las primas de riesgo, especialmente en el sector financiero.
- El iTraxx 5a general vuelve a los 200 p.b. (cerca de los máximos de 2008), mientras que el iTraxx senior financiero euro alcanza récord en casi 300 p.b.
- **Estos problemas en el sector financiero se derivan principalmente de la crisis de deuda soberana. En nuestra opinión, no es factible un incumplimiento de España o Italia sin ruptura del euro.**

➤ iTraxx €y sector financiero senior



➤ CDS a 5 años Deuda Soberana



LAS BOLSAS

- Los beneficios empresariales se revisan levemente a la baja.
- Previsión actual de crecimiento de beneficios en Europa y EE.UU.:
 - S&P 500: Año 2011: 19% ; Año 2012: 12% (Per´11: 12 x; Div.: 2,5%).
 - Stoxx 600: Año 2011: 16% ; Año 2011: 14% (Per´11: 9 x; Div.: 5,5%).
- **Si los políticos consiguen disipar las dudas sobre la supervivencia del euro, un Per de 8-9 veces en Eurostoxx 50 es muy atractivo, incluso en caso de recesión moderada, con caídas de beneficios del entorno 10%-20% respecto a previsiones actuales.**

➤ Evolución bolsas desde 1-1-2010



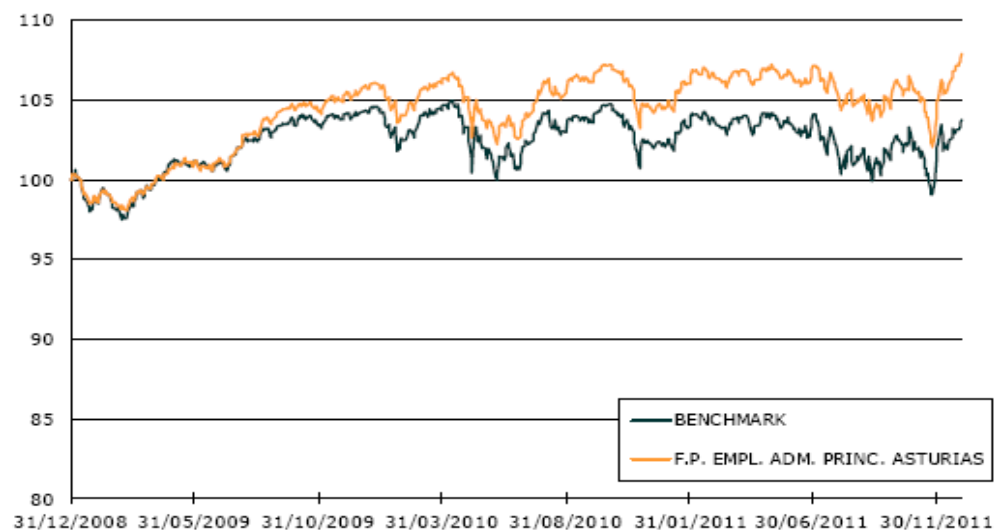
INDICE	23-11-11	AÑO 2010	AÑO 2009	AÑO 2008	AÑO 2007
IBEX	-19,92%	-17,43%	29,84%	-39,43%	7,32%
EUROSTOXX	-23,79%	-5,37%	21,00%	-44,28%	6,79%
DAX	-19,56%	16,06%	23,85%	-40,37%	22,29%
CAC-40	-25,44%	-2,15%	22,33%	-42,70%	1,31%
FTSE- 100	-12,92%	10,62%	22,88%	-31,97%	3,80%
NIKKEI	-18,71%	-3,01%	19,04%	-42,12%	-11,13%
DOW JONES	-0,66%	9,68%	21,69%	-34,65%	6,43%
S&P 500	-5,55%	11,67%	26,47%	-39,34%	3,53%
NASDAQ 100	-5,32%	16,22%	47,76%	-41,53%	9,81%

Fuente: Bloomberg. Datos en divisa de origen

FICHA DEL FONDO a fecha 31-12-11



EVOLUCIÓN DE RENTABILIDADES



Información del Fondo

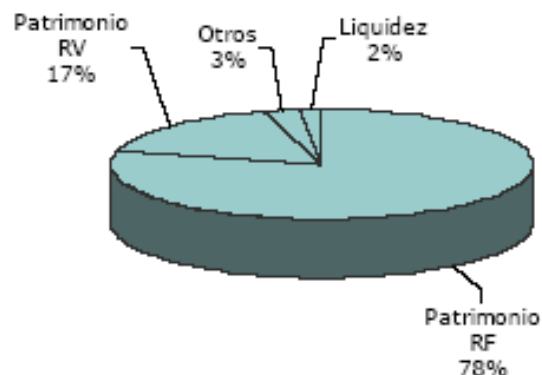
Fecha de Constitución	30 de diciembre de 1994
Entidad Depositaria	Caja de Asturias
Valor Liquidativo Patrimonio	10,893 81.874.069
Benchmark	17 % RV, 73 % RF, 10 % Otros
Benchmark RF	100% Combinación EFFAS y EONIA
Benchmark RV	17,6% Ibex 35, 53% Eurostoxx 50, 29,4% S&P 500
Otros	100% Eonia Capitalizado

ANÁLISIS RENTABILIDAD-VOLATILIDAD

Plan 1	1 MES	3 MESES	6 MESES	1 AÑO	YTD	2 AÑOS	3 AÑOS
Rentabilidad							
F.P. EMPL. ADM. PRINC. ASTURIAS	3,83%	2,76%	0,98%	3,33%	3,33%	2,10%	7,91%
BENCHMARK	2,37%	2,09%	0,00%	1,68%	1,68%	-0,41%	3,77%
Volatilidad							
F.P. EMPL. ADM. PRINC. ASTURIAS	5,73%	5,78%	5,48%	4,31%	4,31%	4,20%	3,71%
BENCHMARK	7,43%	6,90%	6,90%	5,37%	5,37%	5,28%	4,81%
Ratio de Sharpe							
F.P. EMPL. ADM. PRINC. ASTURIAS	9,97	1,99	0,36	0,77	0,78	0,25	0,69
BENCHMARK	4,37	1,25	0,00	0,31	0,31	-0,04	0,27

FICHA DEL FONDO a fecha 31-12-11

Estructura del fondo



Cartera de Renta Variable

Nivel de Inversión	Porcentaje
Nivel de Inversión	97,07%
Cartera contado	10,06%
Cartera derivados	34,38%
Cartera opciones	0,00%
Cartera futuros	34,38%
Cartera otras inv.	52,63%

Cartera de Renta Fija

	Cartera	Benchmark
Duración (años)	2,47	2,50
Vida media	0,00	
Rentabilidad Media (%)	4,58	1,23
Posición Derivados:		
- Futuros (3 meses a 3 años)	0,0%	
- Futuros (3 a 10 años)	0,0%	
- Opciones RF	0,0%	

Cartera de Otros

Inversión sobre patrim.	2,94%
Gestión alternativa	2,75%
Inmobiliario	0,20%

FICHA DEL FONDO a fecha 31-12-11



ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE RENTA FIJA

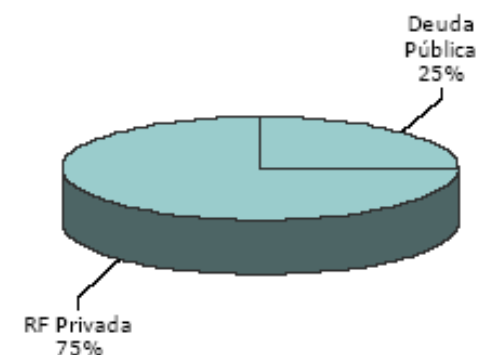
Por Plazo

	Fondo	Benchmark	Riesgo
Hasta 1 año	31,08%	60,00%	-28,92%
1- 3 años	41,42%	8,00%	33,42%
3 - 5 años	3,45%	7,50%	-4,05%
5 - 7 años	5,44%	8,50%	-3,06%
7 - 10 años	12,75%	10,00%	2,75%
Más de 10 años	5,86%	6,00%	-0,14%

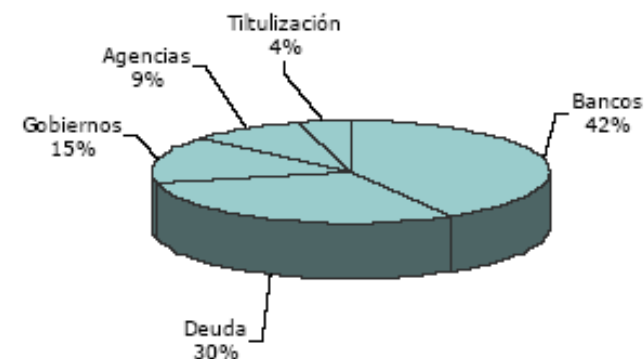
Rating

	Cartera	Benchmark	Riesgo
AAA	3,35%	0,00%	3,35%
AA	67,33%	100,00%	-32,67%
A	15,94%	0,00%	15,94%
BBB	12,96%	0,00%	12,96%
RS	0,00%	0,00%	0,00%

Composición por activos



Composición sectorial



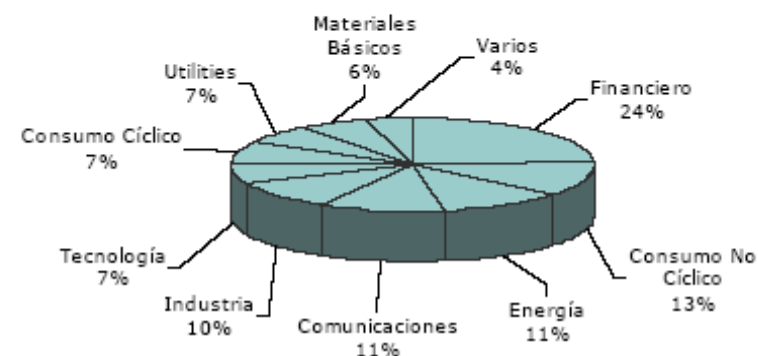
FICHA DEL FONDO a fecha 31-12-11



ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE RENTA VARIABLE

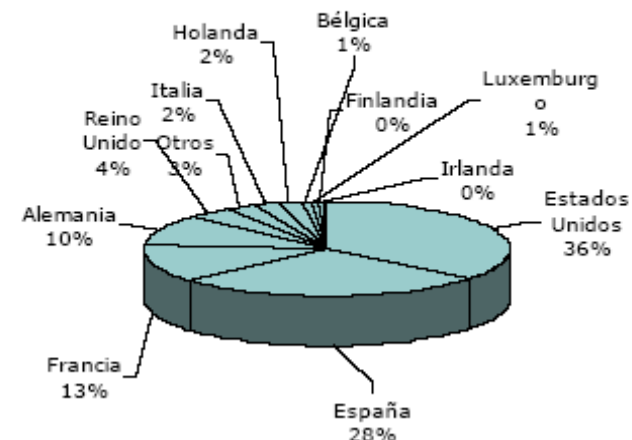
Sector	Fondo	Benchmark	Riesgo
Materiales Básicos	5,91%	6,76%	-0,85%
Comunicaciones	10,96%	9,99%	0,97%
Consumo Cíclico	7,16%	7,88%	-0,72%
Consumo No Cíclico	12,52%	12,12%	0,40%
Energía	11,22%	10,90%	0,33%
Financiero	23,61%	22,98%	0,63%
Industria	10,32%	10,57%	-0,25%
Tecnología	7,24%	7,07%	0,17%
Utilities	6,78%	7,58%	-0,80%
Varios	4,28%	4,15%	0,13%

Distribución sectorial



País	Cartera	Benchmark	Riesgo
Estados Unidos	35,81%	29,41%	6,40%
España	27,52%	24,22%	3,30%
Francia	13,09%	18,47%	-5,39%
Alemania	10,46%	16,82%	-6,36%
Reino Unido	3,92%	0,20%	3,72%
Otros	2,73%	0,00%	2,73%
Italia	2,27%	4,62%	-2,35%
Holanda	1,86%	3,01%	-1,15%
Bélgica	0,99%	1,39%	-0,39%
Luxemburgo	0,60%	0,82%	-0,22%
Finlandia	0,45%	0,62%	-0,17%
Irlanda	0,30%	0,42%	-0,12%

Distribución geográfica



NOTA DE PRENSA DATOS DE FONDOS DE PENSIONES 30 DE SEPTIEMBRE DE 2011

RENTABILIDADES MEDIAS ANUALES DE LOS PLANES DE PENSIONES AL 30/09/2011							
	21 AÑOS	20 AÑOS	15 AÑOS	10 AÑOS	5 AÑOS	3 AÑOS	1 AÑO
	%	%	%	%	%	%	%
SISTEMA INDIVIDUAL	4,74	4,28	2,54	0,86	-0,87	-0,30	-3,82
RENTA FIJA CORTO PLAZO	4,60	4,16	2,40	1,39	1,28	0,92	0,46
RENTA FIJA LARGO PLAZO	4,90	4,54	3,02	1,68	1,48	1,96	-0,83
RENTA FIJA MIXTA	4,71	4,22	2,23	0,88	-1,01	-0,50	-4,12
RENTA VARIABLE MIXTA	5,04	4,72	4,69	0,28	-3,83	-2,69	-9,13
RENTA VARIABLE	1,60	0,94	4,63	-0,91	-6,10	-3,71	-12,90
GARANTIZADOS	--	--	5,66	2,98	-0,08	0,51	-3,32
SISTEMA DE EMPLEO	6,42	5,70	3,59	2,30	0,29	1,47	-2,25
SISTEMA ASOCIADO	6,01	5,63	3,78	2,44	0,01	0,89	-2,75
TOTAL PLANES	4,77	4,66	2,98	1,53	-0,31	0,52	-3,13

F.P. EMPLEADOS ADMON. PCPDO. ASTURIAS (PLAN 1) (Interanual a 30-09-11)	-1.10%
---	--------

PLANES DE PENSIONES DEL SISTEMA INDIVIDUAL 31 DE DICIEMBRE DEL 2011

SISTEMA INDIVIDUAL	21 AÑOS	20 AÑOS	15 AÑOS	10 AÑOS	5 AÑOS	3 AÑOS	1 AÑO
Renta Fija Corto Plazo	4,48	4,03	2,07	1,39	1,33	0,85	1,38
Renta Fija Largo Plazo	4,76	4,40	2,51	1,62	1,56	1,36	1,39
Renta Fija Mixta	4,65	4,17	1,96	0,75	-0,98	0,90	-2,21
Renta Variable Mixta	5,08	4,73	3,82	0,17	-3,77	1,91	-7,01
Renta Variable	1,73	1,18	3,64	-1,39	-6,07	4,94	-10,40
Garantizados	--	--	--	2,80	-0,07	0,27	1,36
TOTAL PLANES	4,66	4,21	2,23	0,78	-0,75	1,25	-1,17

F.P. EMPLEADOS ADMON. PCPDO. ASTURIAS (PLAN 1) (Interanual a 31-12-11)

+3.33%

ANÁLISIS RENTABILIDAD POR ACTIVOS



556 - F.P. EMPLEADOS ADMON. PRINCIPADO ASTURIAS

ANÁLISIS GLOBAL DE RENTABILIDAD Y RIESGO DE LA CARTERA. Periodo: de 31/12/2010 a 31/12/2011

	Saldo Medio del Periodo	Riesgo medio por tipo de Activo	Resultados Aportados	Rentabilidad del periodo	Rentabilidad anualizada del periodo	Desglose de la Rentabilidad aportada por Tipo de Activo	Desglose de la Rentabilidad aportada por Benchmark
RENDA VARIABLE							
R.V Cartera Interior	2.728.716,96	3,60%	83.515,31	-3,06%	-3,06%	-0,12%	-0,16%
R.V Cartera Exterior	3.453.755,02	4,56%	6.932,37	-0,20%	-0,20%	-0,03%	-0,56%
Fondos Inversion RV	6.740.028,32	8,90%	119.684,82	-1,78%	-1,78%	-0,19%	
TOTAL	12.922.500,30	17,07%	210.132,50	-1,63%	-1,63%	-0,34%	-0,72%
FONDOS DE INVERSION							
Otros Fondos de Inversion	2.260.529,98	2,99%	5.602,33	-0,25%	-0,25%	-0,02%	
Capital Riesgo	349.047,29	0,46%	19.115,46	5,48%	5,48%	0,02%	
TOTAL	2.609.577,27	3,45%	13.513,13	0,52%	0,52%	0,00%	0,03%
RENDA FIJA Y ACTIVOS DEL MERCADO							
R.F Cartera Interior	45.585.084,68	60,22%	2.600.717,25	5,71%	5,71%	3,15%	
R.F Cartera Exterior	861.164,77	1,14%	27.208,10	3,16%	3,16%	0,03%	
Fondos Inversion RF	455.984,08	0,60%	7.777,28	-1,71%	-1,71%	-0,01%	
Depósitos	11.059.168,91	14,61%	405.401,29	3,67%	3,67%	0,48%	
Operaciones a Plazo	-	0,00%	-	0,00%	0,00%	0,00%	
TOTAL	57.961.402,44	76,56%	3.025.549,36	5,22%	5,22%	3,65%	2,37%
R.VARIABLE + FONDOS DE INVERSION + R.FIJA	73.493.480,01	97,08%	2.828.929,99	3,85%	3,85%	3,31%	1,68%
TESORERIA Y RESTO DE PATRIMONIO	2.208.777,54	2,92%	316,21	0,01%	0,01%	0,01%	
SALDO MEDIO INVERTIDO	75.702.257,55	100,00%	2.804.471,37	3,33%	3,33%	3,33%	1,68%

GESTIÓN DE INVERSIONES : RENTA VARIABLE

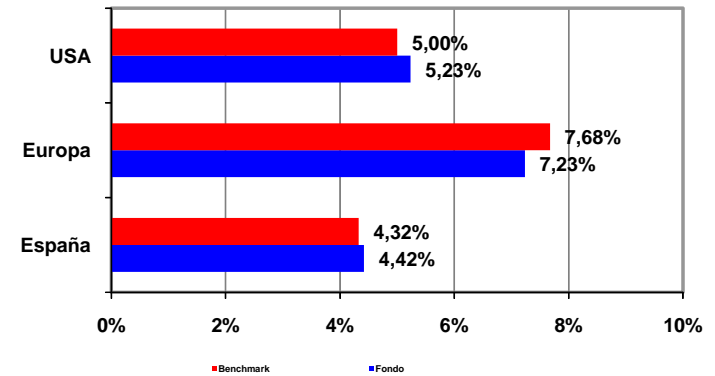


Datos a fecha: 30-12-11
 Patrimonio (M Euros): 81.874,07
 Nivel de Inversión: 16,89% (Base 100 99,35%)
 Benchmark: 17,00%

Cartera de RV		
País	Cartera	Bench. (*)
España	26,17%	25,44%
Europa	42,83%	45,15%
USA	31,00%	29,41%
TOTAL	100,00%	100,00%

▲
▼
▲

Distrib. Geográfica vs Bench. ajustado



Distribución geográfica y por instrumentos vs Benchmark							
País	Contado	Derivados	IIC's	Otros ***	Aj. **	Cartera	Bench. (*)
España	1,03%	2,90%	0,00%	0,00%	0,49%	4,42%	4,32%
Europa	0,99%	3,33%	3,40%	0,00%	-0,49%	7,23%	7,68%
USA	0,00%	0,00%	5,23%	0,00%	0,00%	5,23%	5,00%
TOTAL	2,02%	6,23%	8,64%	0,00%	0,00%	16,89%	17,00%

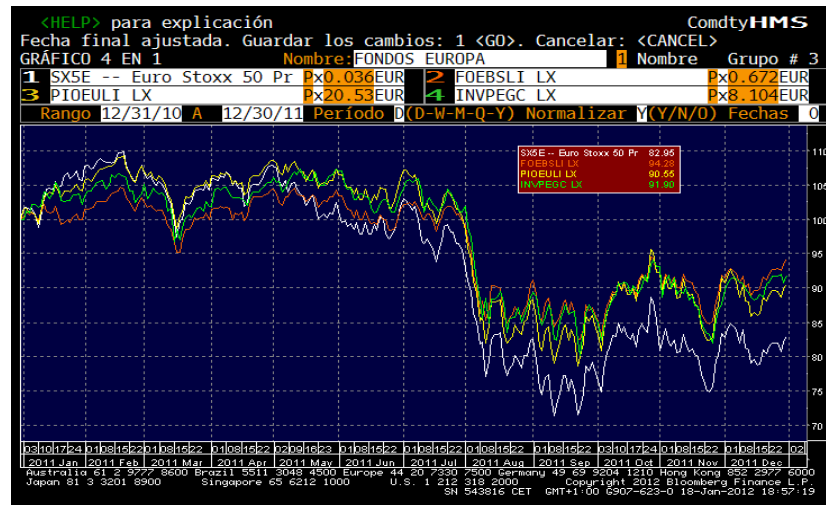
▲
▼
▲

* Benchmark ajustado: Valores españoles incluidos en España y excluidos de Europa

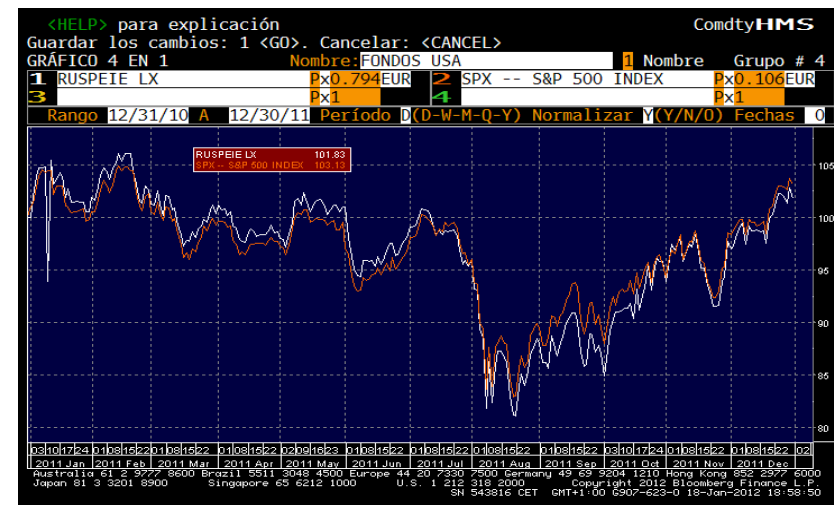
** Peso de los valores españoles en los futuros del Eurostoxx50

*** Futuros DAX y Footsie

▲▼► Sobre/Infraponderado y neutro (si la cartera +/- 0,10% de bench.)



Evolución Fdos. Europeos vs Eurostoxx50



Evolución Fdo. USA vs S&P500

- En el segundo, tercer y cuarto trimestre, el **nivel de inversión** ha permanecido con una exposición corta o de infraponderación variando desde el 89% hasta el 97%. Esta estrategia conservadora ha permitido obtener mejor rentabilidad que el índice de referencia en este periodo. En Octubre aumentamos el nivel de inversión al 100%.

- Desde el punto de vista **geográfico**:
 - ✓ **España**: Mantenemos posición ligeramente infraponderada en España.
 - ✓ **Zona Euro**: Infraponderación moderada. Cerrada en Octubre las posiciones abiertas del DAX a principio de año (0.50%) y de FTSE 100 (0.50%) abierta en Septiembre, comprando la cantidad equivalente de Eurostoxx.
 - ✓ **USA**: Durante todo el año posición neutra 5%. En Octubre aumentamos 10% la exposición con ETF. Canalizamos la inversión a través del fondo Robecco US Premium (29%) y el ETF del S&P500 (71%)

- Desde el punto de vista **sectorial**:
 - ✓ **Sobreponderamos**: Sectores más defensivos y con mayor visibilidad en sus resultados como consumo estable y petróleo, destacando la buena evolución relativa de Danone. Mantenemos una visión también positiva en el sector de tecnología, especialmente en SAP que ha demostrado fortaleza en sus resultados tanto por sus ingresos recurrentes (licencias) como por el lanzamiento de nuevos productos.
 - ✓ **Infraponderamos**: Sectores más ligados al ciclo económico como recursos básicos o consumo y el sector financiero por su exposición a deuda periférica, mayores requerimientos de capital y mayor dificultad de financiación.

- ✓ **Duración:** En el segundo trimestre del año la duración de la cartera se mantuvo neutra o infraponderada (entre 2,35 y 2,5 años). A cierre de trimestre se elevó, manteniéndose sobreponderada en todo el tercer y cuarto trimestre (2,7 – 2,6 años aprox.).

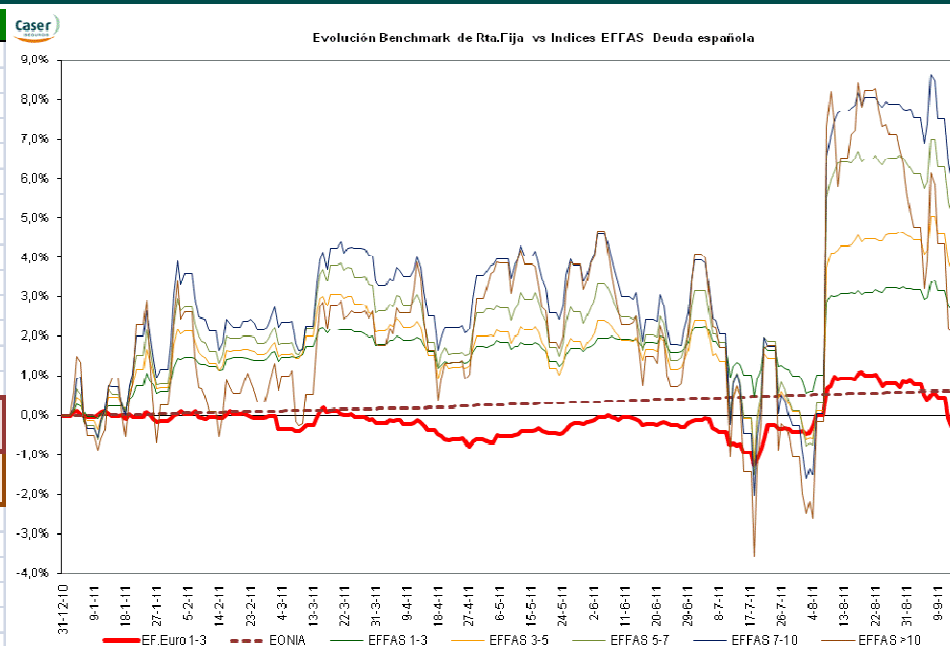
Estrategias:

- ✓ **Depósitos y activos a corto plazo (hasta 2 años):** Reducción ponderación patr. y renegociación de tipos y plazos, incremento de duración y rentabilidad.
- ✓ Ventas de emisiones financieras avaladas por el Tesoro Púb. Español a tipos inferiores al 3%
- ✓ Ventas Cédulas Hipotecarias a 2 años y compras de agencias nacionales mejorando rentabilidad.
- ✓ Compra de referencias de deuda pública española y agencias nacionales a tipos superiores al 4,2%
- ✓ Switch venta deuda vto.04-13 TIR 3,23% compra Letras vto.02-13 TIR 3,53%. Aprovechamiento de spread en el corto plazo entre los tipos de los bonos y Letras del Tesoro
- ✓ **Diversificación riesgo tesoro** español:
 - En Agosto, tras las compras de deuda del BCE se reduce la exposición a deuda periférica:
 - ✓ Se abre estrategia de Valor relativo: venta deuda española vto.2013, compra deuda francesa vto.2013, se cierra en Agosto contra compra ICO vto.2013 TIR 3,87%
- ✓ **Zona 3-5 años:**
 - ✓ Switch vta. deuda vto.30-4-14 TIR 4,08%, compra deuda ITA vto.1-7-14 TIR 4,81%
 - ✓ Switch vta. deuda vto.30-04-13 TIR 3,84%, compra 0,4M€ vto.04-14 TIR 4,16%
- ✓ **Zona 10 años:**
 - ✓ Estrategias de rango: Venta deuda 10 años con TIR inferior a 5% Compra a TIR superior al 5,40%

GESTIÓN DE INVERSIONES : RENTA FIJA



Fecha	EF.Euro 1-3	EFFAS 1-3	EFFAS 3-5	EFFAS 5-7	EFFAS 7-10	EFFAS >10
15-07-11	-0,94%	1,04%	-0,08%	-0,04%	-0,47%	-1,40%
18-07-11	-1,26%	0,48%	-1,14%	-1,49%	-2,04%	-3,57%
19-07-11	-1,09%	0,93%	-0,11%	-0,03%	-0,55%	-1,31%
20-07-11	-0,91%	1,16%	0,35%	0,51%	0,19%	-0,23%
21-07-11	-0,59%	1,76%	1,57%	1,97%	1,97%	1,70%
22-07-11	-0,25%	1,66%	1,45%	1,88%	1,76%	1,77%
25-07-11	-0,35%	1,24%	0,45%	0,58%	0,06%	-0,88%
26-07-11	-0,35%	1,26%	0,62%	0,85%	0,52%	-0,20%
27-07-11	-0,33%	1,19%	0,44%	0,65%	0,36%	-0,30%
28-07-11	-0,34%	1,17%	0,31%	0,39%	0,02%	-0,43%
29-07-11	-0,42%	1,01%	0,11%	0,14%	-0,26%	-1,05%
01-08-11	-0,39%	0,87%	-0,23%	-0,27%	-0,92%	-1,99%
02-08-11	-0,48%	0,58%	-0,63%	-0,78%	-1,61%	-2,49%
03-08-11	-0,45%	0,63%	-0,57%	-0,69%	-1,33%	-2,18%
04-08-11	-0,25%	0,62%	-0,59%	-0,74%	-1,52%	-2,58%
05-08-11	0,01%	1,04%	0,13%	0,32%	0,05%	-0,16%
08-08-11	0,68%	2,88%	3,75%	5,53%	6,55%	7,32%
09-08-11	0,73%	3,03%	4,11%	5,97%	7,08%	8,21%
10-08-11	0,99%	3,00%	4,12%	6,14%	7,42%	7,49%
11-08-11	0,92%	3,04%	4,19%	6,39%	7,66%	5,78%
12-08-11	0,94%	3,09%	4,29%	6,43%	7,70%	6,53%
13-08-11	0,94%	3,09%	4,29%	6,43%	7,70%	6,53%
14-08-11	0,94%	3,09%	4,29%	6,43%	7,70%	6,53%
15-08-11	0,94%	3,11%	4,30%	6,40%	7,77%	7,11%



Efecto en índices EFFAS deuda de la intervención del BCE

Lo más destacable de durante el segundo semestre del ejercicio es el **aumento de la volatilidad en las primas de riesgo de los países periféricos**. Las dificultades para alcanzar un acuerdo político en el segundo rescate a Grecia, y el efecto contagio a las curvas de gobierno de otros países de mucho mayor tamaño (España e Italia) obligaron al BCE a aplicar el mecanismo de intervención en los mercados.

Estas compras relajaron los tipos en todos los plazos y los spreads de España e Italia durante la segunda mitad de Agosto, si bien la incertidumbre política y económica han permanecido. (bajadas de rating, programas de reducción de déficits, etc)

En la actualidad la prima de riesgo alcanza los 330 p.b. en España y los 460 p.b. en Italia.



ESTRATEGIA 2012

Dirección Financiera CASER

13 Diciembre 2011

01.

Contexto macroeconómico

CONTEXTO ECONÓMICO (i)



- **Revisiones a la baja para el crecimiento mundial.** Aunque el FMI aún espera un PIB creciendo al 4% en 2012, el riesgo está en una desaceleración mayor. Gran dispersión entre economías desarrolladas y emergentes.
- **La resolución de la “crisis de deuda” en la Eurozona será decisiva para el futuro de la misma.** Hay que romper el círculo vicioso crisis financiera – crisis soberana. Es vital recuperar la confianza y volver a la senda del crecimiento.
- La FED, con su operación “twist” (de alargamiento de la duración de su balance) trata de mantener controlada en niveles reducidos toda la curva de tipos de interés.
- **El riesgo sobre el crecimiento económico de la consolidación fiscal simultánea en muchas economías desarrolladas es elevado.**

PIB (% anual)											
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Mundo	2,9	3,6	4,9	4,5	5,1	5,2	3,0	-0,7	5,1	4,0	4,0
Países desarrollados	1,7	1,9	3,2	2,6	3,0	2,7	0,6	-3,7	3,1	1,6	1,9
Países emergentes	4,8	6,2	7,5	7,1	7,9	8,3	6,1	2,8	7,3	6,4	6,1

IPC (% anual)											
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Mundo											
Países desarrollados	2,1	1,6	2,3	2,5	1,9	3,1	1,6	0,1	1,6	2,6	1,4
Países emergentes	7,1	5,9	6,3	5,6	5,7	7,5	9,2	5,2	6,1	7,5	5,9

Fuente: "WEO" del FMI (septiembre-11). Estimaciones de 2011 en adelante

- Continúan latentes **dos problemas potencialmente desestabilizadores**:
 - **Elevado endeudamiento** (público y privado) en muchas economías desarrolladas. Ello limita el crecimiento potencial. Apenas se ha corregido en el último año.
 - **Importantes desequilibrios de sector exterior** en muchas economías. En algunos casos, como el español o el estadounidense, sí se ha producido una corrección.
- Los **Bancos Centrales se convierten en fundamentales actores** dentro del actual escenario, con la aplicación de heterodoxas políticas (compras de bonos, “twist”, etc.). La FED ha comprado activos por valor de un 15% del PIB en los últimos 3 años, frente al apenas 4% del PIB de la Eurozona que ha adquirido el BCE.

	Datos económicos mundiales								
	PIB anual (Mil mill USD)	PIB YoY%		Superávit/Déf % PIB		IPC YoY%		Tasa de desempleo	
1) América									
5) EEUU	14582.40	1.60%	09/11	-8.60%	09/11	3.90%	09/11	9.10%	09/11
6) Canadá	1574.05	2.40%	08/11	-5.50%	12/10	3.20%	09/11	7.10%	09/11
7) Brasil	2087.89	3.14%	06/11	-2.57%	09/11	7.31%	09/11	6.00%	09/11
8) México	1039.66	3.30%	06/11	-2.9%	03/11	3.14%	09/11	5.68%	09/11
9) Argentina	368.71	9.10%	06/11	.12%	04/11	9.90%	09/11	7.30%	06/11
2) Europa/África/OM									
10) Eurozona	12174.52	1.60%	06/11	-6.20%	12/10	3.00%	09/11	10.20%	09/11
11) Alemania	3309.67	2.80%	06/11	-4.30%	12/10	2.50%	10/11	7.00%	10/11
12) Reino Unido	2246.08	.50%	09/11	-10.30%	12/10	5.20%	09/11	8.10%	08/11
13) Francia	2560.00	1.70%	06/11	-7.10%	12/10	2.20%	09/11	9.60%	06/11
14) Italia	2051.41	.80%	06/11	-4.60%	12/10	3.40%	10/11	7.97%	06/11
3) Asia/Pacífico									
15) Japón	5497.81	-1.10%	06/11	-8.14%	12/10	.00%	09/11	4.10%	09/11
16) China	5878.63	9.10%	09/11	-1.96%	12/10	6.10%	09/11	4.10%	06/11
17) India	1729.01	7.70%	06/11	-3.99%	12/10	8.99%	08/11	n.a.	
18) Corea S.	1014.48	3.40%	09/11	n.a.		3.90%	10/11	3.20%	09/11
19) Australia	924.84	1.40%	06/11	-5.89%	12/10	3.50%	09/11	5.20%	09/11
20) Taiwán	355.47	3.37%	09/11	-2.42%	03/11	1.35%	09/11	4.28%	09/11

	Reservas internacionales					
	Actual (Bil USD)	% en el mundo	Hace 1 año (Bil USD)	1 mes Cambio %	1 año Cambio %	
1) Mundial	10227.64	10/28	100.000%	8954.04	.0%	+14.2%
2) América						
7) Brasil	352.93	10/31	3.445%	284.93	+9%	+23.9%
8) México	140.49	10/28	1.358%	110.66	+3.0%	+27.0%
9) EEUU	49.06	10/21	.475%	48.23	+7%	+1.7%
10) Canadá	50.60	09/30	.635%	47.54	-.8%	+6.4%
11) Argentina	42.16	09/30	.448%	45.99	-3.1%	-8.3%
3) Europa/África/OM						
12) Rusia	472.50	09/30	4.620%	458.32	-4.8%	+3.1%
13) Arabia Saudí	519.01	09/30	4.952%	413.33	+3.3%	+25.6%
14) Eurozona	204.55	09/30	2.063%	206.50	-3.0%	-.9%
15) Argelia	175.85	07/31	1.700%	150.29	+1.1%	+17.0%
4) Asia/Pacífico						
16) China	3201.68	09/30	31.304%	2648.00	-1.9%	+20.9%
17) Japón	1122.92	09/30	10.979%	1051.47	-1.1%	+6.8%
18) Taiwán	389.17	09/30	3.805%	380.51	-2.8%	+2.3%
19) Corea del Sur	310.98	10/31	2.966%	293.35	+2.5%	+6.0%
20) Hong Kong	277.70	09/30	2.715%	266.10	-.6%	+4.4%

(Fuente: Bloomberg)

POBLACIÓN, DESEMPLEO Y ENERGÍA



- China ya es el primer consumidor de energía del mundo, habiendo sobrepasado a EE.UU. en 2010.
- La demografía pesa especialmente en Japón (25% de población mayor de 65 años) y algunas otras economías occidentales. Necesitarán flujos continuos de mano de obra extranjera para seguir creciendo.

Población y desempleo					
	Actual		%	%	Desempleo
	Estimación		> 65 años	< 15 años	Tipo
1) Mundial	7153.599	12/14	8.300%	25.70%	n.a.
2) América					
6) EEUU	322.423	12/14	14.100%	20.10%	9.10% 09/11
7) Brasil	210.174	12/14	7.300%	25.40%	6.00% 09/11
8) México	117.459	12/14	7.100%	27.00%	5.68% 09/11
9) Argentina	43.024	12/14	11.400%	24.90%	7.30% 06/11
10) Canadá	34.835	12/14	17.300%	15.50%	7.10% 09/11
3) Europa/Africa/OM					
11) Eurozona	402.792	12/14	17.480%	15.76%	10.20% 09/11
12) Alemania	80.997	12/14	21.100%	13.00%	7.00% 10/11
13) Francia	66.022	12/14	18.000%	18.40%	9.10% 06/11
14) Reino Unido	63.743	12/14	17.500%	17.30%	8.10% 08/11
15) Italia	61.680	12/14	21.000%	13.80%	7.97% 06/11
4) Asia/Pacífico					
16) China	1355.693	12/14	9.600%	17.10%	4.10% 06/11
17) India	1236.345	12/14	5.800%	28.50%	9.40% 12/10
18) Indonesia	253.290	12/14	6.400%	26.10%	7.14% 08/10
19) Japón	125.223	12/14	25.400%	12.50%	4.10% 09/11
20) Filipinas	107.668	12/14	4.500%	33.70%	7.10% 07/11

Importación y exportación de crudo			
País	Importaciones	Exportaciones	Neto
	Miles de barriles	Miles de barriles	Comercio internacional
1) Mundial	37670 12/10	37670 12/10	n.a.
2) EEUU	9159 12/10	28 12/10	9131 12/10
3) Europa Occidental	9341 12/10	387 12/10	8954 12/10
4) Asia (otros)	4528 12/10	796 12/10	3732 12/10
5) Japón	3711 12/10	6 12/10	3705 12/10
6) China	4710 12/10	41 12/10	4669 12/10
7) África (otros)	101 12/10	326 12/10	-225 12/10
8) Asia Pacífico	583 12/10	325 12/10	258 12/10
9) Canadá	580 12/10	1990 12/10	-1410 12/10
10) Latinoamérica	419 12/10	2635 12/10	-2216 12/10
11) África Norte	247 12/10	2260 12/10	-2013 12/10
12) África Occidental	1 12/10	4443 12/10	-4442 12/10
13) Antigua URSS	1 12/10	6386 12/10	-6385 12/10
14) Oriente Medio	226 12/10	16642 12/10	-16416 12/10

Consumo total de energía BP World			
	Actual	Hace 1 año	Cambio %
	(MM Tons OE)	(MM Tons OE)	1 Yr Ago
1) Mundial	12002.4 12/10	11363.2 12/09	+5.62%
5) Mundial	12002.4 12/10	11363.2 12/09	+5.62%
6) Mercados emergentes	6434.1 12/10	5984.8 12/09	+7.51%
7) Asia Pacífico	4573.8 12/10	4215.6 12/09	+8.50%
8) Europa	2971.5 12/10	2853.8 12/09	+4.12%
9) Norteamérica	2771.5 12/10	2683.7 12/09	+3.27%
2) Norte/Latinoamérica			
10) EEUU	2285.7 12/10	2204.1 12/09	+3.70%
11) Canadá	316.7 12/10	312.5 12/09	+1.35%
12) Brasil	253.9 12/10	234.1 12/09	+8.46%
3) Europa/África/OM			
13) Federación Rusa	690.9 12/10	654.7 12/09	+5.53%
14) Alemania	319.5 12/10	307.4 12/09	+3.92%
15) Francia	252.4 12/10	244.0 12/09	+3.43%
16) Reino Unido	209.1 12/10	203.6 12/09	+2.71%
17) Italia	172.1 12/10	168.3 12/09	+2.25%
4) Asia/Pacífico			
18) China	2432.2 12/10	2187.7 12/09	+11.18%
19) Japón	500.9 12/10	473.0 12/09	+5.89%
20) India	524.2 12/10	480.0 12/09	+9.22%

(Fuente: Bloomberg)

- Algunas economías denominadas emergentes se encuentran hoy entre las 7 más grandes del mundo por volumen de PIB (China y Brasil).
- Los **niveles de inflación son más altos** que los de las economías más desarrolladas, **así como los tipos de interés que aplican los Bancos Centrales.**
- **China es el mayor consumidor de energía del mundo, y atesora las mayores reservas.**
- Debido al menor endeudamiento que tienen estas economías, y al menor *desarrollo* de sus sistemas financieros, **serían menos vulnerables a un nuevo entorno de recesión mundial.**

Estadísticas económicas									
	PIB anual		PIB		IPC		Superávit/Déf		Tasa de
	(Mil mill USD)		YoY%		YoY%		% PIB		Rate %
1) América									
4) Argentina	369	12/10	9.10	06/11	9.90	09/11	-46	12/04	7.30 06/11
5) Brasil	2088	12/10	3.14	06/11	7.31	09/11	-3.54	12/09	6.00 09/11
6) Chile	203	12/10	6.50	06/11	3.30	09/11	-4.52	12/09	7.40 09/11
7) México	1040	12/10	3.30	06/11	3.14	09/11	-1.17	12/00	5.68 09/11
2) Europa/África/OM									
8) República Checa	192	12/10	2.20	06/11	1.80	09/11	-6.15	12/09	8.00 09/11
9) Egipto	219	12/10	-1.4	06/11	8.20	09/11	n.a.		11.80 06/11
10) Hungría	130	12/10	1.50	06/11	3.60	09/11	-3.99	12/09	10.70 09/11
11) Israel	217	12/10	3.50	06/11	2.90	09/11	-4.32	12/09	5.50 06/11
12) Polonia	469	12/10	4.30	06/11	3.90	09/11	-6.11	12/09	11.80 09/11
13) Rusia	1480	12/10	3.40	06/11	7.20	10/11	5.32	12/09	6.00 09/11
14) Sudáfrica	364	12/10	3.00	06/11	5.70	09/11	-4.94	12/09	25.00 09/11
15) Turquía	735	12/10	8.80	06/11	7.66	10/11	-5.55	12/09	9.10 07/11
3) Asia/Pacífico									
16) China	5879	12/10	9.10	09/11	6.10	09/11	-1.19	12/06	4.10 06/11
17) India	1729	12/10	7.70	06/11	8.99	08/11	-4.89	12/09	9.40 12/10
18) Corea del Sur	1014	12/10	3.40	09/11	3.90	10/11	2.70	12/06	3.20 09/11
19) Taiwán	355	12/06	3.37	09/11	1.35	09/11	-2.80	12/06	4.28 09/11
20) Tailandia	319	12/10	2.60	06/11	4.19	10/11	-3.05	12/09	.68 08/11

Previsiones de consenso
(Fuente: Bloomberg)

- Fuertes revisiones a la baja en el crecimiento esperado. Tanto en 2011 como en 2012, el PIB crecerá en torno al 2%. Persistirá un alto desempleo.
- De momento no hay síntomas de caída en recesión. Sí de pérdida de confianza.
- La construcción residencial no se recupera.
- El déficit público mejorará levemente, si bien superará el 7%.
- Las políticas monetaria y fiscal con dificultad para ayudar en el momento actual.
- Ventas al por menor y producción industrial se desaceleran levemente, si bien aún crecen a buen ritmo.
- El PIB, en términos reales, ha recuperado todo lo perdido en la crisis iniciada en 2007. No así el empleo, que desciende un 4% en el mismo período.

Indicador	Corriente / Pronósticos									
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Actividad económica										
1) PIB real (% YOY)	3.50	3.10	2.70	1.90	-0.30	-3.50	3.00	1.70	2.05	2.45
2) IPC (% YOY)	2.68	3.38	3.23	2.87	3.85	-0.35	1.63	3.10	2.10	2.20
3) PCE princ (% YOY)	2.08	2.23	2.26	2.31	2.28	1.56	1.40	1.50	1.70	1.75
4) Desempleo (%)	5.50	5.10	4.60	4.60	5.80	9.30	9.60	9.10	8.90	8.40
Balanza externa										
5) Bal corr (% del PIB)	-5.30	-5.91	-5.99	-5.06	-4.74	-2.70	-3.24	-3.10	-2.95	-2.80
Balanza fiscal										
6) Presup (% del PIB)	-3.30	-2.50	-1.50	-1.30	-4.80	-10.40	-8.70	-8.50	-7.00	-5.30
Tipos de interés										
7) Tipo de Banco Central (%)	2.25	4.25	5.25	4.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	--
8) Tipo 3 meses (%)	2.56	4.54	5.36	4.70	1.43	0.25	0.30	0.36	0.44	--
9) Nota 2 añ (%)	3.07	4.40	4.81	3.05	0.77	1.14	0.60	0.28	0.70	--
10) Nota 10 añ (%)	4.22	4.39	4.70	4.03	2.21	3.84	3.30	2.21	2.88	--
Tipos de cambio										
11) EURUSD	1.36	1.18	1.32	1.46	1.40	1.43	1.34	1.35	1.40	1.38

Previsiones de consenso (Fuente: Bloomberg)



➤ Producción industrial y ventas al por menor



➤ Nivel de empleo y PIB real desde inicio crisis (base 100)

- El crecimiento del PIB se revisa a la baja en los últimos meses. La previsión para 2012 es de un modesto 0,7%. Persistirá un elevado desempleo, cercano al 10%.
- La consolidación fiscal en numerosos países tendrá un impacto negativo en el corto plazo sobre el crecimiento del PIB. Pero es necesaria.
- La clave para la Eurozona es disipar las dudas sobre el futuro común dentro de la Unión Monetaria. Es vital recuperar la confianza. Es un aspecto clave para aventurarse a hacer predicciones. Sin euro, el abismo se acerca a muchas economías.
- El IPC subyacente se mantiene por debajo del 2%. Crece la oferta monetaria.
- Sólo Alemania, de entre los cuatro grandes países, recupera niveles de PIB pre-crisis.
- La producción industrial, pese a la pérdida de dinamismo, aún crece al 5-6%. Ventas por menor en negativo

Indicador	Corriente / Pronósticos									
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Actividad económica										
1) PIB real (% YOY)	2.20	1.70	3.20	3.00	0.40	-4.20	1.80	1.60	0.70	1.50
2) IPC (% YOY)	2.15	2.19	2.18	2.13	3.28	0.29	1.58	2.60	1.80	1.80
3) Desempleo (%)	9.22	9.18	8.48	7.63	7.66	9.58	10.13	10.00	9.90	9.70
Balanza externa										
4) Bal corr (% del PIB)	0.63	-0.20	-0.10	0.30	-1.25	-0.53	-0.45	-0.70	-0.30	-0.20
Balanza fiscal										
5) Presup (% del PIB)	-2.90	-2.50	-1.40	-0.70	-2.10	-6.40	-6.20	-4.30	-3.50	-2.50
Tipos de interés										
6) Tipo de Banco Central (%)	2.00	2.25	3.50	4.00	2.50	1.00	1.00	1.25	1.25	--
7) Tipo 3 meses (%)	2.15	2.49	3.73	4.68	2.89	0.70	1.01	1.21	1.30	--
8) Nota 2 añ (%)	2.48	2.86	3.90	3.96	1.75	1.33	0.86	--	--	--
9) Nota 10 añ (%)	3.68	3.31	3.95	4.33	2.95	3.39	2.96	--	--	--
Tipos de cambio										
10) EURUSD	1.36	1.18	1.32	1.46	1.40	1.43	1.34	1.35	1.41	1.38

Previsiones de consenso (Fuente: Bloomberg)



➤ PIB “normalizado” desde inicio crisis.



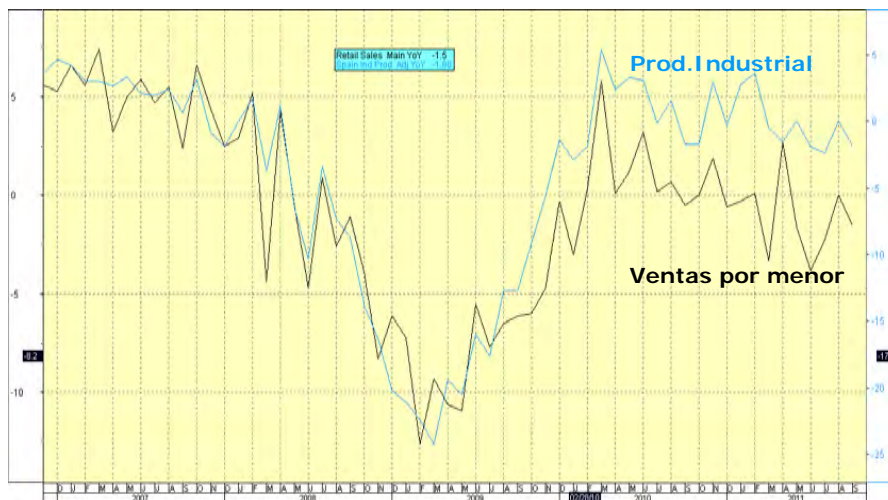
➤ Ventas x menor y Prod. Indust. en Zona Euro

- Producción Industrial, ventas de automóviles y ventas al por menor en terreno negativo. Confianza en mínimos
- Demanda interna desacelerándose, y claramente en terreno negativo.
- El turismo crece un 7%. Sector exterior aportando 1,5% al PIB.
- El déficit público descenderá claramente en 2011.

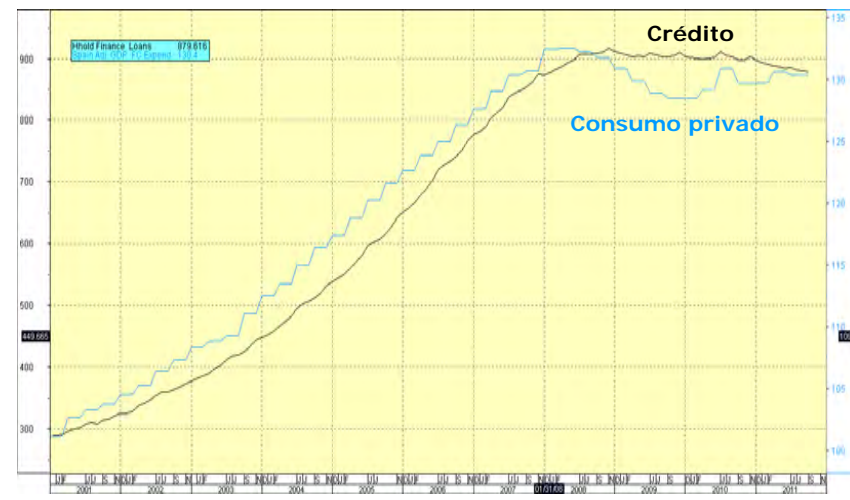
➤ PIB, Consumo, Gasto Público y FBCF en España



➤ Ventas x menor y Prod. Indust. en España



➤ Crédito a hogares y Consumo privado en España

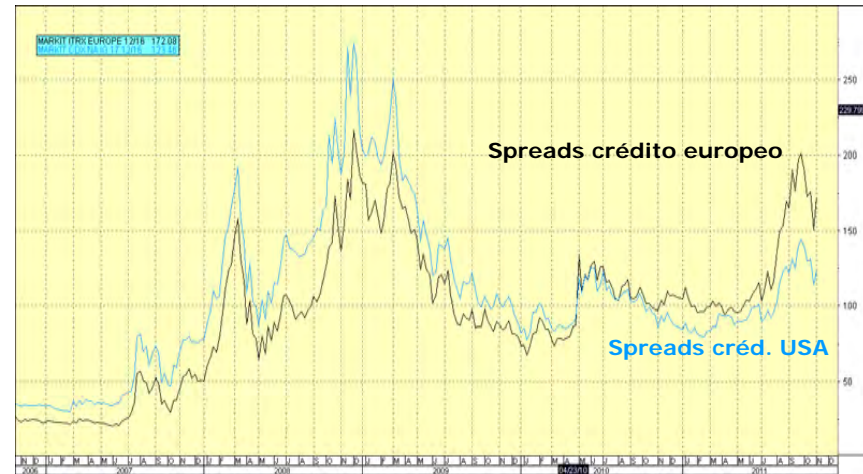


02.

Evolución mercados financieros

- Los diferenciales de renta fija privada se acercan en la Eurozona (no así en EE.UU.) a los máximos registrados en 2008. No obstante, los índices financieros (senior y subordinado) baten claramente dichos niveles, alcanzando cotas máximas hoy en día, a diferencia del resto de sectores.
- **Círculo vicioso de riesgo bancario – riesgo soberano. Las crisis bancaria y soberana se autoalimentan.**
- La clave es disipar las dudas del cobro de la deuda pública. El BCE puede jugar un importante papel en la estabilización de los mercados de deuda soberana, dado el bajo nivel de inflación subyacente, y el contexto de escasez crediticia.

➤ iTraxx €y CDX \$

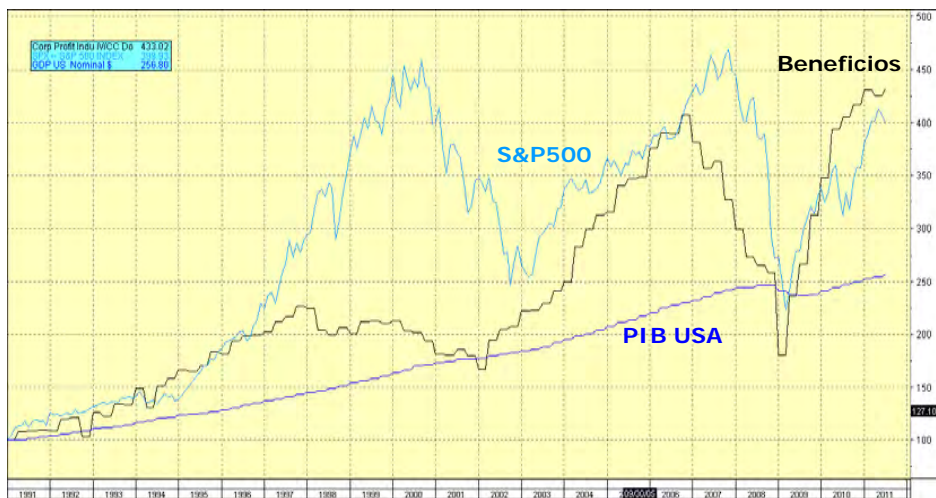


➤ Bonos a 10 años alemán, español y francés



- Los beneficios empresariales están en EE.UU. en máximos históricos. La rentabilidad y márgenes de las empresas del S&P 500 está en niveles elevados.
- Los niveles de PER a nivel mundial continúan muy por debajo de sus medias históricas. En Eurostoxx 50 es de menos de 9,5x. En S&P 500 es de 13x
- El ratio Precio/libros en Eurostoxx 50 es de 1,04 veces, cerca de sus mínimos históricos.
- Rentabilidad por dividendo del 5% en Europa y del 2,6% en EE.UU.

➤ S&P 500, PIB y Beneficios empresariales



➤ Ratios del Eurostoxx 50

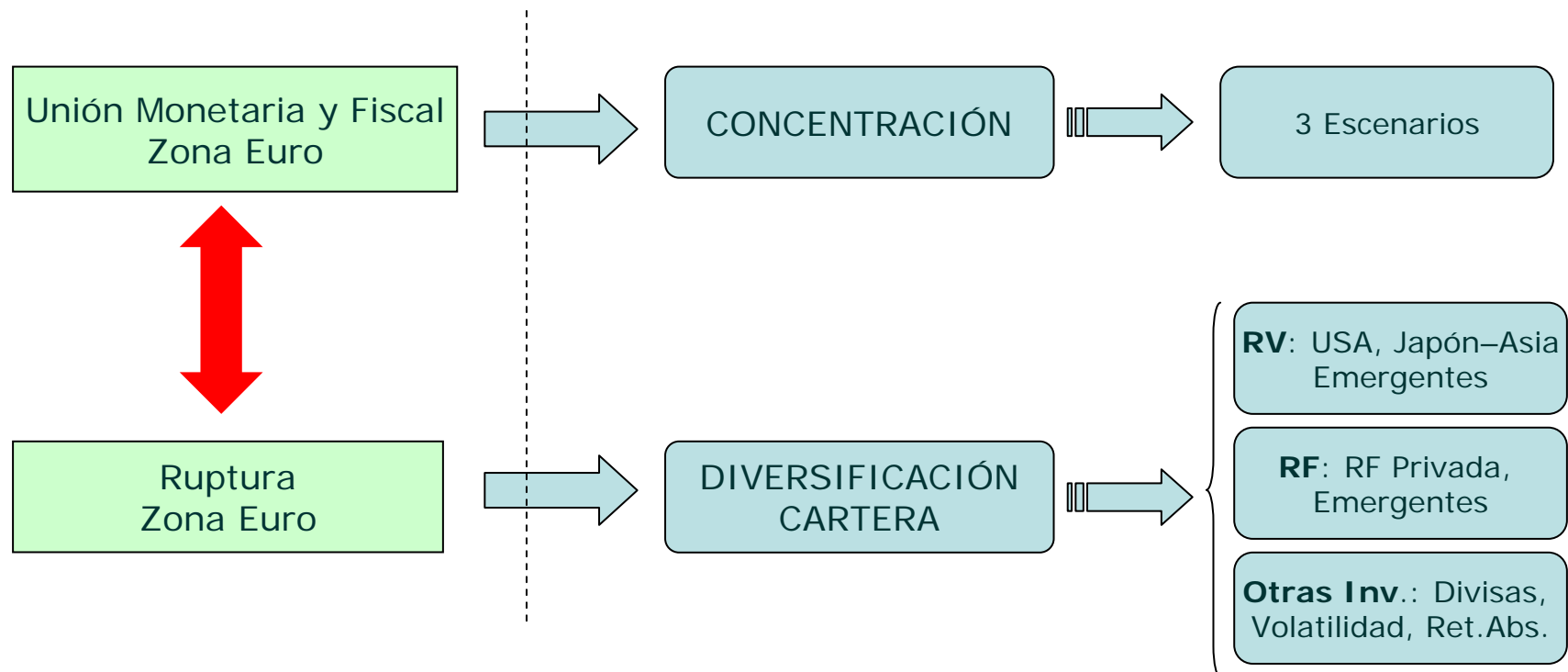
Medida	Efectivo	Est F12	Crecimient	Est Y+1	Crecimient	Est Y+2	Crecimient
11) Beneficios por acción	246.44	279.91	13.58%	277.56	-0.84%	302.20	8.88%
12) BPA positivos	254.87	279.91	9.83%	277.56	-0.84%	302.20	8.88%
13) Flujo de caja por acción	424.08	524.52	23.69%	537.06	2.39%	572.24	6.55%
14) Dividendos por acción	124.24	178.53	43.70%	133.68	-25.13%	141.58	5.91%
15) Valor contable por acción	2166.53	2256.79	4.17%	2388.74	5.85%	2601.09	8.89%
16) Ventas por acción	3621.08	3540.26	-2.23%	3580.64	1.14%	3705.70	3.49%
17) EBITDA Per Share	620.46	634.06	2.19%	683.54	7.80%	725.73	6.17%
18) Crecimiento LP		6.06%					
19) Deuda neta por acción	4965.76	849.66	-82.89%	777.53	-8.49%	715.98	-7.92%
20) Valor de empresa por acción	7794.34	3507.75	-55.00%	3471.90	-1.02%	3327.70	-4.15%
Medida de valuación							
	Efectivo	Est F12		Est Y+1		Est Y+2	
21) Precio/BPA	9.36	8.24		8.31		7.63	
22) Precio/BPA positivos	9.05	8.24		8.31		7.63	
23) Prc/FC	5.44	4.40		4.30		4.03	
24) Rend dividendo	5.39	7.74		5.79		6.14	
25) Prc/Libro	1.06	1.02		0.97		0.89	
26) Prc/Ventas	0.64	0.65		0.64		0.62	
27) Precio/EBITDA	3.72	3.64		3.38		3.18	
28) VE/EBITDA	12.56	12.29		11.40		10.74	
29) Deuda neta/EBITDA	8.00	7.83		7.26		6.84	

03.

Planteamiento de escenarios futuros
Perspectivas para los mercados

A las dudas sobre el *timing* de resolución de una crisis soberana “sistémica”, se le unirá en 2012 el lastre de una contracción económica en la Eurozona.

Un paso hacia más Europa (Unión Fiscal) sería un catalizador de mejoras en el ámbito financiero (mercados) y finalmente económico. Mientras lo que sigue en juego no sólo son los intereses económicos con un riesgo de absoluto desastre a la vista de la interconexión entre economías/banca/corporates de todos los países, sino que también una mayor dilución del papel de Europa en la economía global.



- **Escenario 1: Se cumplen las expectativas actuales de consenso.** Crecimiento económico a la baja en la Eurozona, al alza en Japón, y similar en EE.UU. y economías emergentes. Sin grandes presiones inflacionistas. Los tipos de interés se mantienen bajos. Bolsas al alza. Diferenciales periféricos estrechándose. Probabilidad asignada: 65%.
- ✓ La confianza va asentándose conforme **se disipan las dudas sobre la supervivencia de la Eurozona**, al hilo de ajustes en las cuentas públicas.
 - ✓ Ni Eurozona ni EE.UU. caen en recesión.
 - ✓ La inflación se mantiene baja (la subyacente, al menos).
 - ✓ Tanto FED como BCE mantienen los actuales niveles de tipos de interés a lo largo de 2012.
 - ✓ Los **tipos a largo plazo tienden al alza en EE.UU. y Alemania**. Reducción de diferenciales en países periféricos.
 - ✓ **Las Bolsas suben de manera relevante** desde el nivel actual. El Euro Stoxx 50 se acerca al 2.700, y el Ibex 35 al 9.800. El euro se deprecia levemente contra el dólar.

- **Escenario 2: Mejoría en la confianza, con aceleración del crecimiento económico, que supera las previsiones.** A pesar de la consolidación fiscal, se supera el actual panorama, mejorando consumo privado e inversión. Los precios no suben en exceso, permitiendo una continuidad a las actuales políticas de los Bancos Centrales. Probabilidad asignada: 15%.
- ✓ Se consigue rehabilitar la confianza en la reducción del endeudamiento, estimulándose la inversión privada. El empleo mejora. **Se superan las expectativas actuales de crecimiento.**
 - ✓ La inflación se incrementa levemente, con lo que los Bancos Centrales empiezan a cambiar su tono, si bien no suben los tipos de interés.
 - ✓ Los **tipos a largo plazo van al alza en EE.UU. y Alemania.** Pendientes de tipos inicialmente al alza. Fuerte reducción diferenciales en países periféricos.
 - ✓ **Las Bolsas suben de manera importante** desde el nivel actual. El Euro Stoxx 50 supera los 2.900, y el Ibex 35 llega a 10.600. El euro se deprecia contra el dólar.

- **Escenario 3: Recaída económica.** El deterioro de la confianza y los ajustes en el gasto público hacen mella en el crecimiento, más allá de lo actualmente previsto. EL BCE sigue recortando tipos, al tiempo que los B. Centrales siguen ampliando sus Balances. Probabilidad asignada: 20%.
 - ✓ A pesar del escenario de recaída económica, la Eurozona recupera la confianza en un futuro en común compartiendo el euro.
 - ✓ El BCE baja sus tipos hasta el 0,5% y el “quantitative easing” se extiende...
 - ✓ **Los tipos a largo plazo bajan levemente en Alemania y EE.UU.** Diferenciales crediticios bajando, pero aún en cotas elevadas. Pendientes de tipos elevadas.
 - ✓ **Las Bolsas experimentan cesiones desde los actuales niveles,** del orden del 15%. En este escenario, creemos que el dólar se depreciaría contra el euro.

RENTABILIDADES ESPERADAS



	<i>Rentabilidad esperada</i>			<i>Volatilidad histórica</i>	<i>Rentabilidad Ponderada</i>
	<i>Escenario 1</i>	<i>Escenario 2</i>	<i>Escenario 3</i>		
<i>Corto Plazo (< 1 año)</i>	1,1%	1,3%	0,9%	0,36%	1,09%
<i>EFFAS 1-3 ESP.</i>	7,3%	7,0%	7,8%	2,05%	7,36%
<i>EFFAS 3-5 ESP.</i>	8,3%	8,0%	9,6%	3,75%	8,52%
<i>EFFAS 5-7 ESP.</i>	7,6%	5,7%	10,4%	5,05%	7,85%
<i>EFFAS 7-10 ESP.</i>	7,0%	6,0%	9,9%	5,40%	7,40%
<i>EFFAS >10 ESP.</i>	3,0%	5,7%	14,9%	9,43%	5,74%
<i>RV Euro</i>	17,4%	27,4%	-11,3%	19,12%	13,15%
<i>RV Española</i>	16,7%	26,2%	-10,7%	19,56%	12,62%
<i>RV EE.UU.</i>	28,1%	33,4%	-21,5%	15,62%	19,00%
<i>RV Emergente</i>	26,3%	36,8%	-15,8%	24,49%	19,47%
<i>Inv. Alternativas</i>	4,0%	5,0%	-3,0%	12,07%	2,75%
<i>Divisa \$/€ (nivel)</i>	1,30	1,25	1,45	11,24%	
<i>Dif. Itraxx 5y € (nivel)</i>	1,20%	1,00%	2,00%	--	--

<i>Probabilidad</i>	65,0%	15,0%	20,0%
---------------------	-------	-------	-------

04.

Previsión para distintas Carteras

CARTERAS



	Rentab. esperada	Volat.			Cartera Actual	Cartera Propuesta		
			Cartera 1	Cartera 2	Cartera 3	Cartera 4	Cartera 5	
Corto plazo	1,09%	0,36%	54,00%	46,20%	43,80%	43,80%	41,40%	
Zona 1-3 años	7,36%	2,05%	7,20%	6,16%	5,84%	5,84%	5,52%	
Zona 3-5 años	8,52%	3,75%	6,75%	5,78%	5,48%	5,48%	5,18%	
Zona 5-7 años	7,85%	5,05%	7,65%	6,55%	6,21%	6,21%	5,87%	
Zona 7-10 años	7,40%	5,40%	9,00%	7,70%	7,30%	7,30%	6,90%	
Zona >10 años	5,74%	9,43%	5,40%	4,62%	4,38%	4,38%	4,14%	
Zona 1-3 años Euro	7,61%	2,05%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
TOTAL RF			90,00%	77,00%	73,00%	73,00%	69,00%	
RV Europea	13,15%	19,12%	0,00%	7,00%	9,00%	6,00%	8,00%	
RV España	12,62%	19,56%	0,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	
RV EE.UU.	19,00%	15,62%	0,00%	3,00%	5,00%	7,00%	8,00%	
RV Emergente	19,47%	24,49%	0,00%	0,00%	0,00%	1,00%	2,00%	
TOTAL RV			0,00%	13,00%	17,00%	17,00%	21,00%	
Inversiones Alternativas	2,75%	12,07%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	
OTRAS INVERSIONES			10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	
TOTAL CARTERA			100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	
RENTABILIDAD ESPERADA			3,5%	4,9%	5,4%	5,6%	6,1%	
VOLATILIDAD			2,0%	3,1%	4,0%	4,0%	4,6%	

➤ DURACIÓN.

- ✓ Inicio de año con ligera **sobreponderación**. Pensamos que estos bonos alemanes están excesivamente comprados por su cualidad de valor refugio y en caso de normalización de mercados podrían repuntar sus tipos y bajar sus precios. Por el contrario los bonos de deuda española reducirían diferencial, o que implicaría menores tipos y subidas de precios.

➤ ESTRUCTURA DE CARTERA POR EMISORES:

- ✓ **Renta Fija Pública**. Mantenemos nuestra preferencia por activos emitidos por entidades públicas. Bonos gubernamentales, agencias estatales (ICO, FROB, FADE, etc.), o deuda avalada ofrecen rentabilidades en los tramos cortos con spreads sobre otras referencias europeas muy elevados.
- ✓ **Renta Fija Privada**. Pueden ofrecer mayor estabilidad a la evolución de la cartera. Continúa la tendencia de mejora de beneficios, reducción del apalancamiento y financiación a tipos reducidos. Las emisiones de mercado primario ofrecen primas elevadas para los plazos cortos que resultan interesantes como alternativa a los activos públicos.
- **TIPO DE CUPÓN**. Mantenemos la preferencia por cupones fijos. Baja probabilidad de subidas de tipos a corto y medio plazo por lo que infraponderamos emisiones con cupones flotantes.

ESTRATEGIA RENTA VARIABLE (I)



CARTERA MODELO

	PRECIO	PER 11	PER 12	PER MEDIO 5 AÑOS	PRICETO BOOK	RENT DIVIDENDO	DN/ EBITDA	ROE	PESO	
TELEFONICA SA	13,115	8,43	7,96	11,44	3,34	11,58	2,15	44,03	14,10%	Telecomunicaciones
BANCO SANTANDER SA	5,238	6,07	5,81	10,16	0,61	10,37	-	11,39	11,84%	Financiero
REPSOL YPF SA	20,16	10,96	9,01	9,36	0,96	5,21	1,01	23,40	6,27%	Energía
FERROVIAL SA	8,431	-	-	-	1,26	4,74	7,56	51,64	2,57%	Industrial
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTA	5,59	6,31	6,13	9,44	0,71	3,42	-	14,12	6,87%	Financiero
DANONE	45,95	15,67	14,27	22,85	2,71	2,81	2,30	16,63	5,54%	Consumo Estable
TOTAL SA	35,845	6,89	6,81	9,77	1,24	8,00	0,53	18,72	9,53%	Energía
AXA SA	8,873	4,41	4,38	19,63	0,51	7,90	-	5,86	4,67%	Financiero
SAP AG	42,685	15,49	14,17	22,53	4,48	1,43	0,26	19,81	6,13%	Tecnología
SIEMENS AG-REG	69,86	9,99	9,18	21,64	1,94	4,33	0,41	20,53	8,41%	Industrial
LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUI	107,85	17,34	15,51	18,22	2,64	2,05	0,54	19,57	5,81%	Consumo Cíclico
BAYER AG-REG	44,34	9,20	8,96	25,73	1,94	3,38	0,90	6,90	5,97%	Recursos Básicos
GDF SUEZ	18,45	10,74	9,69	14,04	0,66	8,12	2,31	7,54	2,45%	Electricidad
ANHEUSER-BUSCH INBEV NV	43	15,21	13,78	17,98	2,50	1,86	2,93	12,28	2,51%	Consumo Estable
SANOFI	48,355	7,31	8,14	16,30	1,24	5,17	0,14	10,80	5,27%	Consumo Estable
VIVENDI	15,73	6,72	6,45	14,85	1,05	8,90	1,01	9,54	2,04%	Telecomunicaciones
MEDIA PONDERADA		9,27	8,66	14,92	1,85	6,30	1,03	20,05		

	PRECIO	PER 11	PER 12	PRICETO BOOK	RENT DIVIDENDO
IBEX 35	7862,00	8,89	8,32	0,99	6,08
EUROSTOXX 50	2137,67	8,39	7,82	0,95	5,40
S&P 500	1188,04	12,00	10,89	1,87	2,22

	Indice	Cartera	Diferencia
Financiero	25,47%	23,37%	-2,10%
Recursos Básicos	7,29%	5,97%	-1,32%
Telecomunicaciones	14,14%	16,14%	2,00%
Consumo Estable	11,78%	13,32%	1,54%
Consumo Cíclico	7,10%	5,81%	-1,29%
Electricidad	10,14%	2,45%	-7,69%
Energía	9,54%	15,81%	6,27%
Industrial	10,10%	10,98%	0,88%
Tecnología	2,58%	6,13%	3,55%
Otros	1,86%	0,00%	-1,86%

Sobreponderación

- Energía: Visibilidad resultados, dividendo alto, valoración
- Tecnología: Demanda de aplicaciones, balances saneados
- Consumo Estable: Exposición a mercados emergentes

Infraponderación

- Electricidad: Riesgo regulatorio
- Financiero: Necesidades de capital, exposición a deuda periférica
- Recursos Básicos: Menor crecimiento mundial

➤ *Diversificación cartera Rv exterior:*

➤ Estados Unidos, argumentos :

- ✓ Los Estados Unidos representan un 40% de la capitalización global de los mercados.
- ✓ Expectativas de crecimiento mas elevado que en Europa (PIB 2012e 2,05% vs 0,70% Z.Euro)
- ✓ Política monetaria: ultra laxa, en búsqueda de una mayor contribución del sector externo y la inversión. Posibilidad de QE3.
- ✓ Política fiscal también expansiva que seguirá contribuyendo al crecimiento en 2012
- ✓ Resultados empresariales en máximos históricos.

➤ Emergentes, argumentos :

- ✓ Los Países Emergentes a día de hoy suponen prácticamente un **50%** de la economía mundial mientras que apenas pesan un **14%** en el índice de referencia global **MSCI World**.
- ✓ Bajo endeudamiento. Posibilidad de realizar políticas fiscales mas expansivas.
- ✓ Reservas
- ✓ Consumo interno.
- ✓ Ahorro.
- ✓ Mayor crecimiento que los países desarrollados (PIB 2012e 6,1% vs 1,9% Paises desarrollados).
- ✓ Los mercados emergentes desde el punto de vista de valoración se encuentran un 35% más baratos que la media de los últimos 15 años (PER 10.3x vs media 15 años PER 16x)
- ✓ Este año el MSCI Em.Markets ha caído un -21% vs -12% del MSCI World (Ec.Desarrolladas) (PER MSCI EM 10.3x vs PER MSCI World 12x)
- ✓ Las ventas del 3T11 de las compañías del MSCI Em.Markets crecieron un 27%, lo que representa cuatro veces más que en los países avanzados.

05.

Propuesta nuevo Benchmark

"BENCHMARK" ACTUAL

Renta Fija: 73% Cesta de Índices Rta.Fija (deuda pública española), según el siguiente detalle:

- 60% Eonia
- 8% EFFAS España 1-3 años
- 7,5% EFFAS España 3-5 años
- 8,5% EFFAS España 5-7 años
- 10% EFFAS España 7-10 años
- 6% EFFAS España más de 10 años

Renta Variable: 17%

Indice	% Patr.	% RV
Ibex35	3,00%	17,65%
Eurostoxx50	9,00%	52,94%
S&P500	5,00%	29,41%
TOTAL	17,00%	100,00%

Otras Inversiones: 10% EONIA

"BENCHMARK" PROPUESTO

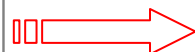
Renta Fija: 73% Cesta de Índices Rta.Fija (deuda pública española), según el siguiente detalle:

- 60% Eonia
- 8% EFFAS España 1-3 años
- 7,5% EFFAS España 3-5 años
- 8,5% EFFAS España 5-7 años
- 10% EFFAS España 7-10 años
- 6% EFFAS España más de 10 años

Renta Variable: 17%

Indice	% Patr.	% RV
Ibex35	3,00%	17,65%
Eurostoxx50	6,00%	35,29%
S&P500	7,00%	41,18%
MSCI Em.Markets	1,00%	5,88%
TOTAL	17,00%	100,00%

Otras Inversiones: 10% EONIA



Cambios: Reducción ponderación europea (Eurostoxx50). Aumento peso índice de Rta.Vble. USA S&P500 e incorporación índice de Rta.Vble. Emergente

ANEXO

CARTERA RENTA VARIABLE



CARTERA DE RENTA VARIABLE (30-12-2011)

I.S.I.N.	DESCRIPCION	TITULOS	NOMINAL	ADQUISICIÓN			VALORACIÓN		
				Cambio Medio	Coste de Adquisición	% sobre Coste	Cambio Valoración	Efectivo Valoración	% sobre Patrimonio
		1.062.991	9.891.923,44		11.297.990,77	13,56		11.136.396,65	13,45
ES0178430E18	TELEFONICA ORDINARIAS	14.348,0000	14.348,00	18,29 U	262.453,57	0,31	13,39	192.047,98	0,23
ES0113900J37	BSANTANDER ORDINARIAS	28.491,0000	14.245,50	9,36 U	266.711,66	0,32	5,87	167.242,17	0,20
ES0113211835	BBVA, S.A. ORDINARIAS	13.045,0000	6.392,05	11,67 U	152.255,51	0,18	6,68	87.140,60	0,10
ES0173516115	REPSOL, SA ORDINARIAS	3.749,0000	3.749,00	19,64 U	73.638,53	0,08	23,74	88.982,52	0,10
ES0118900010	FERROVIAL ORDINARIAS	2.212,0000	442,40	9,47 U	20.945,42	0,02	9,33	20.626,90	0,02
DE0007236101	SIEMENS AG ORD. S/N	1.687,0000	1.687,00	95,24 U	160.677,81	0,19	73,94	124.736,78	0,15
FR0000121014	LVMH MOET. ORDINARIAS	803,0000	240,90	118,31 U	95.004,54	0,11	109,40	87.848,20	0,10
DE0007164600	SAP AG ORD S/N	2.236,0000	2.236,00	38,29 U	85.620,46	0,10	40,85	91.340,60	0,11
FR0000120644	DANONE ORDINARIAS	1.634,0000	408,50	41,14 U	67.217,62	0,08	48,57	79.363,38	0,09
FR0000120628	AXA ORDINARIAS	6.748,0000	15.452,92	15,10 U	101.864,12	0,12	10,05	67.783,66	0,08
FR0000120271	TOTAL S.A. ORDINARIAS S/B	3.419,0000	8.547,50	37,41 U	127.895,14	0,15	39,50	135.050,50	16,00%
FR0000120578	SANOFI ORDINARIAS	1.346,0000	2.692,00	56,49 U	76.033,79	0,09	56,75	76.385,50	0,09
FR0000127771	VIVENDI SA ORDINARIAS	1.470,0000	8.085,00	16,70 U	24.549,00	0,02	16,92	24.872,40	0,03
BE0003793107	ANHEUSER-B ORD S/N	732,0000	732,00	46,76 U	34.225,24	0,04	47,31	34.627,26	0,04
DE000BAY0017	BAYER AG ORD. S/N	1.747	1.747,00	48,19 U	84.187,23	0,10	49,40	86.301,80	0,10
FR0010208488	GDF SUEZ ORDINARIAS	1.720	1.720,00	19,78 U	34.019,82	0,04	21,12	36.326,40	0,04
ES0175444035	SEGURF.INV PARTICIPACIONES	1.081	107.355,11	124,49 U	134.578,45	0,16	149,78	161.925,00	0,19
ES0105336038	AC.IBEX 35 PARTICIPACIONES	32.469	284.103,75	10,85 U	352.158,77	0,42	8,75	284.103,75	0,34
IE0005720374	IV.STRATEG ESTRAT.BAJO R A	154	31.621,02	193,89 U	29.910,53	0,03	156,77	24.184,62	0,02
IE00B3KF4L44	IV.STRATEG ESTRAT.EQ.ARB-A	2.975	337.317,00	106,76 U	317.577,19	0,38	113,83	338.587,24	0,41
LU0100598282	GT PAN EUR PARTICIPACIONES	131.321	1.489.180,14	10,71 U	1.406.743,61	1,70	11,34	1.489.180,14	1,81
IE0033868377	TUKAN FUND ALT.ADV.F.B-EUR	6	712,38	129,97 U	826,16	0,00	86,23	548,10	0,00
LU0119432846	PIONEER FU EUROLAND EQUITY	142.520	628.511,81	5,08 U	724.000,00	0,87	4,41	628.511,81	0,76
LU0228524426	ING INT.II SEN.BANK LOANS	13	752.196,18	60.162,56 U	759.973,46	0,92	59.546,88	752.196,18	0,91
LU0191756005	BNPPL1 EQUITY BT SEL E	4.647	645.549,43	147,84 U	686.999,91	0,83	138,92	645.549,43	0,78
FR0010259937	CAAM VO.AC PARTICIPACIONES	9	715.498,02	76.717,88 U	690.460,92	0,83	79.499,78	715.498,02	0,87
LU0454739615	ROBECO CGF US PREM.EQ.I-#	9.685	1.253.865,58	129,05 U	1.249.833,00	1,51	129,47	1.253.865,58	1,53
DE0002643889	ISH.S&P500 PARTICIPACIONES	310.472	3.023.997,28	9,18 U	2.850.648,13	3,46	9,74	3.023.997,28	3,69
	AC C.PR.II PART.DESEMB.	15	192.951,74	7.049,25 U	105.738,79	0,12	5.654,25	84.813,78	0,10
ES0177043033	ALTAMAR PARTICIPACIONES	245.736	249.836,71	0,92 U	225.000,00	27,00%	0,95	234.432,61	0,28
	MAGNUN CAP ORD S/N (C.E)	96.502	96.501,52	1,00 U	96.242,39	11,00%	1,02	98.326,46	0,12

CARTERA RENTA FIJA I



CARTERA DE RENTA FIJA (30-12-2011)

I.S.I.N.	DESCRIPCION	NOMINAL	ADQUISICION			PERIODIFICACION			VALORACION		
			Cambio Medio	Coste de Adquisición	% sobre Coste	Corrección de Coste	Intereses Devengados	Cupón Prepagado	Cambio Valoración	Efectivo Valoración	% sobre Patrimonio
		64.552.549,25		63.899.520,39	77,21	-112.959,74	1.139.939,19	0,00		64.675.078,92	78,70
ES00000122F2	BO.EST.SEG E/03-10 3%	300.000,00	100,28 %	301.277,80	0,36	-449,67	6.000,00	0,00	100,38	301.140,00	0,36
ES0000011595	O.EST/EURO OB.07/96 8,70%	150.253,03	100,18 %	175.720,92	0,18	-25.204,66	10.923,19	0,00	108,30	162.723,83	0,19
ESOL01208245	L.T./EUROS L 120824	2.900.000,00	95,99 %	2.783.737,16	3,38	0,00	63.662,07	0,00	98,31	2.850.990,00	3,48
ES0000012783	O.EST/SG-E OB.E/3-02 5,50%	2.309.000,00	102,69 %	2.385.327,62	2,88	-14.175,38	53.088,07	0,00	108,15	2.497.164,57	3,05
ES00000120J8	O.EST/SG-E E/10-06 3,80%	75.000,00	96,37 %	71.855,37	0,08	422,17	2.600,14	0,00	101,69	76.265,14	0,09
ES00000121O6	O.EST/SG-E OB.E/6-09 4,30%	484.000,00	101,11 %	490.939,13	0,59	-1.589,16	3.411,80	0,00	98,66	477.538,20	0,58
ES00000122T3	O.EST/SG-E OB.07/10 4,85%	1.150.000,00	102,91 %	1.188.240,10	1,43	-4.799,41	9.143,44	0,00	100,83	1.159.488,44	1,41
ES00000123B9	O.EST/SG-E OB.01/11 5,50%	1.390.000,00	101,41 %	1.410.605,70	1,71	-946,74	50.966,67	0,00	106,96	1.486.697,67	1,81
ES00000123D5	O.EST/SG-E OB.E/04-11 3,40	1.340.000,00	98,83 %	1.322.573,32	1,60	1.684,85	30.373,33	0,00	102,45	1.372.785,34	1,67
ES00000123K0	O.EST/SG-E OB.11/11 5,85%	1.190.000,00	92,58 %	1.100.803,94	1,33	875,75	7.247,59	0,00	104,40	1.242.348,59	1,51
ES00000122R7	B.E.SEG/EU BE E/06-10 2,50	1.560.000,00	96,63 %	1.494.770,29	1,83	12.712,02	6.393,44	0,00	99,21	1.547.673,44	1,89
ES00000123J2	B.E.SEG/EU BE E/09-11 4,25	670.000,00	99,41 %	665.792,03	0,80	253,69	4.668,03	0,00	101,26	678.420,03	0,82
ES0000095903	GENERA.CAT E/04-07 4,125%	1.060.000,00	101,33 %	1.098.582,48	1,30	-24.445,04	29.986,27	0,00	98,20	1.040.876,47	1,27
XS0414704451	GEN.VALENC E/02-09 3,875%	600.000,00	100,20 %	622.985,38	0,73	-21.760,76	19.682,88	0,00	101,98	611.882,87	0,74
XS0619202772	GEN.VALENC E/04-11 5,5%	200.000,00	100,13 %	200.406,01	0,24	-137,84	7.453,55	0,00	101,79	203.574,44	0,24
XS0625275010	JUNTA AND. E/05-11 5,375%	200.000,00	100,21 %	200.623,87	0,24	-197,36	6.784,84	0,00	101,27	202.541,06	0,24
ES0000090482	J.AND.SEGR OB.11-04 4,00%	340.000,00	103,36 %	356.180,50	0,42	-4.759,09	2.118,03	0,00	93,66	318.446,24	0,38
ES0302761004	FROB E/11-09 3,00%	200.000,00	96,37 %	192.692,31	0,23	53,99	672,13	0,00	97,44	194.872,13	0,23
ES0302761038	FROB E/10-11 4,4%	1.300.000,00	99,87 %	1.298.152,52	1,57	176,80	10.939,89	0,00	101,58	1.320.559,89	1,61
ES0378641015	FADE E/02-11 5,00%	900.000,00	100,00 %	899.988,68	1,09	2,22	24.098,36	0,00	104,07	936.617,36	1,14
ES0378641023	FADE E/03-11 5,9%	1.400.000,00	99,24 %	1.388.464,18	1,68	865,28	61.837,16	0,00	104,74	1.466.294,76	1,79
ES0378641031	FADE E/05-11 5,60%	800.000,00	99,57 %	796.287,34	0,96	310,00	12.730,05	0,00	103,75	830.010,06	1,01
ES0378641049	FADE E/10-11 4,40%	2.500.000,00	100,39 %	2.511.149,10	3,05	-1.347,40	25.846,99	0,00	101,23	2.530.742,00	3,09
IT0004750409	R.ITALIANA E/07-11 4,25%	3.260.000,00	98,20 %	3.196.925,04	3,89	4.446,44	68.522,01	0,00	100,11	3.263.745,81	3,98
XS0589735561	I.C.O. E/02-11 4,375%	2.920.000,00	100,23 %	2.929.502,20	3,55	-2.694,10	113.470,36	0,00	104,65	3.055.749,95	3,73
XS0599993622	I.C.O. E/03-11 6,00%	2.800.000,00	99,74 %	2.792.067,90	3,39	644,06	136.327,87	0,00	106,59	2.984.571,86	3,64
ES0413679079	BANKINTER CD 04/10 2,625%	1.400.000,00	98,28 %	1.364.978,48	1,67	10.925,96	26.608,61	0,00	100,01	1.400.101,01	1,71
ES0414950636	CA.MADRID CD 12/05 3,50%	300.000,00	99,03 %	295.769,21	0,36	1.311,78	459,02	0,00	91,30	273.903,02	0,33
ES0414950826	CA.MADRID CD 09-10 3,50%	450.000,00	99,77 %	447.849,07	0,54	1.111,91	12.522,54	0,00	101,36	456.101,04	0,55

CARTERA RENTA FIJA II



CARTERA DE RENTA FIJA (30-12-2011)

I.S.I.N.	DESCRIPCION	NOMINAL	ADQUISICION			PERIODIFICACION			VALORACION		
			Cambio Medio	Coste de Adquisición	% sobre Coste	Corrección de Coste	Intereses Devengados	Cupón Prepagado	Cambio Valoración	Efectivo Valoración	% sobre Patrimonio
ES0214958045	CAIXANOVA E/12-05 FLOAT	200.000,00	100,55 %	201.833,40	0,24	-742,20	217,23	0,00	72,63	145.257,92	0,17
ES0414954141	IBERCAJA CD 11/09 3,375%	500.000,00	99,82 %	498.425,02	0,60	657,51	1.521,52	0,00	96,92	484.594,86	0,59
XS0386473267	I.C.O. E/09-08 4,50%	600.000,00	102,87 %	641.154,78	0,75	-23.927,27	8.188,52	0,00	102,49	614.968,52	0,75
XS0525700778	I.C.O. E/07-10 3,75%	210.000,00	101,19 %	214.640,22	0,25	-2.143,26	3.614,75	0,00	101,70	213.562,25	0,26
XS0526718761	I.C.O. E/07-10 FLOAT	1.970.000,00	102,49 %	2.023.570,11	2,45	-4.609,55	41.315,28	0,00	106,97	2.107.386,22	2,57
XS0633097299	I.C.O. E/06-11 3,875%	310.000,00	99,54 %	308.325,26	0,37	234,15	6.925,24	0,00	102,49	317.715,74	0,38
ES0414977357	BANCAJA E/04-10 3,00%	300.000,00	96,92 %	284.561,91	0,35	6.208,41	6.368,85	0,00	99,57	298.697,85	0,36
ES0215424120	C.C.M. E/12-04 FLOAT	200.000,00	100,47 %	203.192,20	0,24	-2.248,21	131,50	0,00	80,21	160.422,79	0,19
ES0340609009	CAIXABANK E/11-09 4,125%	200.000,00	100,05 %	200.169,04	0,24	-71,30	901,64	0,00	98,13	196.252,71	0,23
ES0338540000	AYT.1 FTH BN.07/99 SR.A	16.645,48	100,00 %	16.654,41	0,02	-8,17	8,96	0,00	98,56	16.406,37	0,02
ES0313800031	BANKINTER2 BN.10/99 SER.A	38.019,82	99,92 %	37.926,34	0,04	63,90	350,27	0,00	92,42	35.138,29	0,04
ES0377978020	TDA 14-MIX BN.06/01 SER.A3	89.951,04	100,05 %	90.102,80	0,10	-104,19	301,77	0,00	90,84	81.707,46	0,09
ES0361002001	AYT CC III BN.06/02 5,25%	1.100.000,00	100,62 %	1.116.710,28	1,34	-9.913,25	29.190,57	0,00	102,22	1.124.438,58	1,37
ES0370149017	AYT FTYMEI BN.12/03 SR-F2	10.751,85	99,96 %	10.713,95	0,01	33,72	43,59	0,00	99,06	10.650,60	0,01
ES0312371000	AYT H.MIXT E/03-04 M1-A	18.775,61	99,98 %	18.771,09	0,02	1,50	13,03	0,00	89,82	16.865,04	0,02
ES0356850000	AYT INB.II BN.04/04 SR.A	23.657,26	100,00 %	23.657,89	0,02	-0,30	20,49	0,00	81,05	19.174,67	0,02
ES0101339028	CAIXASAB.P E/07-06 FLOAT	50.000,00	96,82 %	48.412,12	0,05	0,00	376,56	0,00	33,95	16.972,63	0,02
ES0317045005	CED. TDA 5 E/11-04 4,125%	200.000,00	102,24 %	208.270,42	0,24	-3.781,87	698,77	0,00	75,79	151.588,77	0,18
ES0312378005	AYT H.MIX3 E/04-05 M3-A	58.356,86	99,52 %	57.983,60	0,07	95,65	22,59	0,00	77,54	45.249,11	0,05
ES0312298237	AYT.CED.CG E/07-09 S.XXIV	600.000,00	101,02 %	610.496,19	0,73	-4.346,33	10.729,51	0,00	96,05	576.307,51	0,70
ES0312282009	AYT C.M.HI E/12-05 TR.A	233.099,52	100,02 %	233.192,68	0,28	-35,60	820,29	0,00	85,65	199.640,98	0,24
ES0312271002	AYT B.T.II E/02-06 S.II-A	45.784,78	100,00 %	45.792,82	0,05	-6,16	71,74	0,00	91,29	41.795,49	0,05
ES0312284013	AYT DEUDA BN.11/06 SR. B	500.000,00	100,01 %	500.107,79	0,60	-55,15	832,90	0,00	74,67	373.332,90	0,45
ES0513045143	B.MARCH PG.VT/21-12-12	856.000,00	94,95 %	812.755,36	0,98	0,00	810,66	0,00	95,13	814.310,54	0,99
ES0413790124	B. POPULAR E/02-11 4,5%	550.000,00	99,98 %	549.842,84	0,66	73,87	22.376,71	0,00	104,52	574.851,71	0,70
ES0513861VJ2	B.SABADELL PG.VT/28-12-12	1.421.000,00	94,02 %	1.335.990,75	1,62	0,00	450,43	0,00	95,03	1.350.325,66	1,64
XS0700591349	BMN BMN CONVERTIB.	1.350.000,00	100,00 %	1.350.000,00	1,64	0,00	14.459,02	0,00	101,06	1.364.267,77	1,66
ES0214977078	BANCAJA E/02-05 9 EMIS.	200.000,00	100,81 %	203.242,07	0,24	-1.625,95	314,31	0,00	57,17	114.341,05	0,13
ES0314950660	C.MADRID E/11-10 3,875%	5.100.000,00	100,00 %	5.100.000,00	6,19	0,00	16.198,77	0,00	99,57	5.078.234,37	6,20
	DEP.BANCOS B.MARCH 1801	2.629.704,60	96,62 %	2.540.777,40	3,08	0,00	84.222,25	0,00	99,87	2.626.262,47	3,20
	DEP.BANCOS B.MARCH 2606	532.423,89	96,16 %	512.000,00	0,62	0,00	10.280,43	0,00	98,46	524.199,95	0,64
	DEP.BANCOS B.POPUL 2012	2.594.690,89	95,89 %	2.488.000,00	3,02	0,00	2.297,03	0,00	96,99	2.516.716,30	3,07
	DEP.BANCOS BBVA 211212	2.215.644,49	96,22 %	2.132.000,00	2,59	0,00	229,19	0,00	96,99	2.148.842,96	2,62
	DEP.CAJAS LA CAIXA 240512	3.128.790,13	96,40 %	3.016.000,00	3,66	0,00	67.052,16	0,00	98,78	3.090.552,00	3,77
ES0L01302154	LET.TESORO L 130215 R	2.351.000,00	96,98 %	2.280.000,00	2,77	0,00	44,33	0,00	96,99	2.280.221,66	2,78

CARTERA DE DERIVADOS (30-12-2011)

DESCRIPCION	Vencimiento	CONTRATOS	NOMINAL	ADQUISICION		VALORACION	
				Valor de Ejercicio	Prima (Opciones)	Cambio Valoración	Efectivo Valoración
I. COMPROMISOS Y DERECHOS DE COMPRA		131	1.310,00	4.627.270,00	0,00	0,00	4.750.520,00
I.2. FUTUROS COMPRADOS		131	1.310,00	4.627.270,00	0,00	0,00	4.750.520,00
MEF/F.IBXP FIBXF2	20/01/2012	28	280,00	2.310.000,00	0,00	8.476,00	2.373.280,00
EUX/F.STOX FESXH2	16/03/2012	103	1.030,00	2.317.270,00	0,00	2.308,00	2.377.240,00

RENTABILIDADES HISTÓRICAS



AÑO	RENDA FIJA (DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA)						RENDA VARIABLE				OTROS
	Corto plazo	Zona 1-3 años	Zona 3-5 años	Zona 5-7 años	Zona 7-10 años	Zona >10 años	RV Euro	RV Española	RV EE.UU.	RV Emergentes	Inversiones alternativas
1998		6,88%	10,41%	13,43%	15,44%	20,81%	32,00%	35,58%	26,67%	-27,52%	2,71%
1999		1,45%	-0,78%	-3,29%	-6,46%	-8,72%	46,74%	18,35%	19,53%	63,70%	19,86%
2000	4,28%	5,00%	6,36%	7,68%	8,38%	11,09%	-2,69%	-21,75%	-10,14%	-31,80%	43,70%
2001	4,55%	6,00%	6,29%	6,13%	5,64%	6,30%	-20,25%	-7,82%	-13,04%	-4,91%	-4,19%
2002	3,39%	6,34%	8,87%	10,86%	12,24%	13,77%	-37,30%	-28,11%	-23,37%	-7,97%	3,66%
2003	2,38%	3,34%	3,78%	4,20%	4,80%	4,77%	15,68%	28,17%	26,38%	51,59%	7,89%
2004	2,10%	3,09%	5,51%	7,64%	9,30%	13,45%	6,90%	17,37%	8,99%	22,45%	7,62%
2005	2,14%	2,23%	2,92%	4,28%	6,01%	12,86%	21,28%	18,20%	3,00%	30,31%	13,01%
2006	2,92%	1,72%	0,45%	-0,39%	-1,08%	-3,33%	15,12%	31,79%	13,62%	29,18%	7,65%
2007	3,99%	3,81%	3,45%	2,92%	1,56%	-2,84%	6,79%	7,32%	3,53%	36,48%	3,75%
2008	4,00%	6,93%	8,18%	8,80%	9,84%	11,73%	-44,37%	-39,43%	-38,49%	-54,48%	-34,17%
2009	0,72%	4,54%	5,59%	5,85%	4,52%	-1,66%	21,14%	29,84%	23,45%	74,50%	36,60%
2010	0,44%	-0,89%	-1,40%	-3,26%	-5,67%	-9,60%	-5,81%	-17,43%	12,78%	16,36%	12,99%
2011 (a octubre)	0,77%	2,91%	3,85%	4,90%	5,06%	1,63%	-14,59%	-9,17%	-0,35%	-13,58%	-1,48%
Promedio	2,87%	4,08%	4,83%	5,26%	5,17%	4,99%	-0,46%	1,63%	1,99%	7,01%	8,54%
Desv. Típica	1,46%	2,29%	3,51%	4,86%	6,27%	9,33%	25,69%	24,76%	19,40%	37,95%	18,32%
Rentab. Período	36,6%	68,3%	84,7%	94,7%	92,6%	88,4%	-5,8%	23,4%	29,1%	141,2%	157,7%

MATRIZ DE CORRELACIONES



	<i>Corto plazo</i>	<i>Zona 1-3 años</i>	<i>Zona 3-5 años</i>	<i>Zona 5-7 años</i>	<i>Zona 7-10 años</i>	<i>Zona >10 años</i>	<i>RV Euro</i>	<i>RV Española</i>	<i>RV Americana</i>	<i>RV Emergente</i>	<i>Inversiones alternativas</i>
<i>Corto plazo</i>	1										
<i>Zona 1-3 años</i>	0,14	1									
<i>Zona 3-5 años</i>	0,06	0,96	1								
<i>Zona 5-7 años</i>	0,03	0,90	0,98	1							
<i>Zona 7-10 años</i>	0,03	0,83	0,92	0,97	1						
<i>Zona >10 años</i>	0,03	0,67	0,77	0,86	0,93	1					
<i>RV Euro</i>	-0,16	-0,11	-0,10	-0,06	-0,06	0,08	1				
<i>RV Española</i>	-0,12	0,09	0,10	0,14	0,16	0,26	0,90	1			
<i>RV Americana</i>	-0,24	-0,14	-0,11	-0,07	-0,07	0,02	0,88	0,77	1		
<i>RV Emergente</i>	-0,19	-0,15	-0,12	-0,09	-0,07	0,02	0,78	0,71	0,82	1	
<i>Inversiones alternativas</i>	-0,26	-0,18	-0,14	-0,11	-0,10	-0,03	0,65	0,57	0,67	0,65	1

