

Banif Claves de la semana pasada

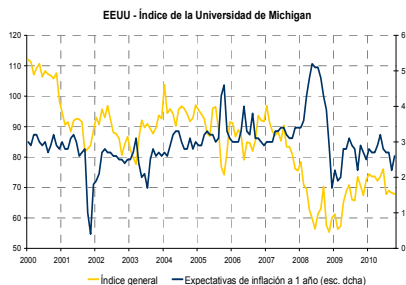
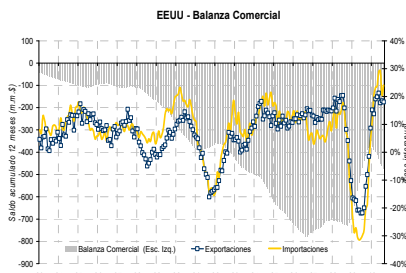
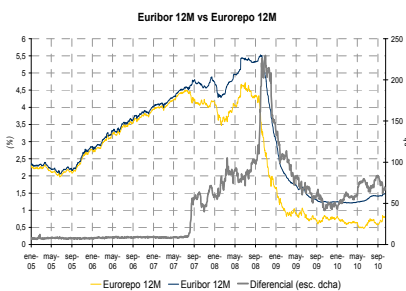
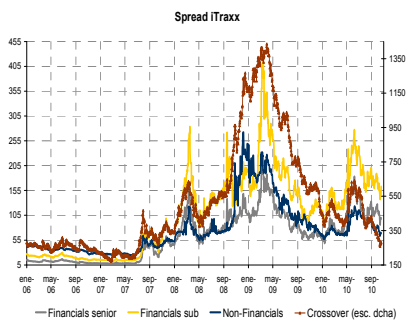
- Balance mixto de indicadores macro en EE UU:** mejor comportamiento de lo previsto de las ventas al por menor en septiembre (excluyendo autos, gasolina y materiales de construcción, repuntaron un 0,4% m/m) y del índice de confianza empresarial de la Fed de Nueva York (subió desde 4,1 hasta 15,7), contrarrestado por el repunte del paro semanal, la ampliación del déficit comercial en agosto (+8,8% m/m) y el nuevo descenso del índice de confianza del consumidor de Michigan (de 68,2 a 67,9 en octubre).

Desde nuestra atalaya...

Dos de los grandes errores que se cometieron durante la Gran Depresión fueron una retirada prematura de los estímulos previamente introducidos y una corriente de proteccionismo comercial creciente, que derivaron en una recada sensible de la actividad económica. Ambas cuestiones han estado sobrevolando el mercado en las últimas semanas, con signo diferente. Hoy nos centraremos en la primera de ellas. Los activos de riesgo han seguido capitulando a predisposición de la Reserva Federal a dar pasos adicionales para impulsar la economía, tal y como puso de manifiesto su presidente, Bernanke, el viernes pasado en un evento organizado por la Fed de Boston, al señalar que la baja tasa de inflación (0,8% i.a. la subyacente, la más baja desde 1961) y el elevado nivel de desempleo (9,6%) son argumentos que justifican más acción, probablemente a través de retomar la compra de deuda, que a fin de cuentas es una forma de “dar a la máquina de fabricar dinero”, de inyectar liquidez en la economía. Bernanke, como experto estudioso de la Gran Depresión, sabe que cortar la actual hemorragia desinflacionista de precios para que no derive en una muy peligrosa dinámica deflacionista (como ha sucedido en Japón) es clave a corto plazo, y para ello, entre otras cosas, pretende debilitar al dólar (dentro de la estrategia de devaluación competitiva), vía efecto de dilución, para, cuando menos, empezar a importar inflación. Pero Bernanke también es consciente de dos cosas, que en buena medida le dejó entrever de forma implícita al mostrar cautela (no precisó la fecha exacta en la que se introducirían las nuevas medidas, ni los plazos que maneja, ni la agresividad con la que se actuaría) y señalar que esta vía de acción tiene costes y limitaciones que deben ser consideradas a la hora de decidir el tamaño de las medidas a introducir. La primera cuestión que preocupa a Bernanke es la eficacia de un nuevo paquete de expansión cuantitativa, con una curva de tipos ya muy deprimida respecto a cuando se introdujo el primer programa en marzo de 2009. Y es que el problema no es ya el coste de la financiación, sino el acceso a la misma, la disponibilidad de préstamos para, sobre todo, las pequeñas y medianas empresas (importante nicho de creación de empleo en el último ciclo expansivo), ya que las grandes tienen una elevada liquidez en balance y se están financiando con cierta facilidad en el mercado de capitales. Aquí es donde entra en cuestión la necesaria cooperación de la política fiscal (Keynes ya sostuvo en su momento que la política monetaria fue ineficaz durante la Gran Depresión, señalando que los bancos centrales son mejores para prevenir el surgimiento de burbujas que para fomentar la inversión en periodos de recesión). La segunda preocupación del presidente de la Fed es que la introducción de un nuevo programa de compra de bonos agresivo (después de haber movlizado ya 1,7 billones a tal efecto) podría suponer trasladar un problema de calado a futuro, de otra índole, consistente en la difícil gestión del paulatino adelgazamiento de su balance, al que podría verse obligada la Fed a medida que se consolide el proceso de recuperación económica para evitar una deriva inflacionista, sin que produzca distorsiones en la curva (elevaciones notables de tipos de interés) que podrían desembocar en un periodo de estancamiento. Y es que no hay que olvidar que la Fed, si decide lanzar un segundo programa de compra de deuda por un montante de 500.000 millones de dólares, acapararía en sus manos la quinta parte del saldo vivo en circulación de deuda del Tesoro (excluyendo letras) y MBS. Pensamos, por ello, que la cuantía de las nuevas medidas, si se adoptan, no superará tal cantidad. Liquidez sí, pero en su justa medida.

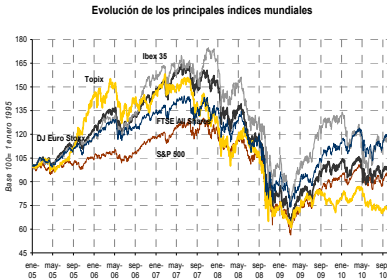
Claves de esta semana

Batería abultada de datos macro, destacando, en **EEUU**, las referencias del sector residencial y, en **la zona Euro**, las de confianza empresarial. En **política monetaria**, destaca la publicación del Beige Book de la Fed (miércoles).



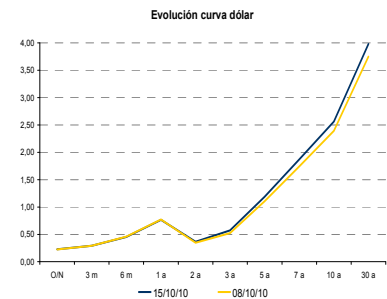
Tipología de Activos

Renta Variable



No tanto por una mejora de la percepción cíclica como por las perspectivas de mayor liquidez a través del nuevo incremento que puede producirse en el tamaño del balance de la Fed a corto plazo, las bolsas siguen acumulando ligeras ganancias, que en el caso de los principales índices de desarrollados superaron en promedio el punto porcentual la semana pasada (elevándolos hasta máximos de los últimos cinco meses), siendo más notables en unas bolsas emergentes que en la mayoría de los casos están cotizando prácticamente en los máximos de 2008.

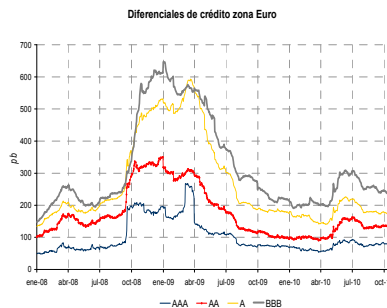
Recomendamos... NEUTRALIZAR. A nivel estratégico, encontramos elementos de soporte para el activo: i) el *momentum* macro no es positivo, pero las probabilidades de una recuperación gradual de la economía permanecen elevadas, ii) el comienzo de la temporada de resultados T10 está siendo razonable (72% de sorpresas positivas en el S&P 500), iii) la Fed se configura como "paracaídas", y iv) los múltiplos de valoración permanecen atractivos en un escenario de crecimiento moderado. Mantenemos la neutralidad a la espera de una reducción de las probabilidades del escenario en "W" para elevar peso en carteras.



Renta Fija

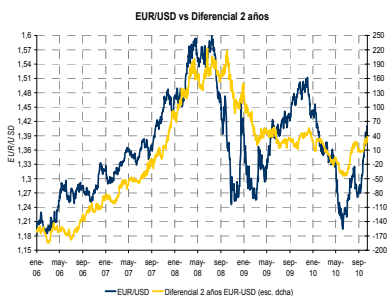
Dominando el incremento del apetito por el riesgo la semana pasada, el mercado de deuda no pudo quedar al margen, reflejándose en un estrechamiento de los diferenciales crediticios, el repunte de tipos en las curvas "núcleo" y la relajación en las "periféricas" (-80 pb en el 10 años de Grecia, -50 pb en el portugués y cesión del español por debajo del 4%).

Recomendamos... INFRAPONDERAR TESORO ORO EUR/INFRAPONDERAR TESORO USD. Sin abandonar la cautela en el caso de la deuda soberana de las economías "periféricas", papel como el 2-3 años de la curva española no sigue pareciendo atractivo. No obstante, con un prisma más global, continuamos viendo más valor en crédito corporativo que en riesgo soberano (en la parte baja de *Investment Grade* y en el universo *High Yield*).



Divisas

El dólar, y los daños colaterales que su dinámica de depreciación reciente está teniendo en el espectro de divisas emergentes, han vuelto a ser los protagonistas de la semana en el mercado cambiario. El enfoque opuesto entre el banco central estadounidense (las actas del último FOMC y el registro contemporáneo de inflación subyacente incrementan las probabilidades de una extensión de la política de expansión cuantitativa a partir de la reunión de noviembre) y algunos consejeros de la autoridad monetaria europea (dejando caer la conveniencia de ir pensando en un esquema de "estrategia de salida") contribuyó a prolongar la debilidad de la moneda americana hasta referencias de 1,4160 EUR/USD. En el terreno emergente, los controles a las entradas de capitales siguen extendiéndose, correspondiendo el turno la semana pasada a Tailandia, que eliminó la exención del 15% de retención fiscal a extranjeros sobre el rédito de las inversiones en títulos estatales.



Recomendamos... NEUTRALIZAR DÓLAR. Los niveles actuales de cotización en el cruce EUR/USD serían propicios para tomar posiciones en la divisa estadounidense, o reducir el nivel de coberturas de cobros en la misma en las carteras, con una óptica de largo plazo, pero preferimos esperar a que la Fed se defina en relación a la cuantía de su probable nuevo programa de expansión cuantitativa (3 de noviembre), ya que de su nivel de agresividad va a depender el potencial de depreciación del dólar desde las cotas presentes. Hasta esa fecha, los niveles de sobrecompra que presenta el cruce podrían propiciar su estabilización en el rango 1,35-1,40 EUR/USD.

Deuda							
	Tipo	Var.		Acum. Año	Dif Ale	Var.	
		Sem	Men			Sem	Men
Alemania	2 años	0,85	5	7	-49		
	3 años	1,00	6	18	-63		
	5 años	1,51	8	7	-92		
	10 años	2,39	11	-4	-100		
	30 años	3,00	12	-5	-111		
Francia	2 años	0,95	5	3	-28	10	0
	3 años	1,11	3	-2	-48	11	-3
	5 años	1,73	5	-8	-75	22	-3
	10 años	2,78	10	0	-82	39	-1
	30 años	3,38	11	-1	-89	38	-1
Italia	2 años	1,69	2	-11	14	84	-3
	3 años	1,99	-1	-18	-5	99	-7
	5 años	2,63	0	-18	-18	112	-7
	10 años	3,76	4	-17	-38	138	-8
	30 años	4,69	-3	-18	-15	169	-15
España	2 años	2,01	-2	-23	15	117	-7
	3 años	2,45	-5	-25	4	145	-12
	5 años	2,93	-1	-23	-3	142	-9
	10 años	3,99	1	-21	1	160	-11
	30 años	4,87	1	-22	11	187	-11
R.Unido	2 años	0,70	6	-2	-62	-15	1
	3 años	0,89	4	-11	-93	-12	-3
	5 años	1,60	3	-20	-123	9	-4
	10 años	2,98	9	-17	-107	60	-3
	30 años	4,13	13	-5	-33	113	1
EEUU	2 años	0,35	1	-11	-79	-49	-5
	5 años	1,17	6	-27	-153	-34	-2
	10 años	2,55	15	-20	-132	17	3
	30 años	4,00	22	6	-70	100	9
	Japón	2 años	0,13	1	0	-2	-71
3 años		0,14	1	-1	-9	-86	-6
5 años		0,27	3	-4	-21	-124	-4
10 años		0,88	1	-20	-42	-150	-11
30 años		1,97	6	-1	-31	-103	-6

Materias primas					
	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd
Crudo (Brent)	81,27	-1,31%	-2,35%	4,63%	5,27%
Crudo (W. Texas)	81,25	-1,74%	-1,71%	6,88%	2,38%
Índice CRB	296,06	-1,29%	3,05%	5,87%	4,47%
Índice Rogers Intl	879,89	-4,68%	-0,77%	2,40%	1,96%
Oro Futuro	1358,4	-0,93%	0,38%	6,47%	23,92%
Cobre Futuro	8400	0,00%	1,08%	10,24%	13,90%



Pendiente					
		Hoy			
		13-oct	18-sep	31/12/2009	
Alemania	5 - 2 años	66	64	66	109
	10 - 5 años	88	84	99	96
	10 - 2 años	154	148	165	206
Francia	5 - 2 años	78	78	89	125
	10 - 5 años	105	100	97	111
	10 - 2 años	183	178	187	236
Italia	5 - 2 años	94	96	101	126
	10 - 5 años	114	111	113	134
	10 - 2 años	208	206	214	260
España	5 - 2 años	91	91	91	109
	10 - 5 años	106	104	105	102
	10 - 2 años	197	195	196	211
R.Unido	5 - 2 años	90	93	108	151
	10 - 5 años	139	133	135	123
	10 - 2 años	229	227	243	274
EEUU	5 - 2 años	81	76	97	156
	10 - 5 años	139	130	132	118
	10 - 2 años	220	206	229	273
Japón	5 - 2 años	13	11	17	32
	10 - 5 años	62	64	77	83
	10 - 2 años	75	75	94	115

Bolsas						
Divisa local						
	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	
EEUU	Dow Jones	11062,8	-0,29%	0,51%	4,29%	6,09%
	S&P 500	1176,19	0,20%	0,95%	4,50%	5,48%
	NASDAQ C.	2468,77	1,37%	2,78%	6,61%	8,80%
Europa	FTSE 100	5684,86	-0,32%	0,22%	3,20%	5,02%
	CAC 40	3811,24	-0,42%	1,13%	2,40%	-3,18%
	DAX	6476,65	-0,24%	2,65%	4,30%	8,72%
	Ibex 35	10812,4	-0,51%	1,04%	2,11%	-9,44%
	MIB 30	21066,7	0,02%	1,10%	2,67%	-9,38%
	PSI 20	7799,24	-0,16%	0,27%	5,30%	-7,85%
	DJ Euro Stoxx 50	2830,75	-0,38%	1,47%	2,66%	-4,53%
DJ Stoxx 50	2544,85	-0,14%	0,98%	0,30%	-1,57%	
Latam	México Bolsa	34741,5	-0,27%	0,80%	5,13%	8,16%
	Bovespa	71830,2	0,19%	2,73%	7,07%	4,73%
	Argentina Merval	2735,47	0,18%	3,56%	10,59%	17,87%
	Chile Select	4735,06	-0,76%	0,70%	-1,63%	32,21%
Asia	Nikkei	9498,49	-0,02%	-0,94%	-1,33%	-9,94%
	Hang Seng	23514,2	-1,02%	1,32%	7,02%	7,51%
Mundial	MSCI World	1223,43	-0,22%	1,07%	5,82%	4,70%

Tipos de cambio					
	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd
EUR/USD	1,3874	-1,0%	-0,1%	6,1%	-3,2%
EUR/GBP	0,8736	-0,1%	0,0%	4,0%	-1,6%
EUR/CHF	1,3356	-0,4%	-0,3%	1,7%	-9,9%
EUR/YEN	112,643	-1,1%	0,2%	0,5%	-15,6%
GBP/USD	1,588	-0,9%	-0,1%	2,1%	-1,6%
USD/CHF	0,963	0,6%	-0,2%	-4,2%	-7,0%
USD/YEN	81,190	-0,1%	-1,0%	-5,3%	-12,8%
USD/MXN	12,473	0,4%	0,3%	-2,3%	-4,7%
USD/ARS	3,952	0,0%	0,1%	0,0%	4,0%
USD/CLP	479,290	0,2%	-0,6%	-3,1%	-5,5%
USD/BRL	1,666	0,4%	0,2%	-3,1%	-4,4%

Tipos de interés de contado y futuros 3 meses					
	EUR	USD	GBP	JPY	
1 día	0,745 (+35)	0,255 (+7)	0,514 (+1)	0,080 (+1)	
1 Semana	0,690 (+9)	0,210	0,405 (-14)	0,120	
1 Mes	0,695 (+4)	0,225	0,550	0,090 (-7)	
3 Meses	0,970 (+9)	0,275	0,740	0,170	
6 Meses	1,170 (+2)	0,465 (-)	1,025	0,335 (-1)	
9 Meses	1,330 (+2)	0,625	1,260	0,530	
12 Meses	1,455 (+2)	0,785	1,470	0,575 (-1)	
dic 10	1,093	0,352	0,765	0,350	
mar 11	1,173	0,392	0,805	0,325	(+1)
jun 11	1,223	0,435	0,865	0,320	(+)
sep 11	1,268	0,498	0,945	0,315	(+)

(*) Variación semanal

Agenda de la semana

Calendario semanal de principales indicadores económicos y financieros

Fecha	Hora (CET)	País	Indicador	Fecha	Previsión	Dato ant.
L-18	1:50	Japón	Índice de actividad terciaria	Agosto	-0,5%	1,3%(m)
	15:15	EEUU	UCP	Septiembre	1,2%	1,9%(ia)
			Producción industrial	Septiembre	78,8%	74,7%
	16:00		NAHB	Octubre	0,2%	0,2%(m)
					5,7%	6,2%(ia)
					14	13
M-19	10:00	Área Euro	Balanza corriente	Agosto	n.d	-3,8 mm EUR
	11:00	Alemania	ZEW (expectativas)	Octubre	-8,0	-4,3
	14:30	EEUU	Permisos de construcción	Septiembre	575 m (a)	569 m (a)
			Viviendas iniciadas	Septiembre	583 m (a)	598 m (a)
		Reino Unido	Actas del CPM del Banco de Inglaterra			
X-20	8:00	Alemania	Precios de Producción	Septiembre	0,2%	0,1%
	9:00	España	Balanza comercial		3,6%	3,2%(ia)
					Agosto	n.d
	10:00	Italia	Pedidos industriales	Agosto	n.d	-3,0% (m)
			EEUU	Beige Book de la Fed		
J-21	6:30	Japón	Índice de actividad industrial	Agosto	-0,4%	1,0% (m)
					3,1%	3,5% (ia)
	8:45	Francia	Confianza empresarial	Octubre	98	98
	10:00	Área Euro	PMI servicios (preliminar)	Octubre	53,6	53,7
			PMI manufacturados (preliminar)	Octubre	53,7	54,1
	10:30	Reino Unido	Ventas al por menor (ex autos)	Septiembre	0,3%	-0,5% (m)
					0,9%	0,5% (ia)
	11:00	Área Euro	Confianza del consumidor (preliminar)	Octubre	-11	-11
	14:30	EEUU	Demandas semanales de subsidios de des	11-15 octubre	453 m	462 m
	16:00			Índice de indicadores adelantados	Septiembre	0,3%
Filadelfia Fed				Octubre	6,1%	6,9% (ia)
					0,0	-0,7
V-22	10:00	Alemania	IFO	Octubre	106,5	106,8
		Italia	Ventas al por menor	Septiembre	-0,1%	0,0% (m)
						0,3%

(m.) Tasa de crecimiento mensual; (i.a.) Tasa de crecimiento interanual; (T.) Tasa de crecimiento Trimestral; (3M) Media móvil 3 meses

(T.A.) Tasa trimestral anualizada; (e.a.) Estacionalmente ajustado; (n.e.a.) No estacionalmente ajustado; (a) Serie anualizada en miles de unidades

(prov.) Provisional; (rev.) Revisado; (mill.) millones; (bill.) billones; (trill.) trillones; (*) Dato ya conocido

Aviso legal:

El presente informe ha sido preparado por Banco Banif, S.A. y se facilita sólo a efectos informativos. Bajo ninguna circunstancia deberá usarse ni considerarse como una oferta de venta ni como una petición de una oferta de compra. Cualquier decisión de compra, por parte del receptor, debería adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre ese valor, y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en el organismo supervisor correspondiente, disponible tanto en dicho organismo (Comisión Nacional del Mercado de Valores en España), como a través de las entidades emisoras.

Queda prohibida la distribución del presente informe en los Estados Unidos, el Reino Unido, Japón y Canadá.

La información que incluye el presente informe se ha obtenido en fuentes consideradas como fiables, pero, si bien se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye el presente informe no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Todas las opiniones y las estimaciones que figuran en el presente informe constituyen nuestra opinión en la fecha del mismo y pueden ser modificados sin previo aviso. Banco Banif, S.A. y cualquiera de sus responsables y/o consejeros podrán en cada momento tener una posición o estar directa o indirectamente interesados en valores, opciones, derechos o warrants de las compañías aquí mencionadas.

Banco Banif, S.A. o las filiales del Grupo Santander Central Hispano podrán en cada momento prestar servicios de banca de inversiones o de otro tipo, o solicitar operaciones de banca de inversiones o de otro tipo a cualquier compañía citada en el presente informe. Ni Banco Banif, S.A. ni las sociedades filiales del Grupo Santander Central Hispano ni ninguna otra persona aceptan ningún tipo de responsabilidad por pérdidas directas o emergentes que se deban al uso del presente informe o del contenido del mismo. El presente informe no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por ningún receptor del mismo con ningún fin.

© BANCO BANIF, S.A