

Rediseño obligatorio

- El **grado de deterioro de los termómetros de riesgo** y el incremento de la volatilidad en mercado a corto plazo va a continuar siendo **directamente proporcional al "tancredismo" que sigan exhibiendo las instituciones europeas.**
- Los distintos **activos europeos no reflejan con la misma intensidad el deterioro** del entorno de mercado.
- La **renta fija emergente** sigue **salvándose de la quema.**

El **papel** que está jugando el **BCE** en los últimos días sigue antojándose **insuficiente para frenar la hemorragia de riesgo soberano** con ramificaciones a economías sistémicas de la zona Euro. **Tampoco ha sido suficiente que la coyuntura política doméstica haya tendido a reconducirse en Grecia e Italia.** Ayer, el Primer Ministro italiano, Mario Monti, presentó un gabinete formado exclusivamente por tecnócratas y del que él será ministro de Economía. MONTI presentó las grandes líneas de su programa y superó el voto de confianza en el Senado. Puso el énfasis en tres áreas: reforzar la disciplina fiscal, impulsar el crecimiento potencial y promover la equidad intergeneracional y social. El programa será articulado por los ministerios en próximas semanas, pero se especificaron algunas medidas: la inclusión de una regla presupuestaria en la Constitución; la implementación completa de los compromisos presupuestarios del anterior gobierno con la UE y posibles ajustes adicionales; imposición sobre la riqueza y consumo y mayor lucha contra la evasión fiscal; reforma laboral; reforma del sistema de pensiones; y una revisión generalizada del gasto público para reducir su tamaño y mejorar su eficiencia.

Lo que **subyace** del último episodio de deterioro de los principales termómetros de riesgo es **la insuficiencia de los instrumentos** (lamentablemente sólo diseñados hasta la fecha sin una mínima concreción) **esbozados en la última cumbre europea del pasado 26 de octubre.** Los "cortafuegos", por el momento, siguen siendo un mero muestrario sin materialización efectiva. Y **la alternativa** a un proceso de contagio masivo, con un telón de fondo de ruptura de la unión monetaria como está concebida en la actualidad, **no es otra que la adopción cuasi inminente de acciones decididas y contundentes,** sin que se repitan los sucesivos episodios de duda y zozobra que llevan enquistados en el seno institucional europeo a lo largo del último año y medio.

Pensamos que **el punto que demanda una mayor urgencia en su resolución es el relativo a la propia capacidad del EFSF de financiarse en condiciones aceptables y de acometer rescates de la magnitud potencialmente requerida. Y en paralelo hay que avanzar en una doble vertiente: (i) dotar al BCE de un mandato claro de último garante de la estabilidad financiera; y (ii) dar pasos claros y creíbles en la dirección de una unión fiscal que permita vislumbrar un futuro de emisiones de deuda conjuntas** (al uso, por ejemplo, del *European Redemption Fund* que explicábamos ayer). Sin embargo, la primera línea de acción cuenta con la oposición del propio BCE y de Alemania; en cuanto a la segunda, el Gobierno alemán la apoya parcialmente, pero sigue rechazando el corolario del eurobono. Además, la mayor integración requiere reformar el Tratado de Lisboa y puede encontrar la oposición de los países solventes del euro de menor tamaño y de los que están fuera del euro. En definitiva, las soluciones no parecen maduras a corto plazo, por lo que seguimos esperando volatilidad elevada en un horizonte temporal próximo.

La conclusión es que **la presión de los mercados puede prolongarse durante algunas semanas sin que se llegue a una situación de ruptura del euro o impago soberano** (el BCE seguirá interviniendo, Italia tiene margen y puede seguir financiándose a tipos elevados y Grecia recibirá los 8.000 millones de euros debidos). En consecuencia, seguimos anticipando la continuidad de altos niveles de volatilidad.

Mientras no se produzca una reacción oficial suficiente, la presión sobre la economía real y sobre el sector financiero puede justificar retrocesos adicionales en los activos de riesgo en euros, aunque los actuales niveles ya descuentan un escenario económico lo bastante adverso. En cualquier caso, es conveniente tener en cuenta el distinto impacto relativo que el último episodio de la crisis de la deuda soberana europea está teniendo sobre los diferentes mercados.

El más afectado, sin duda, es el propio mercado de deuda soberana; no sólo es el más sensible a los riesgos de ruptura del euro, sino que puede estar especialmente condicionado por las ventas de títulos de unos bancos comerciales que reducen sus tenencias para cumplir con los requerimientos de capital de la EBA. En consecuencia, las primas de riesgo se sitúan en máximos en la deuda soberana. **El impacto está siendo algo menor en los índices de crédito,** en especial en los de CDS, que ni siquiera en el sector financiero han llegado a superar máximos (lo que en parte podría deberse a que a raíz de las quitas voluntarias se pone en duda su eficacia, aumentando a su vez la presión sobre el soberano). **Menor aún, en términos relativos parece haber sido el impacto sobre el euro,** alejado aún de los mínimos de principios de octubre. La repatriación de capitales de los bancos europeos puede justificarlo parcialmente. **Finalmente, la renta variable es el activo que más alejado se mantiene de sus mínimos recientes** (septiembre), si bien también acusa el golpe (el EuroStoxx 50 pierde más de un 9% desde el 27 de octubre). Parte de la explicación de ese mejor comportamiento relativo reside en la evolución del mercado de EEUU (el S&P 500 sólo pierde un 4% desde el 27 de octubre), como consecuencia de mejores datos económicos. **Ayer, los datos estadounidenses volvieron a sorprender por el lado positivo.** La confianza de constructores se elevó en noviembre de 17 a 20 y los permisos de construcción se incrementaron en octubre un 10% hasta 653 mil, con lo que se espera que la construcción contribuya de forma positiva al crecimiento. Además, las peticiones de desempleo cayeron en 5 mil hasta 388 mil. Y a pesar del descenso del índice de la Fed de Filadelfia en noviembre (desde 8,7 hasta 3,6), el componente de empleo repuntó de forma sensible, registrando el mayor nivel desde 2T11. También hay que considerar las bajas valoraciones actuales, el sentimiento negativo y bajos niveles de inversión, la ausencia de alternativas claras de inversión y las prohibiciones de operar en corto.

A lo largo de los últimos meses, **la renta fija emergente se ha visto poco afectada por los episodios de aversión al riesgo derivados de las tensiones soberanas en la zona Euro.** A pesar de este buen comportamiento relativo, **pensamos que continúa existiendo un amplio margen de recorrido en este mercado,** donde existen importantes nichos de valor, con rendimientos nominales elevados, curvas Tesoro con pendientes elevadas (una medida de la prima de riesgo, en este caso benigna) y unos fundamentos positivos del sector público. Es cierto que a lo largo de los últimos tres años este activo se ha vuelto algo más dependiente de los inversores extranjeros y, por tanto, existe una mayor vulnerabilidad a episodios de falta de liquidez. Sin embargo, la tenencia de deuda pública en manos de inversores nacionales (sobre todo, bancos centrales y *sovereign wealth funds*) sigue siendo, en media, mucho más elevada que en el caso de los mercados desarrollados. Pensamos que la falta de reacción en las curvas Tesoro emergentes a los eventos europeos es un signo de que apenas se necesitan los flujos del inversor extranjero para apuntalar los mercados de deuda local y, por tanto, los mercados de renta fija emergentes deberían mantener su actual estatus de activos defensivos a lo largo de los próximos meses. Así, aunque las perspectivas a nivel global empeorasen de forma sustancial a medio plazo (escenario alternativo), insistimos en que los países emergentes tienen margen suficiente de actuación con medidas de choque, ya sea desde el punto de vista monetario o fiscal, y, por tanto, en el peor de los casos, la renta fija soberana, ligada al crecimiento y a los fundamentales de la deuda, no debería sufrir en exceso.

Respecto a nuestro posicionamiento preferente, a nivel geográfico, en primer lugar nos decantamos por los mercados asiáticos, seguidos por los mercados de Latinoamérica, y nos mantendríamos al margen de Europa del Este, debido a los fuertes vínculos, tanto a nivel financiero como a nivel de actividad, de esta región con la zona Euro. Respecto a la opción de invertir en moneda fuerte o en divisa local, pensamos que la renta fija en divisa local podría encontrar apoyo en la relajación de las condiciones monetarias (varios bancos centrales han comenzado su política de recortes de tipos de referencia), aunque una reducción excesiva del nivel de tipos de interés (más bien pensamos que será paulatina) podría presionar a las divisas emergentes a la baja, lo que supondría un lastre para la rentabilidad de estos activos. Si bien una depreciación intensa de las divisas emergentes es algo que no contemplamos en nuestro escenario central, entendemos que el riesgo no es desdeñable, motivo por lo que **preferimos diversificar exposición con fondos que invierten en renta fija emergente denominada en dólar**.

Evolución de los mercados

18 de noviembre de 2011 9:05

Tipos de cambio

	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	Forwards		
						dic-11	mar-12	jun-12
EUR/USD	1,3512	0,30%	-1,72%	-1,65%	1,09%	1,3511	1,3527	1,3535
EUR/GBP	0,8551	0,04%	-0,10%	-2,26%	-0,25%	0,8551	0,8570	0,8583
EUR/YEN	103,718	-0,02%	-2,28%	-1,77%	-4,42%	103,71	103,50	103,24
EUR/CHF	1,2388	0,04%	-0,04%	0,26%	-0,76%	1,2388	1,2372	1,2343
GBP/USD	1,5801	0,25%	-1,62%	0,62%	1,35%	1,5801	1,5784	1,5770
USD/YEN	76,76	-0,31%	-0,57%	-0,12%	-5,46%	76,76	76,52	76,27
USD/CHF	0,9168	-0,26%	1,71%	1,95%	-1,83%	0,9169	0,9147	0,9119
USD/MXN	13,7188	0,11%	2,10%	2,20%	11,08%	13,7265	13,8400	13,9314
USD/ARS	4,254	-0,05%	-0,24%	0,77%	6,92%	4,2540	4,9993	5,1207
USD/CLP	509,75	0,00%	2,36%	-0,03%	8,92%	509,75	516,40	520,40
USD/BRL	1,7788	-0,03%	1,94%	1,02%	7,16%	1,7788	1,8217	1,8470

Materias primas

	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	% 12 Meses
Crudo (Brent)	108,48	0,6%	-4,64%	-1,59%	-4,64%	27,95%
Índice Commodity Research Bureau (CRB)	314,52	-2,5%	-1,2%	-0,1%	-5,5%	4,0%
Índice Rogers International Commodity	959,44	-2,7%	-1,4%	0,2%	-6,0%	6,7%
Oro Futuro	1725,70	0,3%	-3,49%	4,48%	21,4%	27,55%

Deuda

	Tipo	Día	Var. p.b.		Acum. Año	Dif Ale	Var. p.b.		
			Sem	Men			Día	Sem	
Alemania	2 años	0,43	-2	2	-44				
	3 años	0,54	-2	-2	-50				
	5 años	1,00	-3	-3	-84				
	10 años	1,86	-3	-3	-110				
	30 años	2,53	-3	-6	-88				
España	2 años	5,56	7	87	210	513	9	85	
	3 años	5,65	3	74	172	511	5	76	
	5 años	5,88	3	69	112	488	-23	43	
	10 años	6,85	36	100	139	499	39	102	
	30 años	7,12	1	63	92	116	459	4	69
Italia	2 años	6,45	19	76	357	603	21	74	
	3 años	6,61	2	47	173	608	4	49	
	5 años	6,71	1	25	116	571	4	28	
	10 años	6,88	4	43	101	502	7	46	
	30 años	7,27	3	19	56	181	474	6	25
Portugal	2 años	16,26	-92	-110	-100	1200	1584	-90	-112
	3 años	15,04	-42	-64	-153	1030	1450	-40	-62
	5 años	13,46	-16	-21	-103	778	1246	-13	-18
	10 años	11,30	1	-15	-48	470	944	4	-12
	30 años	11,30	1	-15	-48	470	944	4	-12
Reino Unido	2 años	0,49	-1	-5	-9	-61	7	1	-7
	3 años	0,65	-3	-3	-19	-94	11	0	-1
	5 años	1,10	-3	-8	-27	-111	10	0	-6
	10 años	2,21	-3	-10	-24	-122	35	0	-7
	30 años	3,13	-3	-17	-27	-110	60	0	-10
EEUU*	2 años	0,27	0	4	0	-33	-16	2	1
	5 años	0,87	0	-4	-20	-115	-13	3	-1
	10 años	1,97	0	-10	-22	-135	11	3	-7
	30 años	3,00	0	-15	-20	-138	47	3	-9

Bolsas

Divisa local

		Último	% día	% Sem	% Men	% Ytd
EEUU	Dow Jones	11770,73	-1,13%	-1,04%	1,67%	1,67%
	S&P 500	1216,13	-1,68%	-1,90%	-0,76%	-3,30%
	NASDAQ C.	2587,99	-1,96%	-1,42%	-2,61%	-2,45%
Europa	FTSE 100	5423,14	-1,56%	-2,20%	0,24%	-8,08%
	CAC 40	2985,99	-0,81%	-5,19%	-4,94%	-21,52%
	DAX	5791,21	-1,01%	-4,39%	-1,47%	-16,24%
	Ibex 35	8224,4	-0,56%	-3,88%	-6,66%	-16,58%
	MIB30	15069,1	-0,85%	-4,50%	-5,64%	-25,30%
	PSI 20	5412,17	-0,52%	-3,05%	-9,73%	-28,68%
	DJ Euro Stoxx 50	2222,61	-0,90%	-4,40%	-3,65%	-20,42%
Asia	DJ Stoxx 50	2228,24	-0,78%	-2,75%	-0,67%	-13,85%
	Nikkei 225	8374,91	-1,24%	-1,64%	-4,20%	-18,13%
	Hang Seng	18493,5	-1,72%	-3,36%	2,31%	-19,72%
Latam	México Bolsa	36110,68	-1,63%	-1,38%	3,14%	-6,33%
	Argentina Merval	2519,01	-4,07%	-6,48%	-7,82%	-28,51%
	Chile Select	4288,704	-1,79%	0,00%	5,83%	-12,96%
	Brasil Bovespa	56988,9	-2,68%	-0,98%	3,56%	-17,77%
Mundial	MSCI World	1162,67	-1,38%	-3,55%	-1,26%	-9,17%

Indices de Renta Fija UEM

	Último	% día	% Sem	% Men	% Ytd
Citigroup EMU GBI 1 to 3 Year	154,9817	0,06%	-0,23%	-1,15%	0,30%
Citigroup EMU GBI 3 to 5 Year	166,5336	0,11%	-0,67%	-1,90%	0,27%
Citigroup EMU GBI 5 to 7 Year	172,4794	0,15%	-1,10%	-2,46%	-0,16%
Citigroup EMU GBI 7 to 10 Yea	173,0556	0,22%	-1,15%	-3,06%	0,47%

Indices de Renta Fija EEUU

	Último	% día	% Sem	% Men	% Ytd
Citigroup US GBI 1 to 3 Year	474,1644	0,00%	-0,01%	0,09%	1,39%
Citigroup US GBI 3 to 5 Year	687,4163	0,07%	0,11%	0,71%	5,80%
Citigroup US GBI 5 to 7 Year	845,352	0,19%	0,31%	1,38%	10,19%
Citigroup US GBI 7 to 10 Year	958,5646	0,35%	0,60%	1,92%	14,46%

* Datos en capitalización anual
Fuente: Bloomberg

Pendientes

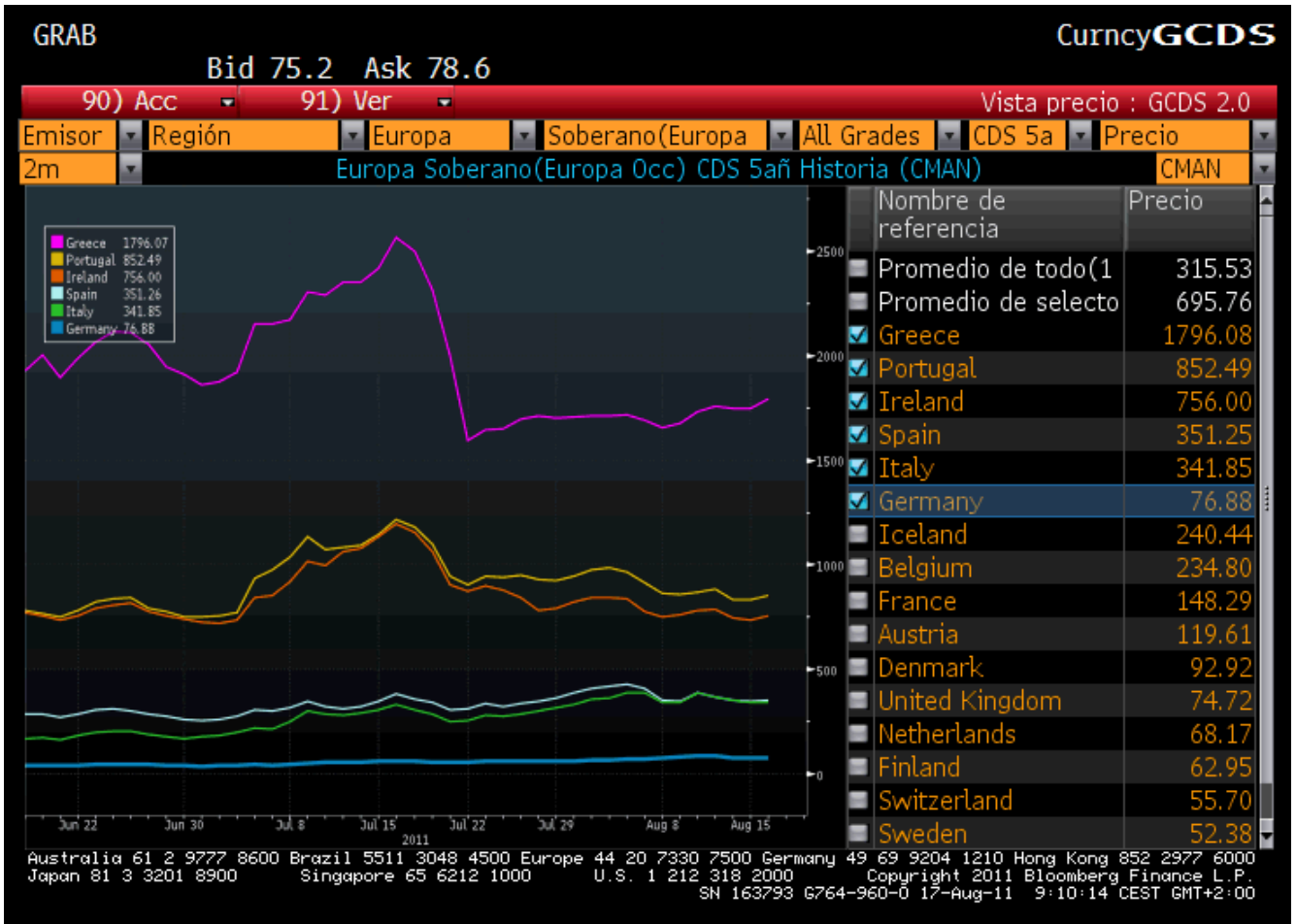
		Hoy	Var. p.b.			Acum. Año
			Día	Sem	Men	
Alemania	5 - 2 años	58	-1	-5	-6	-40
	10 - 5 años	86	0	0	6	-27
	10 - 2 años	144	-1	-5	0	-66
España	5 - 2 años	32	-4	-17	-44	-98
	10 - 5 años	97	33	30	27	27
	10 - 2 años	129	29	13	-17	-71
Italia	5 - 2 años	26	-18	-51	-84	-75
	10 - 5 años	17	3	18	-15	-76
	10 - 2 años	43	-15	-33	-99	-151
Portugal	5 - 2 años	-280	77	89	-3	-422
	10 - 5 años	-216	17	7	54	-308
	10 - 2 años	-496	93	95	52	-730
Reino Unido	5 - 2 años	60	-2	-4	-17	-50
	10 - 5 años	111	0	-1	2	-11
	10 - 2 años	171	-3	-5	-15	-61
EEUU	5 - 2 años	60	0	-8	-20	-82
	10 - 5 años	110	-1	-6	-3	-20
	10 - 2 años	170	-1	-14	-22	-103

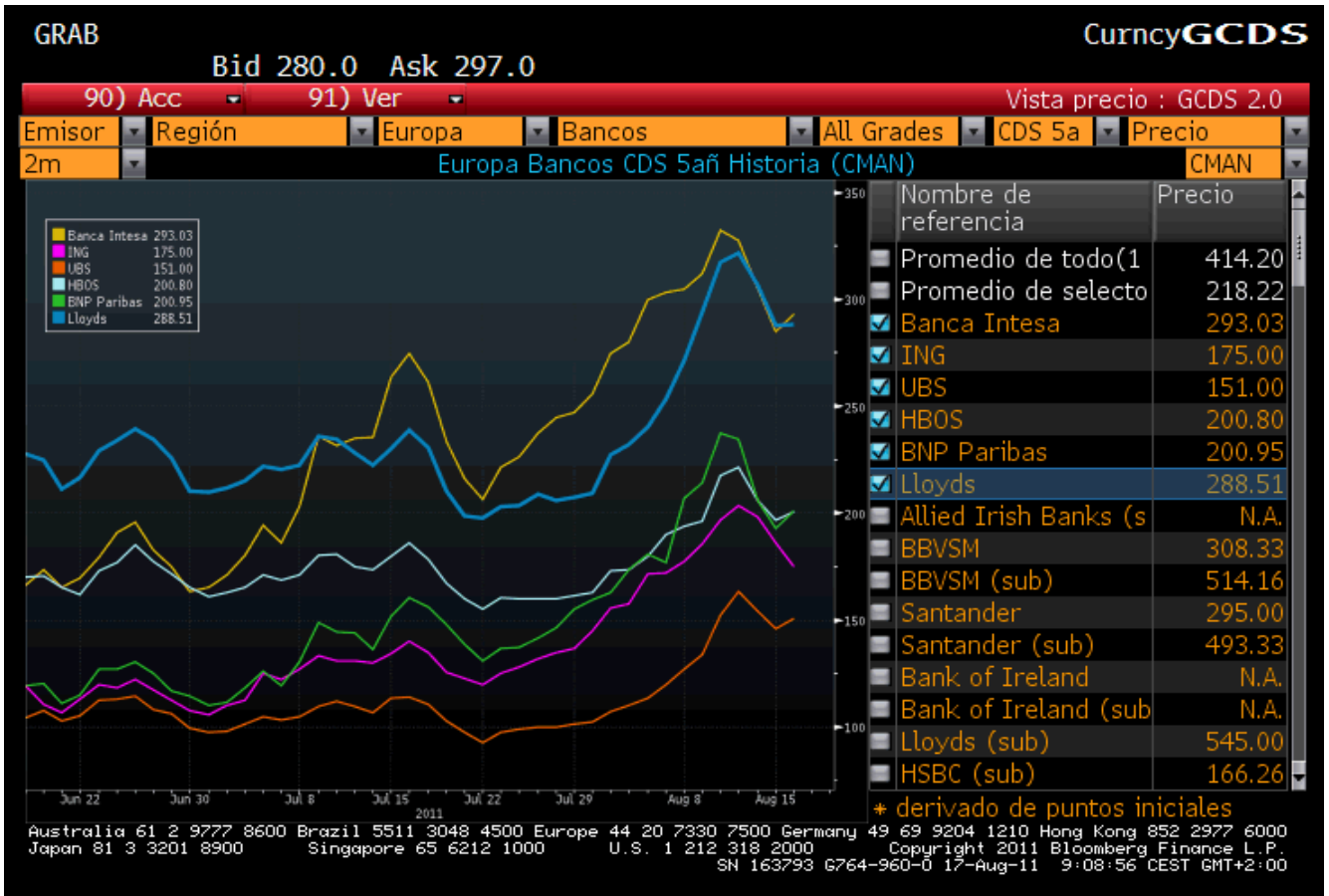
Deuda Latam

	Vencimiento	Divisa	Precio	YTM
Méjico	30/12/2019	USD	146,00	1,958
Brasil	17/01/2017	USD	116,50	2,559
Argentina	17/04/2017	USD	80,47	12,222
Chile	01/06/2015	CLP	112,60	5,296

Indices de Renta Fija Latam

	Último	% día	% Sem	% Men	% Ytd
JP Morgan GBI-EM Global Latam Hedged	200,8	-0,05%	-0,30%	0,64%	7,09%
JP Morgan GBI-EM Global Latam Unhedged	310,7	-0,12%	-0,35%	-0,26%	4,69%





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 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 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.