

## Retroalimentación

- Tan importante como las **negociaciones de la “troika” con Grecia** son los avances que se hagan en clave de ampliación de la capacidad financiera y de funcionamiento del **EFSF**, “cortafuegos” indispensable en estos momentos.
- El **FMI**, sin apostar por un escenario recesivo, **recorta sus previsiones de crecimiento** para 2011 y 2012.
- Si se cumple el guión previsto, **el impacto en activos de la nueva dosis de estímulo monetario que pudiera instrumentar la Fed en su reunión de hoy debería ser más suavizado** que el que provocaron el *QE1* y el *QE2*.

Por este orden de importancia –riesgo soberano en la zona Euro y decisiones institucionales aparejadas, dinámica cíclica, política monetaria-, **los principales catalizadores del mercado siguen manteniéndolo instalado en coordenadas similares a las de las últimas sesiones**, sin que desde el primer frente termine de obtenerse un mayor grado de visibilidad, factor que va a ser determinante para la deriva del mercado a más corto plazo. **La corriente de noticias de la sesión de ayer en la zona Euro, de nuevo caracterizada por los altibajos**. Lo más negativo, la **rebaja de un escalón de la calificación crediticia a Italia por parte de S&P (desde A+ a A) y cifras peores de déficit en Portugal respecto al objetivo oficial de consolidación fiscal**. **Lo más positivo es que la “troika” (FMI, BCE y Comisión Europea) volverá a Atenas la semana que viene** para discutir el sexto tramo de ayuda a Grecia, desmintiendo las noticias de que no retornaría hasta el mes de octubre.

De momento, por este lado, el mercado seguirá muy pendiente del desarrollo de los acontecimientos en Grecia y, en paralelo, de los avances en clave de la aprobación del EFSF en los diferentes Parlamentos nacionales que vayan sucediéndose. **Tan importante como el desenlace de la problemática griega, nos parece que, en el caso de que se produjera un *default*, esté activado en tiempo y forma (con su capacidad financiera y de actuación sensiblemente ampliada) el EFSF como mecanismo de “cortafuegos”** que desactive el efecto dominó de un nuevo episodio de riesgo sistémico descontrolado. En este sentido, la semana que viene (29 de septiembre como fecha prevista) se nos antoja muy importante la votación para la aprobación del EFSF en el Parlamento alemán. Si saliera adelante, podría disuadir a los países aparentemente más reacios, y que todavía no lo han sometido a votación, a seguir la misma senda (Austria, Holanda y Finlandia).

En la vertiente cíclica, y de acuerdo a lo previsto, **el *World Economic Outlook* del FMI** (informe semestral de perspectivas macroeconómicas) **se saldó con una sensible revisión a la baja de las previsiones de crecimiento, con especial énfasis en el bloque de economías avanzadas**. La revisión está sobre todo relacionada con el peor comportamiento de la economía mundial en el 2T11, vinculado a determinantes ya conocidos (desastre natural en Japón, aumento del precio del petróleo y peor desempeño de lo esperado del consumo en EEUU). El **PIB mundial** crecería un 4,0% en 2011 (tres décimas menos de lo previsto en abril), mismo nivel que el estimado para 2012 (frente al 4,5% de la previsión anterior). Nuestras previsiones de crecimiento global, tanto para 2011 como para 2012, se sitúan dos décimas por debajo de las del FMI. Dentro del segmento de economías desarrolladas, el FMI muestra mayor cautela respecto al **crecimiento estadounidense** (1,5% en 2011 y 1,8% en 2012) que nosotros (1,7% y 2,2%, respectivamente), pero no en la **zona Euro**, que aún coincidiendo con nuestra proyección de crecimiento para este ejercicio (1,6%), la sitúa tres décimas por encima de cara a 2012 (1,1%). No obstante, el FMI reconoce la elevada importancia, por sus implicaciones de cara a la evolución de la economía mundial en el medio plazo, del recrudescimiento de las tensiones de deuda soberana en la zona Euro y los problemas del sector bancario. Es precisamente este último punto la clave que explica la fuerte revisión del crecimiento en los países de la UEM, con Alemania y Francia incluido, y con el PIB de **Grecia** (-5% y -2% en 2011 y 2012) y **Portugal** (-2,8% y -2,1%) cediendo con fuerza. Teniendo en cuenta que los indicadores conocidos del 3T11 apuntan

a un crecimiento positivo en este período, la previsión de crecimiento anual en 2011 para **Italia** (0,6%) y **Alemania** (2,7%), lleva implícito una contracción del PIB en el 4T11 (en línea con la estimación de la OCDE). Para **España**, mantiene la previsión para 2011 (0,8%) y ajusta 2012 aunque sitúa el avance del PIB por encima de nuestra estimación (1,1% vs 0,7%). Una estimación que podría reflejar el efecto retardado de las tensiones que sufren los mercados financieros desde finales de julio, y que podría extenderse a otros países y prolongarse en el tiempo, si las medidas de consolidación fiscal impactan de forma más intensa de lo previsto sobre la economía mundial y si se produce una intensificación de la restricción crediticia.

**La revisión de previsiones ha sido menos intensa en el bloque de economías emergentes, escenario consistente con la disposición de más margen para la aplicación de políticas de demanda** (sobre todo a través de estímulos monetarios). De esta forma, los países emergentes avanzarían en su conjunto un 6,4% en 2011 (sólo dos décimas por debajo de la previsión anterior) y un 6,1% el año que viene (tres décimas menos que en la estimación de abril), coincidiendo *grosso modo* con nuestras estimaciones. El canal de impacto pasa por la **desaceleración del comercio mundial**: el FMI reduce su crecimiento en 0,7 puntos porcentuales y 0,9 pp en 2011 y 2012, respectivamente). Destaca el peor comportamiento en aquellas economías con vínculos comerciales importantes con EEUU (México) y exposición a la zona Euro (Europa Central y del Este). **Al margen del informe del FMI, y en el propio bloque emergente, destaca hoy la publicación en China del índice de indicadores adelantados que elabora el Conference Board**, que repunta en julio un 0,6%, hasta el nivel más alto desde comienzos de año, **reforzando las probabilidades de que el crecimiento del PIB chino se sitúe holgadamente por encima del 9% promedio anual en el conjunto de 2011**.

Profundizando en el comentario que hicimos en nuestro informe de ayer sobre la **reunión de la Reserva Federal** (hoy a las 20:15 CET conoceremos el comunicado oficial), **no esperamos un impacto por tipología de activos del mismo calibre que los que produjeron los dos programas precedentes de compras de activos siempre que se confirme que el nuevo giro de tuerca en las medidas de estímulo monetario se limita a la reintroducción del *Operation Twist*** (ver comentario de ayer). Si echamos la vista atrás y nos atenemos a la reacción del mercado tras el *QE1* y el *QE2*, cabría esperar (i) una ampliación de la pendiente de la curva dólar (la reducción de la aversión al riesgo limita la búsqueda de refugio y reduce el atractivo de los bonos del Tesoro), (ii) presiones depreciadoras para el dólar a escala global, y (iii) fuerte recuperación en activos de riesgo (bolsa). Sin embargo, en la medida en que la versión actual no se configure como una alternativa de ampliación de base monetaria, **el impacto sobre los precios relativos de activos de riesgo se antoja de menor dimensión que en la fase 1 y 2. Respecto al movimiento en tipos de interés, la intención de la Fed de actuar sobre la curva de modo que los tramos largos no superen una determinada referencia (¿fijación de niveles objetivo?), puede ser suficiente para no alterar de forma significativa la pendiente actual de la curva USD**. Llegado a este punto hay que ser conscientes de que gran parte de la relajación reciente del 10 años ha venido motivada por el grado de estrés instalado en mercados, con motivo de la crisis soberana del euro y los temores de *double dip* a nivel de economías desarrolladas. En la medida que en estos dos frentes se vayan resolviendo, las presiones para los tramos largos deberían, en todo caso, ser al alza, más incluso si los planes de estímulo fiscal del Gobierno salen adelante, aunque no sea en toda su extensión.

**En el terreno cambiario**, y aunque el único precedente de *Operation Twist* data de comienzos de la década de los 60, episodio no comparable por coincidir con el sistema de tipos de cambio fijos acordado en Bretton Woods, el hecho de que esta operativa no suponga inyección de liquidez neta en la economía y que la correlación del tipo de cambio EUR/USD haya sido mayor en términos históricos con el diferencial a 2 años entre EEUU y Alemania que con el 10 años **podría limitar el castigo a la divisa estadounidense**. Respecto a este último punto, el rebalanceo de posiciones en el activo del banco central (vendiendo deuda a corto y comprando los tramos largos) debería favorecer un estrechamiento adicional de los diferenciales a corto plazo frente a Alemania, considerando además que (i) el margen de cesión del tramo corto de la curva dólar es prácticamente nulo, y (ii) el BCE podría rectificar su política monetaria e introducir presión bajista adicional sobre los plazos cortos de la curva euro.

## Evolución de los mercados

21 de septiembre de 2011 9:24

### Tipos de cambio

	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	Forwards		
						dic-11	mar-12	jun-12
EUR/USD	1,3684	0,06%	-0,22%	-4,89%	2,38%	1,3676	1,3675	1,3675
EUR/GBP	0,8715	0,16%	0,16%	-0,18%	1,66%	0,8717	0,8723	0,8731
EUR/YEN	104,464	-0,15%	-0,70%	-5,42%	-3,74%	104,28	104,15	104,00
EUR/CHF	1,2235	0,68%	1,75%	7,82%	-1,98%	1,2199	1,2159	1,2124
GBP/USD	1,5701	-0,10%	-0,38%	-4,72%	0,71%	1,5689	1,5676	1,5663
USD/YEN	76,34	-0,21%	-0,48%	-0,56%	-5,97%	76,25	76,16	76,05
USD/CHF	0,8941	0,62%	1,97%	13,36%	-4,26%	0,8920	0,8892	0,8866
USD/MXN	13,2516	0,41%	2,12%	7,94%	7,29%	13,3545	13,4553	13,5693
USD/ARS	4,203	0,23%	0,00%	0,60%	5,64%	4,3579	4,6396	4,8158
USD/CLP	490,10	-0,15%	2,33%	4,75%	4,72%	495,93	501,90	508,04
USD/BRL	1,7857	-0,35%	3,37%	11,51%	7,57%	1,8183	1,8381	1,8839

### Materias primas

	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	% 12 Meses
Crudo (Brent)	112,13	0,1%	0,53%	2,37%	18,91%	44,31%
Índice Commodity Research Bureau (CRB)	324,85	0,4%	-3,2%	-1,4%	-2,4%	16,7%
Índice Rogers International Commodity	997,36	0,6%	-2,8%	-0,9%	-2,2%	15,6%
Oro Futuro	1811,70	0,3%	-0,69%	-2,01%	27,5%	42,35%

### Deuda

	Tipo	Día	Var. p.b.		Acum. Año	Dif Ale	Var. p.b.	
			Sem	Men			Día	Sem
Alemania	2 años	0,45	-2	-11	-20	-42		
	3 años	0,62	-1	-10	-9	-42		
	5 años	0,96	0	-7	-25	-88		
	10 años	1,81	2	-7	-30	-115		
	30 años	2,63	1	-12	-31	-78		
España	2 años	3,70	3	-6	42	24	325	4
	3 años	3,97	0	-8	23	4	334	1
	5 años	4,65	1	-4	44	-11	369	-13
	10 años	5,39	1	3	43	-6	358	-1
	30 años	6,18	0	-4	51	22	355	-1
Italia	2 años	4,34	4	-17	104	146	389	6
	3 años	4,75	3	-17	102	143	412	4
	5 años	5,14	4	-4	94	126	418	4
	10 años	5,73	1	14	80	92	392	-1
	30 años	6,59	1	-10	75	113	395	1
Portugal	2 años	17,33	116	117	501	1307	1688	117
	3 años	15,37	68	17	274	1062	1474	69
	5 años	13,36	42	13	160	768	1240	41
	10 años	11,66	41	30	106	506	985	39
	30 años	11,66	41	30	106	506	985	39
Reino Unido	2 años	0,53	0	-4	-6	-57	9	1
	3 años	0,74	0	-5	8	-85	11	1
	5 años	1,26	0	-3	2	-94	30	0
	10 años	2,41	1	-5	1	-102	60	-1
	30 años	3,63	1	-3	-17	-59	100	0
EEUU*	2 años	0,16	0	-3	-3	-44	-29	1
	5 años	0,86	1	-3	-4	-116	-11	1
	10 años	1,96	1	-3	-11	-136	15	0
	30 años	3,25	2	-5	-17	-113	61	1

**Bolsas**

Divisa local

		Último	% dia	% Sem	% Men	% Ytd
EEUU	Dow Jones	11408,66	0,07%	2,73%	5,46%	-1,46%
	S&P 500	1202,09	-0,17%	2,49%	6,99%	-4,42%
	NASDAQ C.	2590,24	-0,86%	2,29%	10,61%	-2,36%
Europa	FTSE 100	5339,6	-0,45%	2,15%	5,93%	-9,50%
	CAC 40	2953,31	-1,03%	0,14%	-2,11%	-22,38%
	DAX	5512,9	-1,05%	3,23%	0,60%	-20,27%
	Ibex 35	8306,9	-0,66%	3,25%	2,03%	-15,74%
	MIB30	14330,26	-0,18%	1,34%	-1,86%	-28,96%
	PSI 20	6060,5	-0,20%	2,50%	0,80%	-20,13%
	DJ Euro Stoxx 50	2119,6	-0,97%	1,74%	-1,83%	-24,11%
Asia	DJ Stoxx 50	2140,07	-0,77%	1,58%	0,87%	-17,26%
	Nikkei 225	8741,16	0,23%	1,45%	0,25%	-14,54%
	Hang Seng	18841,86	-0,91%	-1,07%	-2,88%	-18,20%
Latam	México Bolsa	34337,97	-2,11%	1,61%	3,62%	-10,93%
	Argentina Merval	2717,15	0,01%	0,42%	-3,83%	-22,89%
	Chile Select	4105,612	1,18%	2,36%	-0,58%	-16,68%
	Brasil Bovespa	56378,63	-1,27%	1,50%	7,50%	-18,65%
Mundial	MSCI World	1161,94	0,47%	1,47%	2,67%	-9,23%

**Indices de Renta Fija UEM**

	Último	% dia	% Sem	% Men	% Ytd
Citigroup EMU GBI 1 to 3 Year	156,7889	-0,06%	0,21%	-0,21%	1,47%
Citigroup EMU GBI 3 to 5 Year	170,4464	-0,11%	0,22%	-0,24%	2,63%
Citigroup EMU GBI 5 to 7 Year	178,7562	-0,22%	0,08%	-0,54%	3,47%
Citigroup EMU GBI 7 to 10 Yea	181,1074	-0,33%	-0,19%	-0,29%	5,15%

**Indices de Renta Fija EEUU**

	Último	% dia	% Sem	% Men	% Ytd
Citigroup US GBI 1 to 3 Year	474,5687	-0,02%	0,08%	0,10%	1,47%
Citigroup US GBI 3 to 5 Year	687,1927	-0,04%	0,20%	0,41%	5,77%
Citigroup US GBI 5 to 7 Year	842,3727	-0,05%	0,22%	0,46%	9,81%
Citigroup US GBI 7 to 10 Year	954,7142	-0,06%	0,29%	1,02%	14,00%

\* Datos en capitalización anual  
Fuente: Bloomberg

**Pendientes**

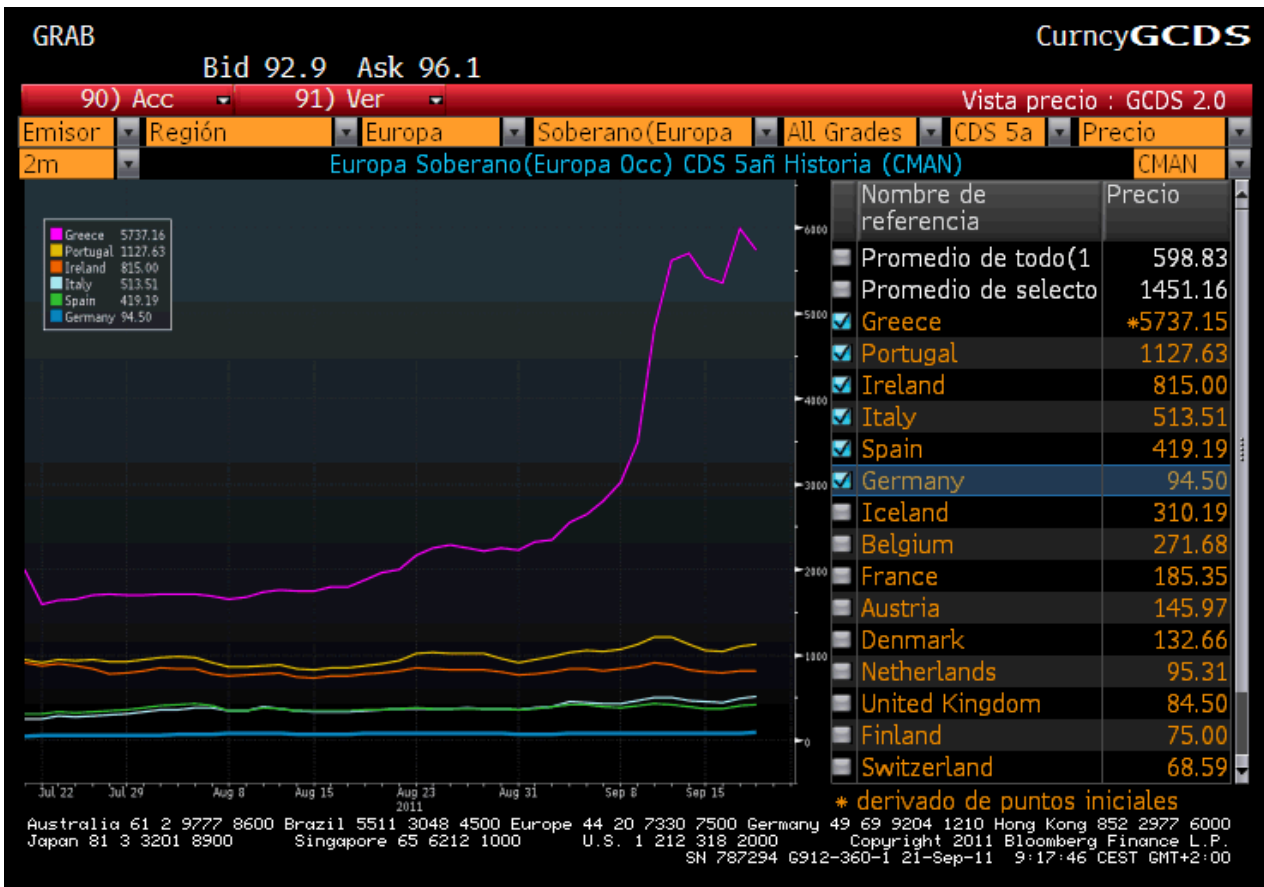
		Hoy	Var. p.b.			Acum.
			Dia	Sem	Men	Año
Alemania	5 - 2 años	51	2	5	-5	-46
	10 - 5 años	85	2	0	-4	-28
	10 - 2 años	136	3	5	-9	-74
España	5 - 2 años	95	-2	1	2	-35
	10 - 5 años	74	0	8	-1	5
	10 - 2 años	170	-2	9	0	-30
Italia	5 - 2 años	80	0	13	-10	-21
	10 - 5 años	59	-3	18	-14	-34
	10 - 2 años	139	-3	31	-24	-55
Portugal	5 - 2 años	-397	-74	-104	-340	-539
	10 - 5 años	-170	-1	17	-54	-262
	10 - 2 años	-567	-75	-88	-394	-801
Reino Unido	5 - 2 años	73	0	0	9	-38
	10 - 5 años	114	1	-2	-2	-7
	10 - 2 años	187	1	-1	7	-45
EEUU	5 - 2 años	70	2	0	-1	-72
	10 - 5 años	111	0	0	-7	-20
	10 - 2 años	180	2	0	-8	-92

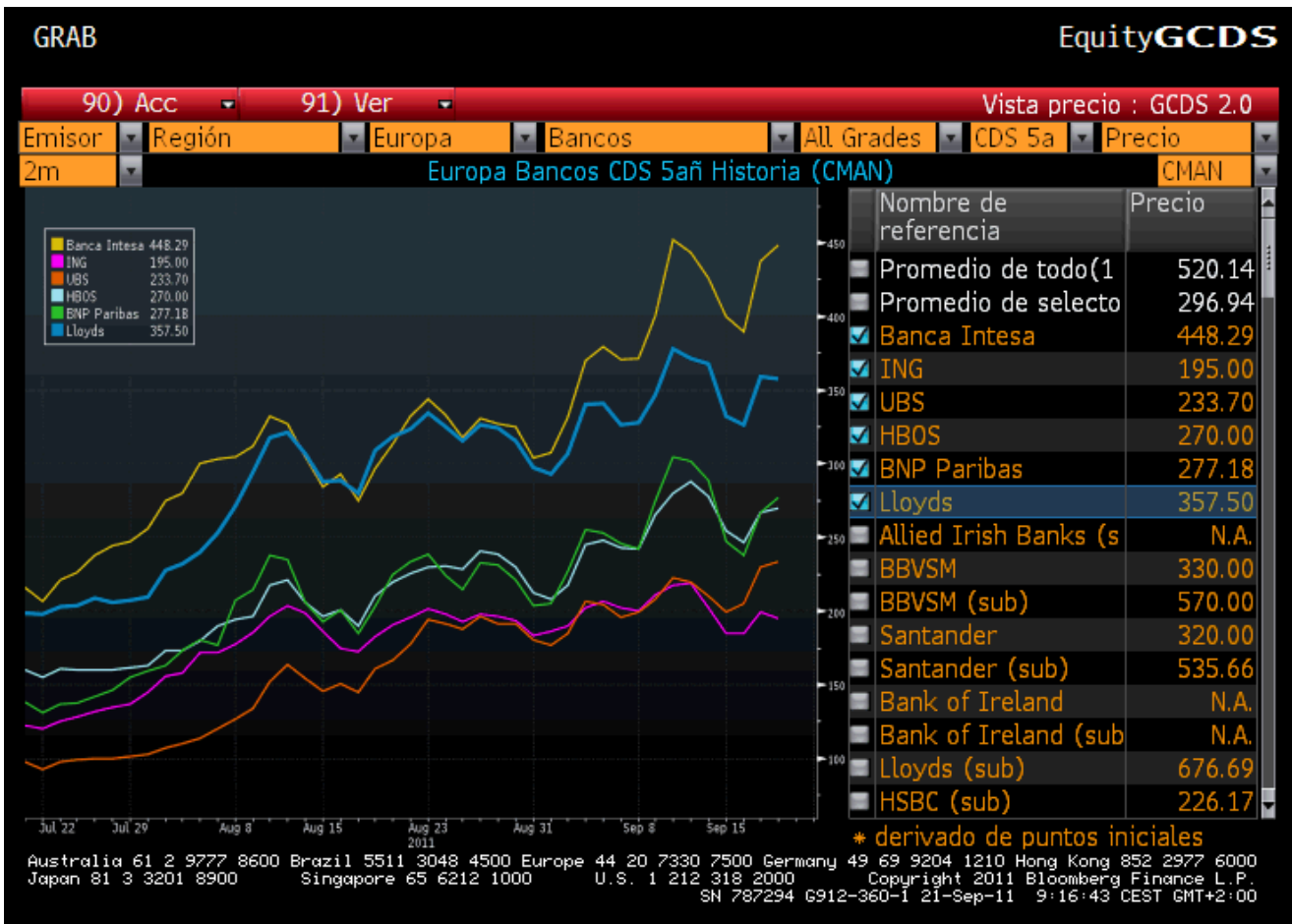
**Deuda Latam**

	Vencimiento	Divisa	Precio	YTM
Méjico	30/12/2019	USD	138,00	2,803
Brasil	17/01/2017	USD	116,00	2,684
Argentina	17/04/2017	USD	84,00	11,682
Chile	01/06/2015	CLP	112,47	5,003

**Indices de Renta Fija Latam**

	Último	% dia	% Sem	% Men	% Ytd
JP Morgan GBI-EM Global Latam Hedged	198	-0,10%	-0,53%	-0,54%	5,58%
JP Morgan GBI-EM Global Latam Unhedged	304,9	-0,29%	-3,78%	-9,15%	2,72%





**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.