

La Fed dosifica esfuerzos

- ✓ La **Reserva Federal se ajusta al guión que preveíamos**, pero parte del mercado esperaba mayor generosidad.
- ✓ El banco central estadounidense **sigue previendo crecimiento económico positivo a lo largo de los próximos trimestres**, no exento de **riesgos** a la baja.
- ✓ Las **tensiones de funding en dólares están pesando sobre los activos emergentes** en sesiones recientes. Contexto más volátil a corto plazo, aunque el fondo estructural de solidez se mantiene intacto.

Los riesgos a la baja en materia de crecimiento y empleo volvieron a pesar más que la preocupación por las actuales presiones inflacionarias y llevaron a la **Reserva Federal a profundizar algo más en su política acomodaticia**. El Comité de Mercado Abierto **decidió alargar la duración promedio de sus activos en balance para añadir presión bajista sobre el tramo largo de la curva y contribuir a relajar las condiciones financieras globales**. En concreto, el banco central estadounidense anunció que **comprará 400.000 millones de dólares en bonos del Tesoro en vencimientos entre 6 y 30 años** (más concretamente, un 32% en deuda a 6-8 años, un 32% en 8-10, un 4% en 10-20, un 29% en 20-30 y un 3% en TIPS) **y simultáneamente venderá la misma cuantía en papel a 3 años o de vencimientos inferiores**, esperando completar la operación –denominada “*Operation Twist*”– a finales de junio de 2012. De forma adicional, **la Fed mantendrá su actual política de reinversión de vencimientos de Tesoros** en nuevas emisiones de deuda pública en subasta. **La novedad viene por el cambio de la política de reinversión de deuda de agencias y MBS. A partir de ahora, reinvertirá los vencimientos de estos activos en MBS**, en vez de en Tesoros, para apoyar las condiciones en el mercado hipotecario.

En materia de economía, el escenario que plantea la Fed no es demasiado halagüeño, aunque es ligeramente menos negativo que el que dibujó tras su reunión de agosto. El FOMC juzga los datos conocidos desde su reunión anterior como compatibles con una dinámica de crecimiento lento, mercado laboral frágil y niveles de desempleo elevados. Aunque las interrupciones ocasionadas por el terremoto de Japón sobre la cadena de producción del sector de automoción estarían desapareciendo, el comunicado describe que el gasto doméstico ha crecido sólo a un ritmo modesto en meses recientes. En el terreno de los precios, la Fed considera que las presiones inflacionarias se han moderado desde comienzos de año, permaneciendo estables las expectativas de inflación a largo plazo. El FOMC, no obstante, **sigue anticipando una aceleración del crecimiento en los trimestres venideros**, pero a un ritmo que sólo servirá para poner una gradual presión bajista sobre los niveles de desempleo (en otras palabras, la economía estadounidense seguirá creciendo por debajo de su nivel potencial). **Este escenario que plantea la Fed está sujeto a “significativos riesgos a la baja”, con una mención explícita a las tensiones en los mercados financieros globales**.

En nuestra opinión, **las nuevas medidas anunciadas por la Fed en términos de gestión de su balance no pueden considerarse “rácanas”**. El notable volumen destinado a comprar deuda en el tramo 20-30 años de la curva significaría que la Fed retiraría del mercado con esta operativa una cantidad equivalente de duración a la que se consumió durante el QE2. Esta circunstancia, unida al tiempo que la Fed se va a tomar para completar esta nueva operación, podría indicarnos que **la autoridad monetaria norteamericana considera este paso como un movimiento de política monetaria significativo y no como el precursor de más acción a medio plazo (es en este punto donde podría descansar, junto a los riesgos en clave de crecimiento señalados por la Fed, la decepción que el comunicado ha ocasionado en el seno del mercado, además de que parte del mismo apostara por medidas más agresivas en forma de QE3)**.

La decisión de reinvertir los vencimientos de deuda de agencia y MBS en MBS, en lugar de en Tesoros, es importante, puesto que varios miembros del Comité piensan que este tipo de medidas

podría asemejarse a una actuación de política fiscal. Y es que la Fed y el Tesoro han reconocido que el tensionamiento de los estándares de crédito en el mercado hipotecario ha impedido la transmisión de los bajos tipos de interés a los hogares y esta medida puede ser vista como un intento de suavizar la fricción entre estos dos mercados. **Además, con este movimiento, la Fed se cubre ante una posible ampliación de diferenciales en el mercado de MBS que podría venir derivado por el contagio del movimiento de búsqueda de refugio derivado de la situación soberana europea.** Dicho esto, la Fed puede bajar todo lo que quiera los tipos de interés hipotecarios pero no puede determinar el acceso a estos créditos. La falta de habilidad para transmitir las decisiones de política monetaria a un gran segmento de los propietarios de viviendas podría continuar siendo una de las principales impedimentos para el crecimiento del consumo. Y es que, aunque los tipos de interés de la Fed se sitúan aproximadamente en el 0% y la compra de MBS bajo los distintos programas de expansión cuantitativa ha alcanzado el billón de dólares, el incremento de los estándares de crédito en perspectiva histórica se ha traducido en que la tasa hipotecaria efectiva ha caído solo hasta el 5,25% desde el 6% previo a la recesión. Adicionalmente, es poco probable que la caída de los tipos de interés en los tramos largos de la curva Tesoro sea un mayor acicate para el crecimiento del PIB que los programas anteriores. En este sentido, **tras la decisión de ayer de la Fed, mantenemos las previsiones de crecimiento para los próximos trimestres (en el entorno del 2% anualizado en la segunda mitad del año).**

Con las nuevas medidas de la Fed ya encima de la mesa, insistimos en el mensaje que lanzamos en nuestro informe de ayer: no esperamos un impacto por tipología de activos del mismo calibre que los que produjeron los dos programas precedentes de compras de activos una vez se ha confirmado que el nuevo giro de tuerca en las medidas de estímulo monetario se limita a la reintroducción del *Operation Twist*. 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 configura 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, 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 de los 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.

Las discusiones en el plano institucional europeo continúan siendo uno de los principales catalizadores del mercado. Al margen de la aprobación del EFSF en los respectivos Parlamentos (la fecha clave será el 29 de septiembre en Alemania), **a nivel nacional continúan debatiéndose las posibilidades de funcionamiento del fondo de estabilidad financiera.** Una de las que está generando más controversia sería la **posibilidad que pudiera tener el fondo para apalancarse y aumentar así la capacidad efectiva más allá de los 440.000 millones de euros inicialmente previstos.** Otro de los aspectos que está siendo discutido es la **posibilidad de que el proceso de toma de decisiones a la hora de poner en marcha las ayudas no sea de forma unánime si no que se busque una mayoría simple,** lo que, desde nuestro punto de vista, sería muy importante porque simplificaría el proceso de toma de decisiones y agilizaría la puesta en marcha de las ayudas.

En el plano emergente, el comportamiento de los activos a lo largo de los últimos días ha sido desfavorable. Y es que **la evolución de divisas, renta fija y renta variable en el espectro emergente no está siendo del todo inmune a los movimientos de búsqueda de refugio propiciados por los problemas soberanos de los países desarrollados**. A este factor, en la última semana se han unido las **tensiones generadas en los mercados de financiación, en particular en el *funding* en dólares**. Y es que, a pesar de la buena posición fiscal y de unos fundamentos estructurales sólidos de estas economías, las mismas tienen unas necesidades de financiación de 1,5 billones de dólares para los próximos 12 meses. Estas cifras no supondrían ningún problema en un entorno normalizado de mercados; no obstante, debido a las tensiones en los mercados desarrollados (los bancos centrales tuvieron que anunciar una acción concertada para proveer de liquidez en dólares a los bancos europeos la semana pasada) la obtención de liquidez en dólares ha tornado más complicada. **Donde más han tenido impacto estas dificultades de financiación ha sido en la cotización de las divisas de la región latinoamericana**. Así, a lo largo de la última semana, el real brasileño, el peso chileno y el peso mexicano acumulan una depreciación frente al dólar del 6,9%, 4,3% y 3,7%, respectivamente. De momento, la depreciación de las divisas está siendo menos acusada en el resto de regiones emergentes. **A pesar de estas tensiones, no hay que olvidar que los sólidos fundamentos estructurales de estas economías y el giro reciente dado en su política monetaria son razones suficientes para que los activos de riesgo y la deuda pública continúen teniendo recorrido. No obstante, a corto plazo, la búsqueda de refugio y las tensiones de liquidez podrían lastrar el comportamiento de los mismos en un entorno más volátil**. En este sentido, no podemos descartar una acción concertada de la Reserva Federal para poner en marcha líneas de *swap* de divisas con los bancos centrales de los países con mayores dificultades, al uso de octubre de 2008 cuando la Fed anunció líneas de liquidez en USD con bancos centrales, entre ellos, el de Brasil.

Evolución de los mercados

22 de septiembre de 2011 9:35

Tipos de cambio

	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	Forwards		
						dic-11	mar-12	jun-12
EUR/USD	1,3564	-1,29%	-2,19%	-5,72%	1,48%	1,3558	1,3556	1,3563
EUR/GBP	0,8759	-0,27%	-0,13%	0,32%	2,17%	0,8761	0,8766	0,8775
EUR/YEN	103,765	-1,09%	-2,49%	-6,05%	-4,38%	103,60	103,46	103,33
EUR/CHF	1,2259	-0,04%	1,78%	8,04%	-1,79%	1,2225	1,2182	1,2155
GBP/USD	1,5486	-1,02%	-2,06%	-6,02%	-0,67%	1,5474	1,5464	1,5456
USD/YEN	76,50	0,20%	-0,31%	-0,35%	-5,78%	76,42	76,32	76,19
USD/CHF	0,9038	1,27%	4,05%	14,59%	-3,22%	0,9017	0,8986	0,8961
USD/MXN	13,7357	2,26%	6,12%	11,89%	11,21%	13,8434	13,9439	14,0564
USD/ARS	4,1895	0,00%	-0,32%	0,28%	5,30%	4,3514	4,6308	4,8086
USD/CLP	501,95	0,38%	4,99%	7,29%	7,25%	508,72	513,48	518,65
USD/BRL	1,8730	1,99%	9,02%	16,96%	12,83%	1,9035	1,9422	1,9648

Materias primas

	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	% 12 Meses
Crudo (Brent)	110,64	-0,4%	-3,42%	1,64%	17,33%	42,72%
Índice Commodity Research Bureau (CRB)	321,43	-1,1%	-3,8%	-3,1%	-3,4%	15,3%
Índice Rogers International Commodity	987,92	-1,0%	-3,2%	-1,8%	-3,2%	15,4%
Oro Futuro	1771,50	-1,9%	-0,43%	-6,21%	24,6%	37,27%

Deuda

	Tipo	Día	Var. p.b.			Acum. Año	Dif Ale	Var. p.b.	
			Sem	Men				Día	Sem
Alemania	2 años	0,43	-2	-18	-20	-44			
	3 años	0,59	-2	-18	-11	-45			
	5 años	0,92	-3	-18	-30	-92			
	10 años	1,72	-5	-21	-38	-124			
	30 años	2,53	-7	-29	-40	-89			
España	2 años	3,74	2	-1	52	28	331	4	17
	3 años	4,03	3	-3	29	10	343	6	15
	5 años	4,69	3	-3	46	-7	378	-4	4
	10 años	5,41	1	1	45	-4	369	5	21
	30 años	6,20	0	-6	53	24	367	8	24
Italia	2 años	4,40	8	-2	112	153	398	9	15
	3 años	4,82	5	-4	108	150	422	8	14
	5 años	5,18	3	3	96	130	427	6	21
	10 años	5,81	5	21	83	99	408	10	41
	30 años	6,63	2	4	81	117	410	9	33
Portugal	2 años	17,51	3	158	473	1325	1708	5	175
	3 años	15,69	7	86	287	1095	1510	9	104
	5 años	13,50	5	39	161	781	1258	8	56
	10 años	11,68	0	40	92	508	995	5	61
Reino Unido	2 años	0,52	-1	-2	-5	-58	9	0	15
	3 años	0,72	-3	-6	6	-86	13	-1	12
	5 años	1,25	-4	-7	2	-95	34	-1	10
	10 años	2,37	-6	-17	-3	-106	64	-1	4
	30 años	3,61	-8	-13	-16	-62	108	-1	17
EEUU*	2 años	0,19	0	0	-1	-40	-24	1	18
	5 años	0,83	-1	-11	-10	-119	-9	2	6
	10 años	1,84	-2	-25	-27	-148	12	3	-4
	30 años	2,96	-5	-42	-49	-142	44	2	-13

Bolsas

Divisa local

		Último	% dia	% Sem	% Men	% Ytd
EEUU	Dow Jones	11124,84	-2,49%	-1,08%	2,49%	-3,91%
	S&P 500	1166,76	-2,94%	-1,84%	3,82%	-7,23%
	NASDAQ C.	2538,19	-2,01%	-1,34%	8,22%	-4,32%
Europa	FTSE 100	5147,13	-2,67%	-3,57%	1,02%	-12,76%
	CAC 40	2860,23	-2,57%	-6,09%	-6,26%	-24,83%
	DAX	5275,06	-2,92%	-4,23%	-3,63%	-23,71%
	Ibex 35	8001,4	-2,54%	-4,04%	-3,53%	-18,84%
	MB30	13825,83	-2,08%	-5,58%	-6,97%	-31,46%
	PSI 20	5989,03	-1,76%	-1,74%	-1,89%	-21,08%
	DJ Euro Stoxx 50	2044,33	-2,58%	-5,16%	-6,37%	-26,80%
Asia	DJ Stoxx 50	2071,91	-2,16%	-3,59%	-3,34%	-19,89%
	Nikkei 225	8560,26	-2,07%	0,49%	-0,79%	-16,31%
	Hang Seng	18008,02	-4,34%	-6,12%	-7,59%	-21,82%
Latam	México Bolsa	34019,22	-0,93%	0,21%	1,27%	-11,75%
	Argentina Merval	2630,91	-3,17%	-4,33%	-6,88%	-25,33%
	Chile Select	4045,566	-1,46%	0,35%	-1,64%	-17,90%
	Brasil Bovespa	55981,9	-0,70%	-0,54%	6,75%	-19,22%
Mundial	MSCI World	1137,18	-2,13%	-2,76%	0,52%	-11,16%

Indices de Renta Fija UEM

	Último	% dia	% Sem	% Men	% Ytd
Citigroup EMU GBI 1 to 3 Year	156,7798	-0,01%	0,18%	-0,22%	1,46%
Citigroup EMU GBI 3 to 5 Year	170,4949	0,03%	0,30%	-0,21%	2,66%
Citigroup EMU GBI 5 to 7 Year	178,7927	0,02%	0,25%	-0,52%	3,49%
Citigroup EMU GBI 7 to 10 Yea	181,1513	0,02%	0,06%	-0,27%	5,17%

Indices de Renta Fija EEUU

	Último	% dia	% Sem	% Men	% Ytd
Citigroup US GBI 1 to 3 Year	474,0428	-0,11%	-0,04%	-0,01%	1,36%
Citigroup US GBI 3 to 5 Year	686,2571	-0,14%	0,11%	0,27%	5,63%
Citigroup US GBI 5 to 7 Year	843,201	0,10%	0,42%	0,56%	9,91%
Citigroup US GBI 7 to 10 Year	959,5577	0,51%	0,95%	1,53%	14,58%

* Datos en capitalización anual

Fuente: Bloomberg

Pendientes

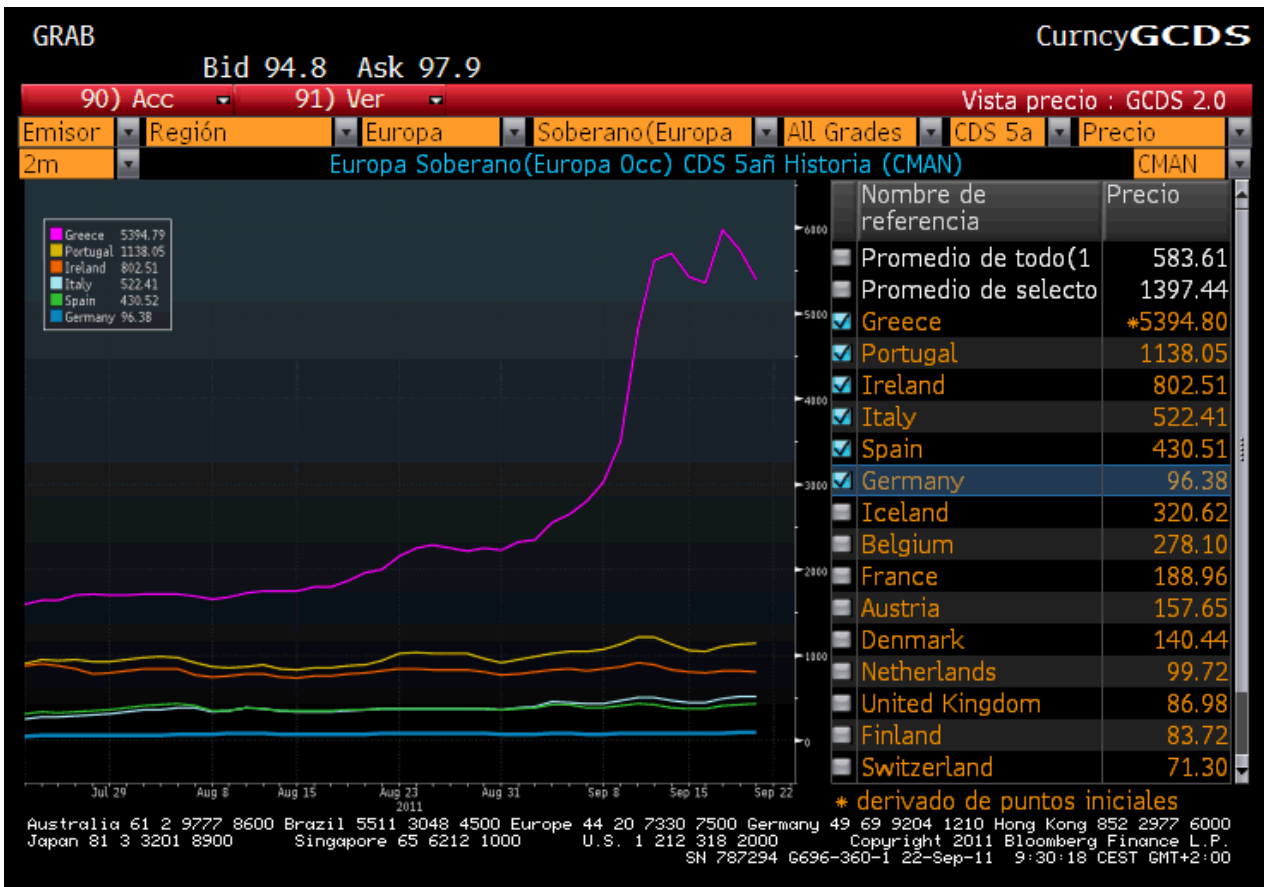
		Hoy	Var. p.b.			Acum.
			Dia	Sem	Men	Año
Alemania	5 - 2 años	49	-2	0	-9	-49
	10 - 5 años	81	-2	-3	-8	-32
	10 - 2 años	130	-3	-3	-18	-80
España	5 - 2 años	95	1	-2	-5	-35
	10 - 5 años	72	-3	4	-2	3
	10 - 2 años	167	-2	2	-7	-32
Italia	5 - 2 años	78	-4	5	-17	-23
	10 - 5 años	62	1	18	-13	-31
	10 - 2 años	140	-3	23	-29	-54
Portugal	5 - 2 años	-401	2	-119	-311	-544
	10 - 5 años	-182	-5	2	-69	-273
	10 - 2 años	-583	-3	-117	-380	-817
Reino Unido	5 - 2 años	73	-3	-5	7	-37
	10 - 5 años	112	-2	-10	-5	-10
	10 - 2 años	185	-4	-14	2	-48
EEUU	5 - 2 años	64	-1	-11	-9	-78
	10 - 5 años	102	-1	-14	-18	-29
	10 - 2 años	165	-2	-25	-26	-107

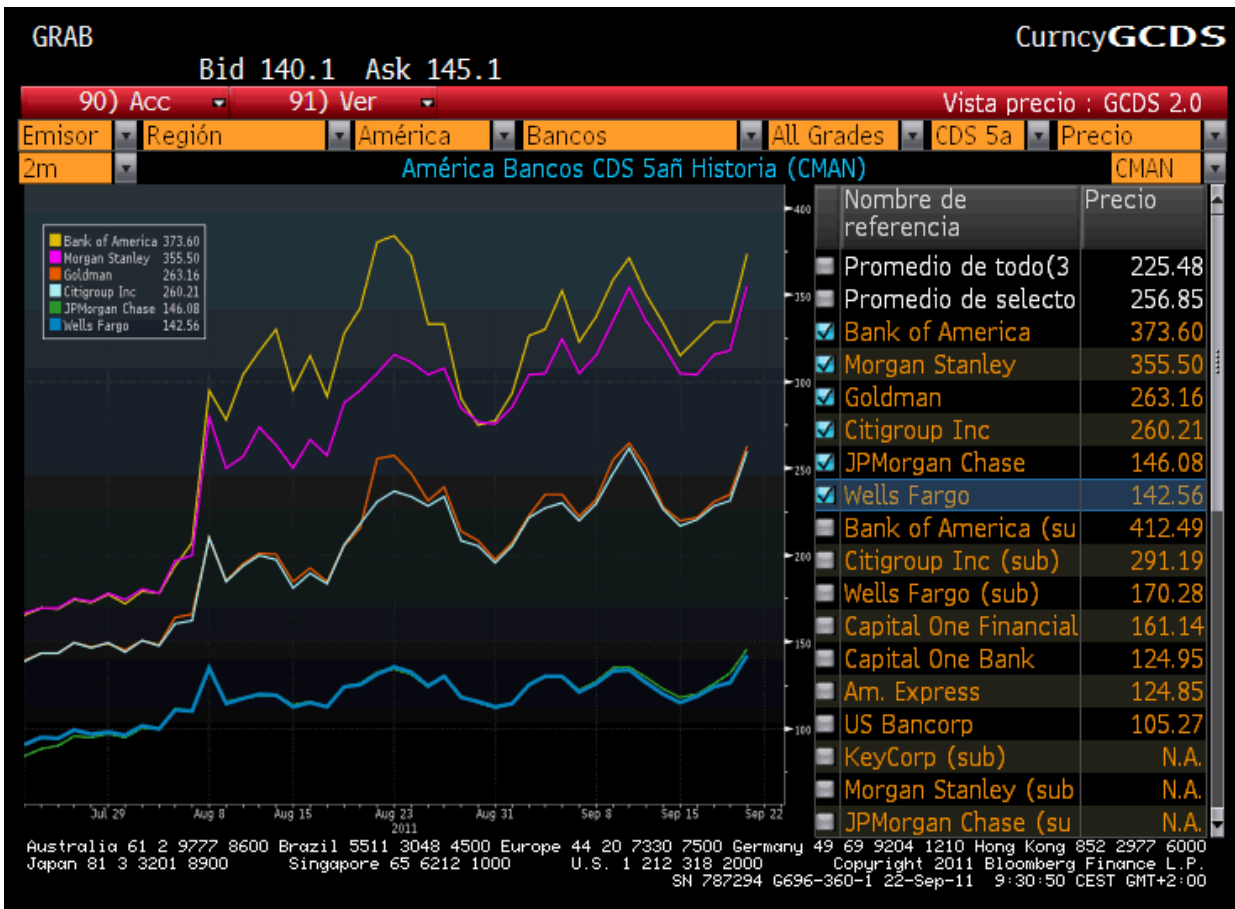
Deuda Latam

	Vencimiento	Divisa	Precio	YTM
Méjico	30/12/2019	USD	138,00	2,801
Brasil	17/01/2017	USD	115,80	2,729
Argentina	17/04/2017	USD	83,18	12,019
Chile	01/06/2015	CLP	112,25	5,075

Indices de Renta Fija Latam

	Último	% dia	% Sem	% Men	% Ytd
JP Morgan GBI-EM Global Latam Hedged	197,5	-0,27%	-0,72%	-0,81%	5,29%
JP Morgan GBI-EM Global Latam Unhedged	296,5	-2,74%	-5,54%	-11,63%	-0,09%





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.