

## Compleja ecuación fiscal

- Las **negociaciones fiscales en EEUU no terminan de desatascarse**. La Fed, mientras tanto, **seguirá vigilando muy de cerca todos los riesgos** endógenos y exógenos para su economía.
- El **FMI refuerza su mecanismo de inyección de liquidez**, incrementando la flexibilidad y el alcance de los préstamos que concede a los países que solicitan su asistencia financiera.

La respuesta del mercado a la **eventual falta de acuerdo en el seno del “Super Comité” del Congreso estadounidense** de cara implementar un plan de reducción de déficit dependerá del impacto de los ajustes automáticos (a partir de 2013) sobre el crecimiento a medio plazo y la eventual respuesta monetaria a estos acontecimientos. En cualquier caso, **los planes que se discutirán hoy en el “Super Comité” tienen que verse en el contexto adecuado, puesto que sólo representan una pequeña parte de un conjunto de reformas que el Congreso de EEUU tiene que aprobar para estabilizar el perfil fiscal de la economía estadounidense**. En este sentido, en 2010 la Comisión Nacional de Reforma y Responsabilidad Fiscal apuntó a que eran necesarios unos recortes de 4 billones de dólares en el déficit primario. De este importe, hay que recordar que cuando se negoció aumentar el techo de la deuda en agosto 2011, el Congreso acordó reducir el gasto discrecional en 780.000 millones de dólares en la siguiente década. Adicionalmente, los ajustes automáticos antes comentados podrían representar 1 billón de dólares adicionales, por lo que, siempre según los planes planteados en 2010, quedarían por “encontrar” 2,2 billones de dólares para alcanzar los objetivos propuestos. Por tanto, los resultados del “Super Comité” no son tan importantes dentro la problemática fiscal estadounidense, donde a lo largo de los próximos años deben tomarse decisiones de mayor calado y con un impacto a largo plazo capital si se quiere estabilizar el perfil fiscal de EEUU.

**De cara al impacto en el corto plazo, el resultado de las negociaciones del “Super Comité” no sería tan determinante para la calificación crediticia estadounidense** (tanto Moody’s como S&P anunciaron que no esperan cambios adicionales en sus perspectivas en lo que queda de 2011) aunque existe un riesgo importante de rebaja de *rating* en 2012, en particular si se amplían las exenciones fiscales de la era Bush. **En clave de crecimiento, uno de los riesgos más importantes sería el impacto que la finalización de los estímulos fiscales podría suponer para el crecimiento del PIB en 2012 (como ayer apuntábamos), vía reducción de los ingresos disponibles**. Adicionalmente, en la medida en que se vea afectado el crecimiento a corto plazo, existe la posibilidad de que la Reserva Federal ponga en marcha nuevos estímulos monetarios con el fin de contrarrestar los efectos en materia de crecimiento que podrían derivarse de esta situación.

En este sentido, **las actas del último Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal no cierran la puerta a una nueva ronda de estímulo cuantitativo en forma de QE3, aunque de momento dicha alternativa es respaldada por sólo algunos miembros**. Lo que sí acordaron, como hemos venido adelantando en estas líneas de forma reciente, fue **dar prioridad a un cambio de metodología en su política de comunicación** (introducción de objetivos a largo plazo de inflación y/o empleo y estrategia de política monetaria). Este último punto debe ser visto más como una herramienta complementaria que como excluyente. **A pesar de haber revisado a la baja el escenario de crecimiento, la Fed sigue mostrándose optimista respecto a un mayor dinamismo de la economía en la segunda mitad de 2011**. En este punto, **el menor crecimiento del PIB estadounidense en 3T11 que arrojó la segunda publicación** (2,0% anualizado vs 2,5% del avance) **no debe verse como un jarro de agua fría** para ese escenario que dibuja la autoridad monetaria norteamericana, en la medida en que el mayor drenaje de la rúbrica de inventarios proyecta un impulso para la actividad en 4T11 en un contexto de consumo recuperando tracción y existencias en niveles bajos. **De cara a 2012, y respecto a nuestras previsiones, la Fed dibuja también un escenario optimista** (crecimiento promedio anual del 2,7% anual). **En el caso de que el crecimiento se desviara mucho de estas estimaciones por abajo y que las expectativas inflacionarias se relajaran de forma sustancial, la Fed podría volver a profundizar en los estímulos no convencionales, probablemente enfocando las nuevas compras de activos en títulos hipotecarios**, contrarrestando el efecto negativo de las políticas de

refinanciación sobre los inversores. Lo anterior proyecta una curva de tipos anclada aunque con un sesgo de ampliación de pendiente si finalmente se anuncian nuevos estímulos.

En otro orden de cosas, **la Fed planea someter a un test de estrés a los seis principales bancos estadounidenses** (Bank of America, Citigroup, Goldman Sachs, JP Morgan Chase, Morgan Stanley y Wells Fargo) **frente a un hipotético shock de mercado, que incluiría un deterioro sustancial de la crisis soberana en Europa**. Los resultados se darán a conocer el año que viene. Los parámetros que se utilizarán para elaborar los mismos tendrán como referencia los movimientos que ocurrieron en mercado en la segunda mitad de 2008 en conjunción con movimientos de mercado bruscos en deuda soberana europea y en el sector financiero. En variables macro, en el escenario de estrés, la tasa de paro de EEUU se elevaría como mucho hasta el 13% y la contracción del PIB profundizaría hasta el 8%. La Fed se apoyará en estas pruebas de resistencia para determinar que bancos poseen el músculo necesario para incrementar dividendos, recomprar acciones o si necesitan obtener capital adicional. Asimismo, la Fed planea suministrar más información al mercado sobre estos test de estrés respecto a la que facilitó en los que condujo el año pasado.

**La rapidez y contundencia en la implementación de medidas de calado en la zona Euro son vitales para reducir las fricciones en los mercados de deuda, tanto soberana como cuasi-soberana.** Un reflejo adicional, por un lado, de la reducción de posiciones por parte de los inversores sobre activos europeos, con independencia de su calidad crediticia (a excepción de la deuda alemana), lo encontramos en el **abaratamiento de las emisiones de deuda de los principales entes supranacionales europeos**, y no sólo en aquellos para los que se pone en duda su *rating* AAA, como es el caso del EFSF. También los *spreads* sobre swap de la deuda emitida por el Banco Europeo de Inversiones (BEI), el Consejo de Europa (COE) o la propia UE se han ampliado fuertemente en las últimas sesiones. **La razón de esta evolución reside en la creciente carga de riesgo sistémico que implica la situación actual de la zona Euro, y que también han comenzado a cotizar emisores núcleo** (Francia, Austria; en este último caso por la exposición de su sector financiero a Europa Oriental). Por otro lado, y **en consonancia con las advertencias de algunas agencias de rating, que han subrayado el riesgo de propagación de las tensiones soberanas a Europa del Este, Hungría ha solicitado ayuda financiera preventiva al FMI y a la UE con el fin de estabilizar la situación de su mercado de deuda pública**. Sin que todavía se conozcan detalles del programa (tiene que ser aprobado por la dirección del FMI), es probable que la asistencia financiera se materialice mediante una línea de crédito renovable, con una duración de entre uno y dos años, de la que Hungría podría disponer de hasta un 50% en la aprobación del acuerdo, y el restante 50% conforme vaya cumpliendo con los requisitos establecidos por el Fondo. La solicitud de ayuda ha venido precedida de un tensionamiento significativo en las condiciones de financiación de su Tesoro. Desde los mínimos anuales de abril, el diferencial soberano de Hungría (frente al Tesoro de EEUU) ha avanzado 300 pb, hasta los 530, un nivel compatible con emisores *High Yield*, y que doblan los diferenciales de otros emisores con notas similares a la suya (BBB-). Sus elevadas necesidades de refinanciación en moneda extranjera (unos 3.500 millones de EUR en 2012; un 3% del PIB) y el hecho de que su moneda acumule una depreciación frente al euro superior al 10% en el año, convierten a Hungría en una de las economías más vulnerables de Europa del Este al entorno actual.

Con ese objetivo, **el Fondo Monetario Internacional anunció ayer que refuerza su mecanismo de inyección de liquidez, incrementando la flexibilidad y el alcance de los préstamos que concede a los países que solicitan su asistencia financiera**. El mecanismo no es nuevo: **reconvierte la línea de crédito preventivo que alumbró al principio de la crisis por una línea de liquidez. La diferencia esencial es que se puede utilizar a plazos mucho más cortos (seis meses). Y, también, que se amplían los motivos que justifican la financiación**: ahora será posible pedir dinero por las circunstancias actuales, no sólo para prevenir problemas futuros. Y se podrá argumentar que los problemas de liquidez se deben "al impacto de las tensiones económicas en el ámbito regional o mundial", una definición que encaja con la crisis de deuda pública en media Europa. La nueva ventanilla de liquidez está condicionada por la cuota de cada país en el FMI. En el caso de España, su aportación actual es 4.025 millones de derechos especiales de giro (la moneda de reserva del Fondo), lo que equivale a 4.650 millones de euros. El nuevo préstamo a seis meses podría ser por un máximo de cinco veces la cuota del país que acuda a la ventanilla de liquidez. En el caso de España, eso equivaldría a un crédito de 23.250 millones. Hay también la opción de elevar la cuantía (hasta diez veces la cuota) y el plazo (hasta dos años). En el caso de España, eso le permitiría acceder a hasta 46.500 millones cada año.

**De la nueva línea de financiación se excluye a países insolventes, como sería el caso de los tres países rescatados por la UE (Grecia, Irlanda y Portugal). En todo caso, este nuevo mecanismo de financiación es un alivio, una forma de ganar tiempo, no una solución si lo que se llega a poner en duda es la capacidad de cumplir con los compromisos en grandes economías de la zona Euro.** Italia tiene que afrontar vencimientos de deuda por casi 300.000 millones de euros en 2012 y este tipo de crédito le permitiría solicitar poco más de 85.000 millones. En el caso español, los vencimientos del próximo año rondan los 175.000 millones. Otras dos cuestiones condicionan el desarrollo de este nueva modalidad de financiación. El FMI podrá establecer como condición algún tipo de reforma en las áreas vulnerables de los países que pidan el crédito. Y los recursos del FMI son también limitados. Este propio organismo intentó, sin éxito, arrancar un compromiso concreto a los países del G-20 para ampliar sus fondos disponibles, que ahora apenas cuenta con 300.000 millones de euros para países medianos y grandes. Por tanto, **mientras no se produzca una reacción oficial suficiente a todos los niveles (sin que se ciña sólo al FMI), 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.**

**Evolución de los mercados**

23 de noviembre de 2011 9:17

**Tipos de cambio**

	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	Forwards		
						dic-11	mar-12	jun-12
EUR/USD	1,3457	-0,48%	-0,48%	-3,33%	0,68%	1,3457	1,3474	1,3484
EUR/GBP	0,8630	-0,09%	0,64%	-0,89%	0,67%	0,8630	0,8651	0,8665
EUR/YEN	103,592	-0,49%	-0,57%	-2,24%	-4,54%	103,59	103,41	103,18
EUR/CHF	1,2300	-0,43%	-0,71%	0,32%	-1,46%	1,2300	1,2287	1,2260
GBP/USD	1,5593	-0,39%	-1,12%	-2,46%	0,01%	1,5593	1,5574	1,5561
USD/YEN	76,98	-0,01%	-0,09%	1,13%	-5,19%	76,98	76,75	76,52
USD/CHF	0,9140	0,05%	-0,23%	3,78%	-2,13%	0,9140	0,9119	0,9093
USD/MXN	14,0206	0,51%	3,31%	4,04%	13,52%	14,0206	14,1382	14,2289
USD/ARS	4,2576	0,02%	-0,01%	0,51%	7,01%	4,2576	4,9556	5,1093
USD/CLP	518,40	-0,03%	1,54%	2,55%	10,77%	518,40	524,57	528,18
USD/BRL	1,8184	0,84%	2,16%	3,36%	9,54%	1,8184	1,8597	1,8863

**Materias primas**

	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	% 12 Meses
Crudo (Brent)	108,19	-0,3%	-2,60%	-2,34%	14,73%	31,25%
Índice Commodity Research Bureau (CRB)	310,93	0,7%	-3,1%	0,0%	-6,6%	4,4%
Índice Rogers International Commodity	950,87	0,9%	-3,1%	0,3%	-6,8%	4,8%
Oro Futuro	1701,50	-0,1%	-4,10%	4,06%	19,7%	23,51%

**Deuda**

	Tipo	Var. p.b.			Acum. Año	Dif Ale	Var. p.b.	
		Día	Sem	Men			Día	Sem
Alemania	2 años	0,37	-2	-3	-29	-50		
	3 años	0,50	-3	0	-34	-54		
	5 años	0,97	-4	1	-36	-87		
	10 años	1,94	2	12	-17	-102		
	30 años	2,59	-2	9	-23	-83		
España	2 años	5,84	8	43	182	238	547	10
	3 años	6,03	10	44	178	210	553	13
	5 años	6,15	8	39	139	140	519	-51
	10 años	6,65	4	24	117	119	471	2
	30 años	7,15	2	25	93	119	456	4
Italia	2 años	7,20	21	79	274	432	683	23
	3 años	7,23	14	41	227	392	674	17
	5 años	7,04	12	11	150	315	607	16
	10 años	6,93	11	-8	103	211	499	9
	30 años	7,32	8	-9	64	186	473	10
Portugal	2 años	14,63	-36	-277	-329	1037	1427	-34
	3 años	14,98	33	-63	-228	1023	1448	35
	5 años	13,45	12	-10	-175	777	1249	17
	10 años	11,28	-2	-2	-101	468	934	-4
	30 años	11,28	-2	-2	-101	468	934	-4
Reino Unido	2 años	0,47	-1	-2	-10	-63	11	1
	3 años	0,58	-3	-4	-28	-100	8	0
	5 años	1,03	-3	-2	-37	-117	7	1
	10 años	2,14	-5	-3	-41	-128	20	-7
	30 años	3,12	-3	-2	-37	-111	53	-1
EEUU*	2 años	0,26	0	2	-1	-34	-11	2
	5 años	0,88	1	1	-18	-113	-8	5
	10 años	1,90	-3	-11	-33	-142	-4	-5
	30 años	2,87	-3	-18	-42	-151	28	-1

**Bolsas**

Divisa local

		Último	% día	% Sem	% Men	% Ytd
<b>EEUU</b>	Dow Jones	11493,72	-0,46%	-4,98%	-2,67%	-0,72%
	S&P 500	1188,04	-0,41%	-5,55%	-4,05%	-5,53%
	NASDAQ C.	2521,28	-0,07%	-6,14%	-4,40%	-4,96%
<b>Europa</b>	FTSE 100	5163,2	-0,84%	-6,28%	-5,93%	-12,49%
	CAC 40	2847,63	-0,80%	-7,09%	-10,21%	-25,16%
	DAX	5513,76	-0,43%	-6,76%	-7,66%	-20,25%
	Ibex 35	7889,4	-0,20%	-4,99%	-10,88%	-19,98%
	MB30	14203,04	-0,58%	-7,89%	-11,87%	-29,59%
	PSI 20	5252,28	-0,21%	-4,25%	-12,37%	-30,78%
	DJ Euro Stoxx 50	2124	-0,60%	-6,35%	-9,13%	-23,95%
<b>Asia</b>	DJ Stoxx 50	2138,55	-0,50%	-5,68%	-6,16%	-17,32%
	Nikkei 225	8314,74	-0,40%	-2,66%	-4,20%	-18,71%
	Hang Seng	17864,43	-2,12%	-5,78%	-0,89%	-22,45%
<b>Latam</b>	México Bolsa	35969,61	-0,87%	-2,97%	2,71%	-6,70%
	Argentina Merval	2483,13	1,19%	-7,32%	-11,24%	-29,53%
	Chile Select	4127,008	-1,36%	-5,09%	-0,02%	-16,25%
	Brasil Bovespa	55878,44	-0,72%	-4,08%	1,13%	-19,37%
<b>Mundial</b>	MSCI World	1127,25	-0,33%	-4,39%	-5,62%	-11,94%

**Indices de Renta Fija UEM**

	Último	% día	% Sem	% Men	% Ytd
Citigroup EMU GBI 1 to 3 Year	154,7452	-0,21%	-0,03%	-1,04%	0,14%
Citigroup EMU GBI 3 to 5 Year	166,1668	-0,43%	-0,17%	-1,64%	0,05%
Citigroup EMU GBI 5 to 7 Year	172,1428	-0,59%	-0,19%	-2,11%	-0,35%
Citigroup EMU GBI 7 to 10 Yea	172,8198	-0,70%	0,00%	-2,55%	0,34%

**Indices de Renta Fija EEUU**

	Último	% día	% Sem	% Men	% Ytd
Citigroup US GBI 1 to 3 Year	474,1843	0,02%	-0,01%	0,09%	1,39%
Citigroup US GBI 3 to 5 Year	687,1483	0,08%	0,06%	0,62%	5,76%
Citigroup US GBI 5 to 7 Year	844,8863	0,12%	0,24%	1,36%	10,13%
Citigroup US GBI 7 to 10 Year	959,4451	0,19%	0,70%	2,27%	14,57%

\* Datos en capitalización anual

Fuente: Bloomberg

**Pendientes**

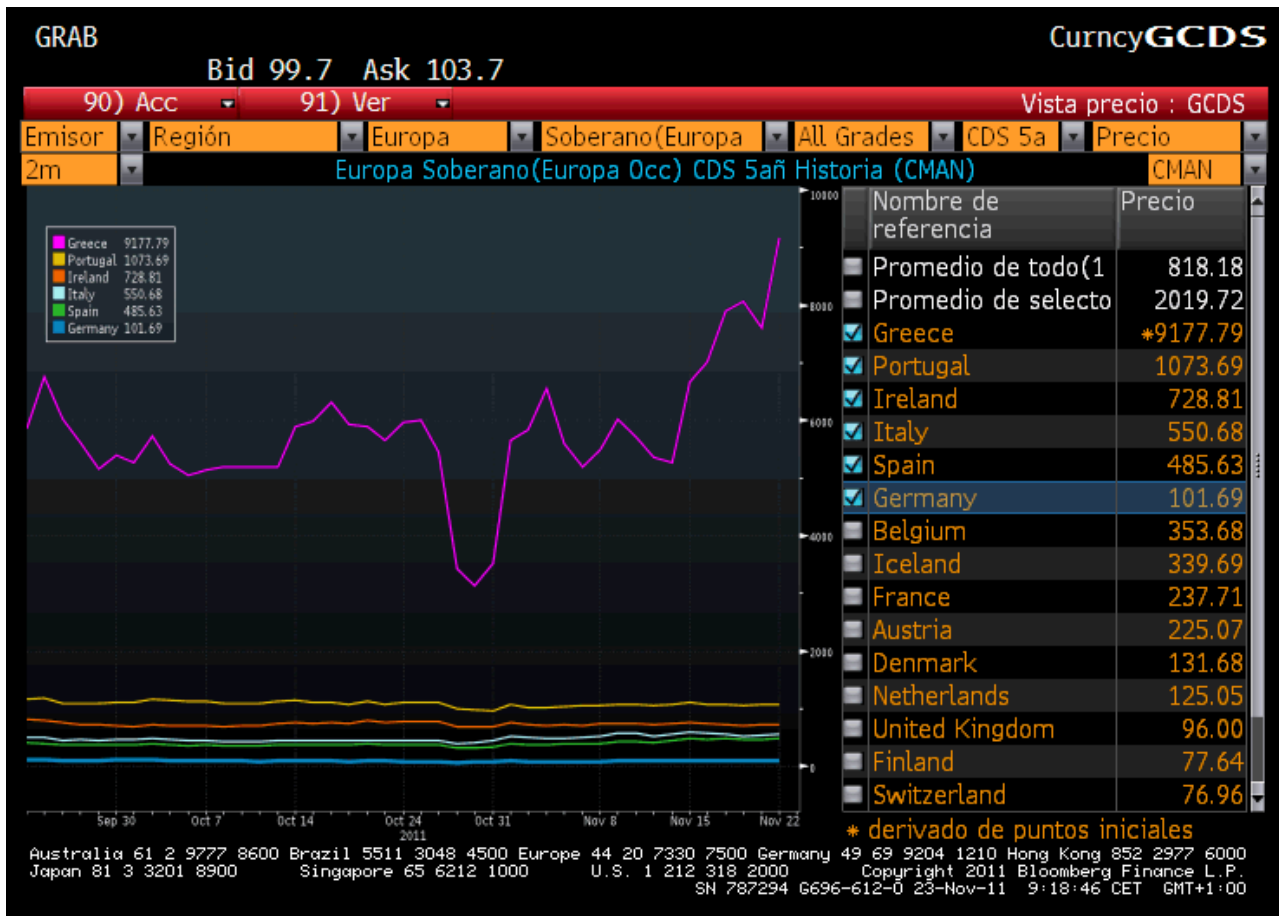
		Hoy	Var. p.b.			Acum.
			Día	Sem	Men	Año
<b>Alemania</b>	5 - 2 años	60	-2	5	-6	-38
	10 - 5 años	97	6	11	19	-15
	10 - 2 años	157	4	16	13	-53
<b>España</b>	5 - 2 años	32	0	-4	-43	-98
	10 - 5 años	49	-4	-15	-22	-20
	10 - 2 años	81	-4	-20	-65	-119
<b>Italia</b>	5 - 2 años	-16	-9	-68	-124	-117
	10 - 5 años	-11	-1	-19	-47	-104
	10 - 2 años	-27	-10	-87	-170	-221
<b>Portugal</b>	5 - 2 años	-118	48	266	154	-260
	10 - 5 años	-218	-15	9	74	-309
	10 - 2 años	-336	33	275	228	-570
<b>Reino Unido</b>	5 - 2 años	56	-3	-1	-27	-55
	10 - 5 años	111	-1	0	-3	-11
	10 - 2 años	167	-4	-1	-30	-66
<b>EEUU</b>	5 - 2 años	63	1	-1	-18	-79
	10 - 5 años	101	-4	-12	-15	-29
	10 - 2 años	164	-3	-13	-33	-109

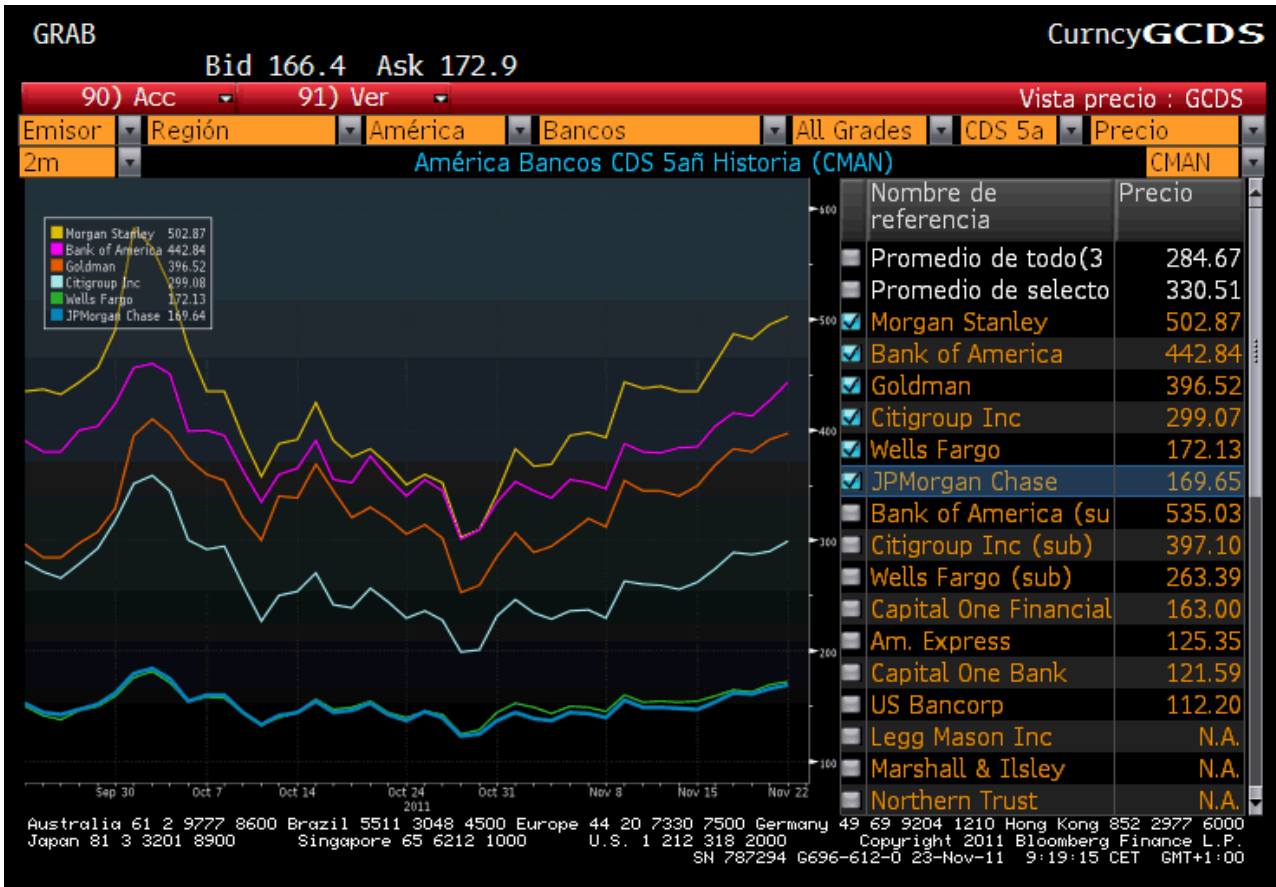
**Deuda Latam**

	Vencimiento	Divisa	Precio	YTM
<b>Méjico</b>	30/12/2019	USD	149,00	1,632
<b>Brasil</b>	17/01/2017	USD	116,20	2,607
<b>Argentina</b>	17/04/2017	USD	78,17	12,970
<b>Chile</b>	01/06/2015	CLP	113,07	5,164

**Indices de Renta Fija Latam**

	Último	% día	% Sem	% Men	% Ytd
JP Morgan GBI-EM Global Latam Hedged	200,6	-0,12%	-0,17%	0,35%	6,97%
JP Morgan GBI-EM Global Latam Unhedged	303	-0,12%	-2,71%	-1,36%	2,09%





**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.