

"Tirón de orejas" al Reichstag

- **Alemania no se salva de la quema:** el **pobre resultado de la subasta de deuda** que celebró ayer cuestiona hasta qué punto estarán dispuestas sus autoridades a "tensar la cuerda".
- En **EEUU**, las **referencias contemporáneas** publicadas siguen siendo **incompatibles con un escenario recesivo**, con independencia de que sigan alternándose señales mixtas.
- Seguimos **apostando** por un **aterrizaje suave** de la **economía china**.

A falta de conocer los resultados de las negociaciones fiscales en EEUU, **la atención volvió a centrarse ayer en Europa**. En este sentido, sorprendió el **mal resultado de la subasta de bonos a 10 años alemana** (de los 6.000 millones de euros que inicialmente se esperaban colocar, apenas se realizaron un 66%), lo que demuestra el **riesgo creciente de que la crisis sistémica soberana termine contagiándose a emisores "núcleo"**, hasta ahora fuertes desde el punto de vista financiero. Así, ante un nuevo episodio de deriva soberana y la publicación de unos registros macro en EEUU algo más flojos de lo que estábamos acostumbrados en las últimas sesiones, **los activos de riesgo tuvieron un mal comportamiento generalizado, sin esa dicotomía que veníamos observando en los últimos días entre la renta variable europea y la estadounidense**.

En el plano estrictamente soberano, **las rentabilidades no sólo se incrementaron en la curva Tesoro alemana debido al pésimo resultado de la subasta de ayer, sino que también lo hicieron los rendimientos de las referencias francesas, italianas y holandesas**. En este sentido, **a pesar de las compras del Banco Central Europeo, el 10 años italiano volvió a superar niveles del 7%**. Así, el BCE ha comprado desde comienzos de agosto fundamentalmente bonos españoles e italianos por un importe cercano a los 130.000 millones de euros. Aunque no conocemos la distribución de estas compras, estimamos que dado el tamaño de los respectivos mercados y las necesidades de emisión del periodo, la proporción es aproximadamente 50.000 y 80.000 millones de euros, respectivamente, teniendo en cuenta que puede haber habido compras residuales de bonos portugueses e irlandeses. **Con la dinámica soberana europea siendo la fuente fundamental de riesgo para el mercado**, particularizada en la situación de Italia y, en menor medida, España –no hay que olvidar que el tamaño y endeudamiento español es bastante inferior–, **seguimos pensando que viene siendo prioritaria la adopción de medidas contundentes para frenar este deterioro**, entre las que destacarían la garantía de la refinanciación de la deuda de estos dos países para los próximos 18-24 mes, cuyas necesidades ascienden hasta 800.000 millones de euros. Por tanto, seguimos demandando claridad institucional y puesta en marcha de mecanismos con un mandato e importe claro (ya sea vía EFSF, European Redemption Fund o instrumento similar, pero dotado con una capacidad efectiva sustancial), **que puedan actuar de "escudo" financiero ante la dinámica actual del mercado**.

Batería de cifras macro mixtas en EEUU, que sin embargo no invalidan nuestra previsión de crecimiento del PIB en el último trimestre de 2011 del orden del 2,5% anualizado. En clave de consumo, el **gasto personal** avanzó en el mes de octubre un 0,1% intermensual, dos décimas por debajo de la estimación del consenso. Por la parte de los ingresos, la **renta real disponible** se elevó un 0,3% m/m, la primera lectura positiva desde el mes de junio y el mayor avance desde mayo de 2010. Por tanto, **un comienzo de 4T11 algo más flojo de lo que estimábamos en términos de consumo privado, pero con señales halagüeñas derivadas del rebote de los ingresos, y con un probable impulso de las ventas en el sector de automoción en el último tramo del ejercicio**. Más flojo fue el inicio de trimestre por el lado de la inversión, al retroceder su principal proxy dentro del PIB –los pedidos de bienes de capital sin defensa y aviones– un 1,8% m/m en octubre. Sin embargo, **la elevada volatilidad de esta serie nos impide extrapolar un 4T11 en su conjunto flojo en esta rúbrica, más**

si cabe cuando los bajos niveles de inventarios “garantizarían” un nivel de actividad razonablemente sólido en un contexto de consumo “manteniendo el tipo”.

El debate más reciente en torno a las economías emergentes se centra en la magnitud del enfriamiento que su crecimiento podría experimentar en los trimestres venideros al hilo del *momentum* de desaceleración en que se hallan inmersos los países OCDE, muy ligado a la crisis de deuda soberana en la zona Euro. Por el momento, **las señales contemporáneas convergerían más hacia un proceso de moderación ordenada del crecimiento que hacia uno de aterrizaje brusco**. En este debate, **China acapara todas las miradas**: la **caída del PMI de manufacturas (HSBC)** en noviembre hasta 48,0, el nivel más bajo desde 2009, reaviva la discusión. El **PIB** sorprendió a la baja en **3T11**, creciendo “sólo” un 9,1% interanual, si bien **ahuyentó los fantasmas de un frenazo más acusado de la actividad que se habían instalado en el seno del mercado en fechas previas a su publicación**. La composición del mismo no altera el patrón de crecimiento de los últimos trimestres: **desaceleración pero con una sólida aportación de la demanda interna** al avance del PIB. **La clave desde hace algún tiempo se sitúa en la estrategia de “rebalanceo” hacia un modelo de crecimiento más dependiente de la demanda interna**. Reducir el peso de la inversión en el PIB (45%) y aumentar la capacidad de consumo de las familias (peso: 37% vs 70% en promedio en economías avanzadas), es clave. **A día de hoy, algunos indicadores ya apuntan a un cambio en la dinámica de crecimiento, aunque a un ritmo muy gradual. En el balance de riesgos de China, preocupa la inflación y el crédito**. La primera se encuentra en máximos de los últimos años (actualmente en el 5,5% interanual) mientras que los últimos datos de crédito siguen sin apuntar a un “enfriamiento” sustancial de los ritmos de concesión. **También preocupan ciertas señales de debilidad en el sector financiero**, lo que ha llevado al Gobierno a estabilizar la cotización de los principales bancos. Los principales focos de presión sobre el sector financiero son: (i) el incremento de las tensiones en los mercados financieros a nivel global, (ii) las dudas que suscita el enfriamiento del mercado inmobiliario sobre la capacidad de pago de los gobiernos locales, y (iii) la salida de depósitos minoristas de los bancos hacia otras entidades financieras no sujetas a la regulación del banco central (sistema financiero “en la sombra”). En este entorno, la actividad inmobiliaria podría a empezar a mostrar algunas señales de agotamiento. **La respuesta de la autoridad monetaria, por el momento, sigue** alineada con su estrategia de los últimos meses, **marcada por un sesgo pro growth**. Durante los próximos meses, **podría poner freno al ritmo de subidas en sus tipos de interés** (tipos reales casi negativos), complementándolo con un (todavía) mayor control del ritmo de apreciación de su divisa frente al dólar estadounidense. **El papel de China como potencia económica trae repercusión para otras regiones**, como Latinoamérica. La dependencia de las materias primas en las exportaciones (80% sobre el total) y el creciente peso de China como mercado de destino de las ventas al exterior de LatAm apuntan en esta dirección.

Evolución de los mercados

24 de noviembre de 2011 9:13

	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	Forwards		
						dic-11	mar-12	jun-12
EUR/USD	1,3373	0,07%	-0,73%	-3,94%	0,05%	1,3375	1,3391	1,3404
EUR/GBP	0,8612	0,05%	0,75%	-1,10%	0,46%	0,8612	0,8632	0,8648
EUR/YEN	103,173	-0,22%	-0,54%	-2,64%	-4,93%	103,19	103,01	102,78
EUR/CHF	1,2279	-0,06%	-0,84%	0,15%	-1,63%	1,2281	1,2269	1,2245
GBP/USD	1,5528	0,01%	-1,48%	-2,87%	-0,40%	1,5530	1,5512	1,5500
USD/YEN	77,15	-0,28%	0,19%	1,35%	-4,98%	77,15	76,92	76,68
USD/CHF	0,9182	-0,13%	-0,11%	4,26%	-1,68%	0,9182	0,9162	0,9135
USD/MXN	14,1311	0,15%	3,11%	4,86%	14,42%	14,1305	14,2498	14,3432
USD/ARS	4,259	-0,05%	0,07%	0,54%	7,05%	4,2590	4,9124	5,0980
USD/CLP	524,65	0,00%	2,93%	3,79%	12,10%	524,65	530,67	534,10
USD/BRL	1,8678	0,78%	4,97%	6,17%	12,52%	1,8678	1,9094	1,9396

Materias primas

	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	% 12 Meses
Crudo (Brent)	107,87	0,6%	0,01%	-3,82%	14,39%	25,77%
Índice Commodity Research Bureau (CRB)	306,73	-1,4%	-4,9%	-3,7%	-7,8%	1,5%
Índice Rogers International Commodity	936,10	-1,6%	-5,1%	-1,2%	-8,2%	3,7%
Oro Futuro	1698,20	0,1%	-1,28%	2,83%	19,5%	23,69%

Deuda

	Tipo	Var. p.b.			Acum. Año	Dif Ale	Var. p.b.		
		Día	Sem	Men			Día	Sem	
Alemania	2 años	0,47	2	-19	-40				
	3 años	0,63	3	7	-41				
	5 años	1,18	5	15	-65				
	10 años	2,21	6	32	-75				
	30 años	2,81	6	25	-60				
España	2 años	5,77	-8	28	232	531	-10	26	
	3 años	5,97	-6	35	204	534	-9	28	
	5 años	6,10	-3	25	134	491	-70	-52	
	10 años	6,62	-3	13	107	441	-9	-19	
	30 años	7,11	0	0	81	430	-7	-25	
Italia	2 años	7,11	-1	85	263	665	-3	83	
	3 años	7,29	-7	70	228	666	-11	63	
	5 años	7,20	-3	50	163	602	-8	35	
	10 años	6,92	-5	8	97	470	-12	-24	
	30 años	7,26	2	2	54	180	445	-4	-23
Portugal	2 años	14,62	-1	-257	-330	1036	1416	-3	-258
	3 años	14,24	-73	-122	-302	950	1361	-77	-129
	5 años	13,71	26	9	-149	803	1253	20	-6
	10 años	11,31	4	2	-97	471	910	-3	-30
Reino Unido	2 años	0,48	-1	-2	-11	-62	1	-3	-4
	3 años	0,62	1	-6	-25	-97	-2	-2	-13
	5 años	1,09	2	-4	-34	-112	-10	-3	-20
	10 años	2,17	2	-7	-40	-125	-4	-5	-39
	30 años	3,11	0	-6	-42	-112	30	-6	-31
EEUU*	2 años	0,26	0	0	-2	-33	-20	-2	-2
	5 años	0,88	0	2	-21	-114	-30	-5	-14
	10 años	1,89	0	-8	-35	-143	-32	-6	-40
	30 años	2,85	0	-15	-44	-153	4	-6	-40

Bolsas						
Divisa local		Último	% día	% Sem	% Men	% Ytd
EEUU	Dow Jones	11257,55	-2,05%	-5,44%	-5,51%	-2,76%
	S&P 500	1161,79	-2,21%	-6,07%	-7,37%	-7,62%
	NASDAQ C.	2460,08	-2,43%	-6,80%	-8,87%	-7,27%
Europa	FTSE 100	5139,78	-1,29%	-5,23%	-7,36%	-12,88%
	CAC 40	2851,01	1,01%	-5,29%	-11,47%	-25,07%
	DAX	5513,61	1,02%	-5,75%	-8,95%	-20,26%
	Ibex 35	7791,5	0,67%	-5,79%	-13,01%	-20,97%
	MIB30	14036,42	0,87%	-7,64%	-13,53%	-30,42%
	PSI 20	5238,2	0,17%	-3,72%	-12,35%	-30,97%
	DJ Euro Stoxx 50	2116,12	0,92%	-5,65%	-10,68%	-24,23%
Asia	DJ Stoxx 50	2131,99	0,38%	-5,06%	-7,26%	-17,57%
	Nikkei 225	8165,18	-1,80%	-3,52%	-5,92%	-20,18%
Latam	Hang Seng	17937,17	0,41%	-4,68%	-4,45%	-22,13%
	México Bolsa	35375,61	-1,65%	-5,14%	0,31%	-8,24%
Mundial	Argentina Merval	2410,76	-2,91%	-8,19%	-15,76%	-31,58%
	Chile Select	4016,417	-2,68%	-8,02%	-4,32%	-18,49%
	Brasil Bovespa	54972,08	-1,62%	-6,13%	-3,37%	-20,68%
Mundial	MSCI World	1102,89	-2,16%	-5,14%	-8,99%	-13,84%

Indíces de Renta Fija UEM					
	Último	% día	% Sem	% Men	% Ytd
Citigroup EMU GBI 1 to 3 Year	154,2419	-0,33%	-0,42%	-1,36%	-0,18%
Citigroup EMU GBI 3 to 5 Year	165,0296	-0,68%	-0,80%	-2,31%	-0,63%
Citigroup EMU GBI 5 to 7 Year	170,418	-1,00%	-1,05%	-3,09%	-1,35%
Citigroup EMU GBI 7 to 10 Yea	170,7901	-1,17%	-1,09%	-3,70%	-0,84%

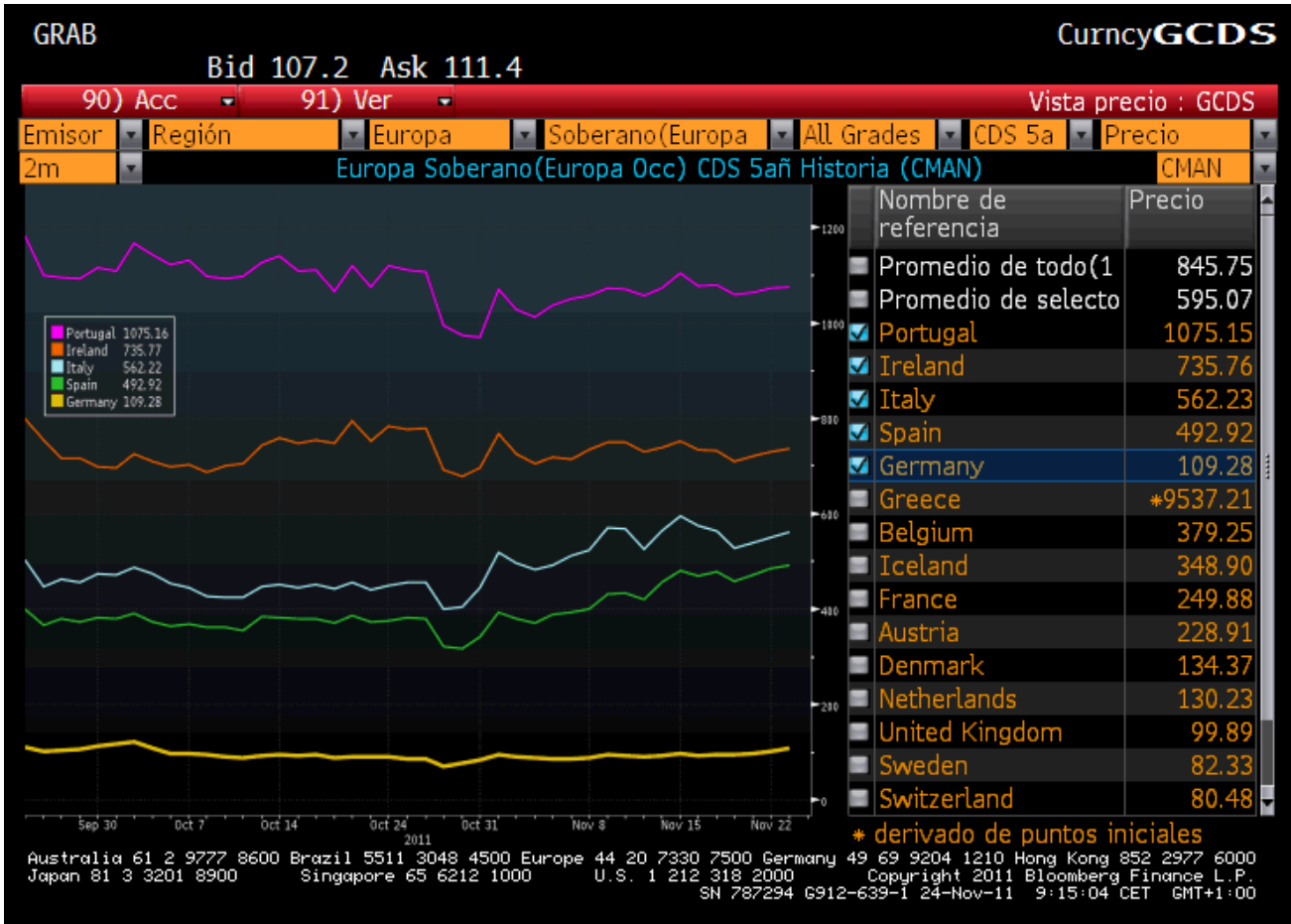
Indíces de Renta Fija EEUU					
	Último	% día	% Sem	% Men	% Ytd
Citigroup US GBI 1 to 3 Year	474,184	0,00%	0,01%	0,09%	1,39%
Citigroup US GBI 3 to 5 Year	687,7423	0,09%	0,12%	0,71%	5,86%
Citigroup US GBI 5 to 7 Year	846,7631	0,22%	0,36%	1,58%	10,38%
Citigroup US GBI 7 to 10 Year	963,5953	0,43%	0,87%	2,71%	15,06%

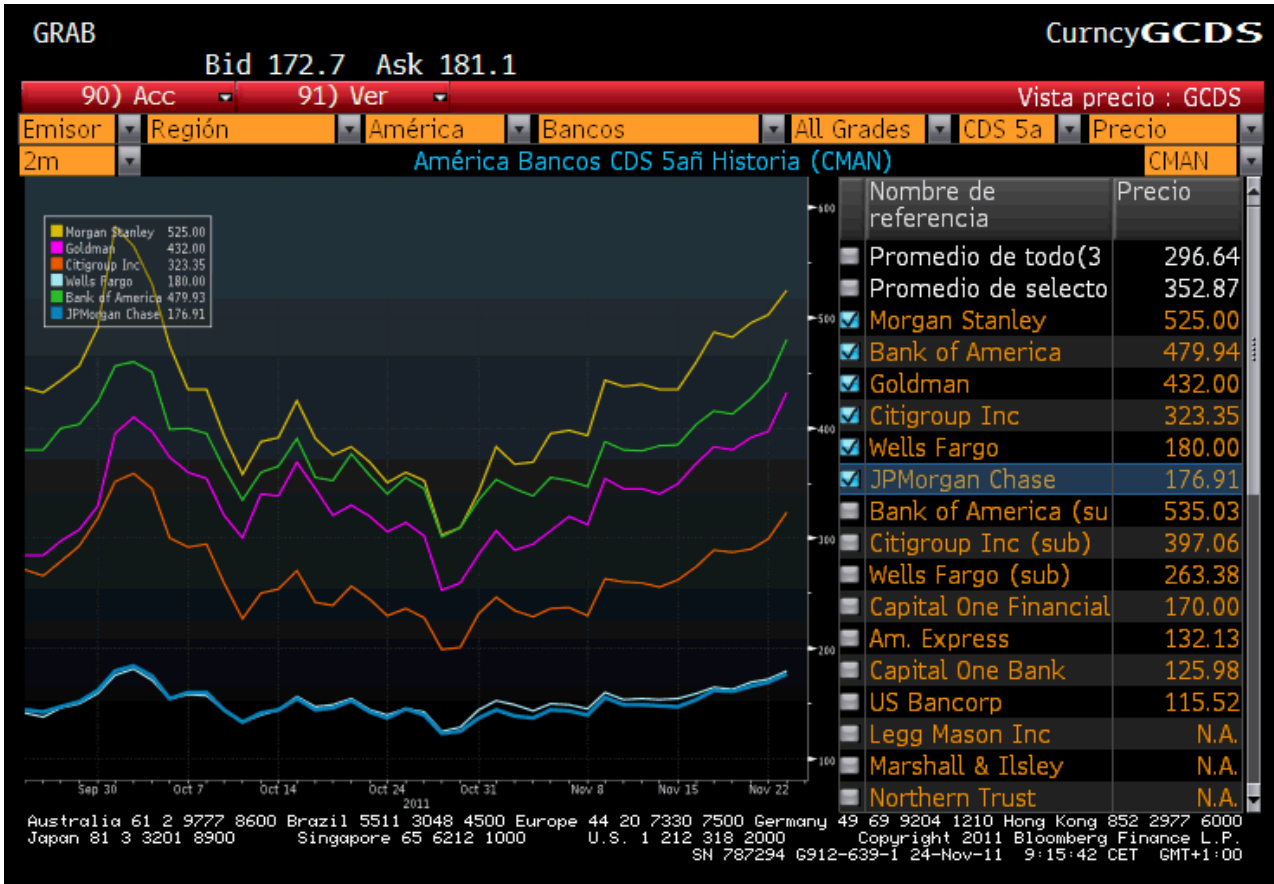
* Datos en capitalización anual
Fuente: Bloomberg

Pendientes						
		Var. p.b.				Acum.
		Hoy	Día	Sem	Men	Año
Alemania	5 - 2 años	72	4	13	5	-26
	10 - 5 años	103	1	17	24	-10
	10 - 2 años	175	4	30	28	-35
España	5 - 2 años	33	5	-4	-42	-98
	10 - 5 años	52	0	-11	-22	-17
	10 - 2 años	85	6	-15	-64	-115
Italia	5 - 2 años	9	-2	-35	-100	-92
	10 - 5 años	-28	-3	-43	-66	-122
	10 - 2 años	-20	-4	-77	-167	-213
Portugal	5 - 2 años	-91	27	266	181	-233
	10 - 5 años	-240	-22	-7	52	-331
	10 - 2 años	-331	5	258	233	-565
Reino Unido	5 - 2 años	61	3	-2	-23	-50
	10 - 5 años	109	0	-3	-6	-13
	10 - 2 años	170	2	-4	-29	-63
EEUU	5 - 2 años	62	0	2	-20	-80
	10 - 5 años	101	0	-9	-14	-29
	10 - 2 años	163	0	-8	-34	-110

Deuda Latam				
	Vencimiento	Divisa	Precio	YTM
Méjico	30/12/2019	USD	145,50	2,002
Brasil	17/01/2017	USD	115,88	2,669
Argentina	17/04/2017	USD	77,09	13,316
Chile	01/06/2015	CLP	113,42	5,063

Indíces de Renta Fija Latam					
	Último	% día	% Sem	% Men	% Ytd
JP Morgan GBI-EM Global Latam Hedged	200,4	-0,11%	-0,27%	0,24%	6,85%
JP Morgan GBI-EM Global Latam Unhedged	297,6	-1,79%	-4,34%	-3,13%	0,26%





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.