

Con la brújula en la mano

- ✓ **Grecia tiene que empezar por un consenso político doméstico** que sea la **llave para lograr otro a nivel institucional europeo**.
- ✓ **La esfera soberana en Europa no termina de arrojar novedades mínimamente convincentes. No obstante, el apetito por la deuda española sigue siendo elevado**, como demostró el resultado de la subasta de Letras del Tesoro ayer celebrada.

Con **mucho componente de rebote técnico, y sin apenas base fundamental, la mayoría de activos invirtió en la sesión de ayer la dinámica de las precedentes**: ligeras ganancias en las bolsas europeas, repunte en las rentabilidades de la deuda *core* y estrechamiento de los diferenciales "periféricos". **En el caso de España**, el diferencial a 10 años frente al Tesoro alemán vuelve a ceder hasta la zona de 240 pb, apoyado por el **buen tono de la subasta de letras a 3 y 6 meses celebrada**. Se adjudicaron 2.299 millones de euros, importe muy superior al de la subasta anterior al mismo plazo y sólo ligeramente inferior al rango máximo objetivo (2.500 mill.euros). El ratio de cobertura fue muy sólido –superior a las 5 veces–, con una demanda un 26% superior a la previa. Y por lo que respecta al coste, el 3 meses se adjudicó a Eonia+27 (más bajo de lo esperado) y el 6m a Eonia+50 pb, niveles razonables en el contexto actual. Pero **más allá de esto, el resto de noticias soberanas no han sido especialmente favorables. En el frente griego, la negativa del líder del principal partido de la oposición a apoyar la puesta en marcha de un nuevo plan de ajuste fiscal ha vuelto a avivar la incertidumbre** sobre la situación del país heleno. Y es que, aunque no es contrario a la idea de iniciar un programa de privatizaciones, se muestra partidario de la puesta en marcha de medidas de estímulo para devolver el crecimiento a la economía, una posición opuesta a las tesis que manejan en la actualidad la UE, el BCE y el FMI, partidarios de incrementar la presión en materia de ajuste del gasto. Si bien no es indispensable para su aprobación, las autoridades europeas siempre han insistido en la importancia de realizar grandes acuerdos de Estado a la hora de aprobar nuevas medidas económicas, ante el temor de que en el caso de elecciones cambie el partido gobernante y reniegue de los acuerdos alcanzados. Este nuevo plan de ajuste fiscal resulta indispensable a la hora de que las autoridades europeas den luz verde a la entrega de 12.000 millones de euros correspondientes al actual plan de ayuda en junio, así como nuevos fondos para cubrir el déficit de financiación de los próximos años (cifrado en torno a los 60.000 millones de euros).

Las agencias de calificación crediticia también han puesto de su parte a la hora de incrementar la percepción de riesgo soberano. Si el lunes Fitch rebajaba la perspectiva de la **deuda belga** (AA+) de estable a negativa, debido a la ausencia de un acuerdo de Gobierno entre los principales partidos políticos, y S&P hacía lo propio con la **deuda italiana** (A+), por el estancamiento de los planes de reducción de deuda pública, ayer Moody's advertía de que el impago griego arrastraría al resto de estados de europeos, pudiendo implicar un recorte *rating* de **Portugal e Irlanda** hasta nivel de bono "basura", aunque matizó que en los casos de España, Bélgica e Italia las consecuencias serían menos graves. Adicionalmente, **algunas entidades financieras se han situado también en el disparadero de las agencias de calificación crediticia**. Así, cinco bancos griegos (National Bank of Greece, EFG Eurobank, Ergasias, Alpha Bank, Piraeus Bank y Agricultural Bank of Greece) han visto rebajado su *rating* debido a los temores sobre la situación soberana de Grecia. Por su parte, S&P rebajó la perspectiva de estable a negativa de cuatro bancos italianos (Mediobanca, Banca Nazionale del Lavoro, Findomestic Banca e Intesa Sanpaolo), mientras que Moody's hizo lo propio con catorce entidades del Reino Unido, por lo que alguna de las mismas podrían enfrentarse a recortes de *rating* en un periodo aproximado de tres meses.

El dinamismo en materia de actividad económica que registró el “núcleo” de la zona Euro en 1T11 no encontraría extensión en el período abril-junio, si bien hay señales que todavía muestran un tono más que razonable en el contexto en que se están moviendo. Lo más positivo del **desglose del PIB del 1T11 en Alemania (+1,5 intertrimestral)** es que **la contribución por componentes** (demanda doméstica y exterior) **es mucho más equilibrada**, con un importante protagonismo de la inversión en el crecimiento contemporáneo. Por tanto, ya no es sólo el comercio exterior el que soporta el crecimiento germano, **algo de suma importancia ante los desafíos que particularmente debe afrontar Europa a corto y medio plazo.** La robustez del mercado laboral, en conjunción con el repunte de la propensión a contratar empleados por parte de las empresas teutonas, constituye una señal cuando menos tranquilizadora de cara al afianzamiento de la economía alemana en coordenadas de crecimiento sólido, **lo que no es óbice para que a partir del 2T11 se produzca una moderación, que estaría vinculada al sector exterior y a la desaparición del efecto rebote que tuvo lugar en 1T11** debido al clima adverso acaecido en el último tramo de 2010. Precisamente, **sería el tono más saludable de los fundamentos domésticos el factor explicativo del comportamiento muy aceptable del sentimiento empresarial alemán, medido por el índice IFO, en el mes de mayo.** El mantenimiento del índice en niveles históricamente altos (114,2) explicaría como las perspectivas en clara mejoría para la demanda interna que maneja el tejido empresarial germano estarían actuando de escudo protector frente a la fortaleza del euro, el encarecimiento del precio de los insumos vía materias primas o varios indicadores a nivel global que señalarían que el *momentum* de crecimiento se estaría desacelerando en cierta medida, circunstancia esta última muy vinculada a Japón.

Pero no es oro todo lo que reluce en Alemania; por lo menos esa es la conclusión a la que ha llegado su Comité de Estabilidad, al concluir que cuatro *länder* alemanes (Bremen, Berlín, Saarland y Schleswig Holstein) **se encuentran en riesgo fiscal** y sus presupuestos podrían declararse inconstitucionales a partir de 2020, cuando por ley se exija presupuestos equilibrados. El Comité de Estabilidad vigila las siguientes variables de cada Estado federal: balanza fiscal ajustada al ciclo (excluyendo, por ejemplo los ingresos extraordinarios), déficit público, ratio de pagos de intereses en relación a los ingresos fiscales, así como el total de deuda sobre el PIB regional. Estos cuatro Estados estarán bajo vigilancia presupuestaria los cinco próximos años. Salvando las distancias, lo que subyace es que, al igual que en la zona Euro, existen una serie de Estados federales dependientes de las transferencias fiscales para ajustar su presupuesto, transferencias que están condicionadas por el cumplimiento de una serie de objetivos fiscales.

En la **vertiente macro estadounidense, el índice de confianza manufacturera de la Fed de Richmond**, el tercero que se publica en el mes de mayo -después de los de Nueva York y Filadelfia- siguió la estela de sus predecesores, con una **cesión sensible** en el índice general (de 16 puntos, hasta niveles de -6, el más bajo desde abril de 2009), pero **matizada por la fortaleza del componente de empleo.** Poniendo encima de la mesa los tres últimos indicadores de confianza manufacturera que se han publicado hasta la fecha en EEUU, **parece inevitable que el ISM de manufacturaras se aleje con cierta claridad de la cota de los 60 puntos en mayo, aunque la percepción de riesgo de *double dip* asociada a este movimiento sería sensiblemente inferior de la que se extendió por el mercado hace justo un año por estas fechas.** Dos diferencias importantes al respecto: (i) el “efecto Japón”, que debería revertir a corto plazo e impulsar la actividad de forma global, y (ii) los fundamentos del proceso de recuperación, que se encuentran en una fase más madura. Por ello, **nos parecen insuficientes estas señales de moderación recientes para que la Reserva Federal pudiera plantearse a corto plazo el lanzamiento de un tercer programa de compra de activos (QE3).** Hasta el momento, pensamos que el banco central estadounidense ha sabido gestionar de forma correcta sus herramientas de política monetaria. En primer lugar, apurando el margen de la política monetaria convencional (bajando los tipos de interés nominales a mínimos), y en segundo, generando inflación a través de la vía más heterodoxa, creando

así un marco propicio para el crecimiento al situar los tipos reales en mínimos de hace más de 30 años. Pero el consumidor no es precisamente inmune a esta política reflacionista, y la Fed no parece dispuesta a generar más presión por este lado de tal forma que siga erosionándose poder adquisitivo. Por ello, a fecha de hoy parece improbable que presenciemos una tercera ronda de “generosidad” por parte de la autoridad monetaria norteamericana.

La **desaceleración esperada en clave de actividad para las economías avanzadas en 2T11 por la crisis de Japón impactará en cierto grado, y de forma transitoria, en las economías emergentes**, pero a partir del 3T11 esperamos una recuperación de la misma, para un conjunto del año que volvería a saldarse con un crecimiento promedio que volverá a teñirse de solidez. **La desaceleración y la caída de las materias primas podría frenar la intensidad en el ritmo de subidas de tipos de interés de los bancos centrales.** Esperamos subidas de tipos moderadas en lo que resta de año y en especial en aquellas economías en donde existen mayores señales de sobrecalentamiento. **En materia de activos**, y empezando por divisas, el enésimo episodio de estrés en la “periferia” de la zona Euro y la relajación de las expectativas de tipos en esta región, ha impulsado a lo largo de las últimas semanas la apreciación de las divisas emergentes frente al euro. Por el contrario, las divisas con mayor vinculación a *commodities* se deprecian frente al dólar. **Seguimos manejando buenas perspectivas para las divisas asiáticas, el rublo ruso y el zloty polaco**, aunque en un entorno no exento de riesgos. **En el activo renta fija**, los emergentes con peor calidad crediticia han sufrido el contagio de la situación de estrés en la UEM. **La corrección de *spreads* en emergentes *core* limita las oportunidades de compra en moneda fuerte. En divisa local, buscamos *yield* y potencial apreciación cambiaria: Asia es la región que se halla en mejor posición bajo ambos criterios.** Por último, hemos asistido a caídas de las bolsas emergentes en semanas recientes al hilo de la pérdida de dinamismo de la economía mundial y de la corrección de las materias primas. Las valoraciones salen de zona “sobrecalentada”, pero a más corto plazo tienen recorrido para ajustarse a la baja, sobre todo en aquellas regiones que cotizan con un PER por encima de la media y su ratio de revisiones de beneficios no acompaña (India, México, Taiwan y China). **En Rusia, Corea y Tailandia, las valoraciones deberían empezar a dar soporte a los índices en un contexto más favorable para estos índices en revisiones de beneficios. En cualquier caso, los fundamentos estructurales de mercados como China, India o Brasil siguen justificando un posicionamiento estratégico y consistente en los mismos.**

Evolución de los mercados

24 de mayo de 2011 19:21

Tipos de cambio

	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	Forwards		
						jun-11	sep-11	dic-11
EUR/USD	1,4096	0,05%	-1,15%	-3,28%	5,46%	1,4097	1,4053	1,4010
EUR/GBP	0,8711	0,02%	-1,19%	-1,42%	1,61%	0,8712	0,8697	0,8682
EUR/YEN	115,432	-0,17%	-0,66%	-3,30%	6,37%	115,44	115,02	114,58
EUR/CHF	1,2392	0,11%	-1,25%	-3,51%	-0,73%	1,2393	1,2346	1,2299
GBP/USD	1,6182	0,02%	0,04%	-1,89%	3,79%	1,6182	1,6159	1,6137
USD/YEN	81,89	-0,22%	0,49%	-0,02%	0,86%	81,89	81,85	81,78
USD/CHF	0,8791	0,06%	-0,10%	-0,24%	-5,87%	0,8791	0,8785	0,8778
USD/MXN	11,7006	-0,02%	-0,14%	0,66%	-5,26%	11,7006	11,8237	11,9321
USD/ARS	4,0878	-0,01%	0,00%	0,23%	2,74%	4,0878	4,1915	4,3219
USD/CLP	471,76	-0,06%	0,39%	0,91%	0,80%	471,76	477,72	482,08
USD/BRL	1,6274	-0,03%	0,92%	3,50%	-1,96%	1,6274	1,6641	1,6939

Materias primas

	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	% 12 Meses
Crudo (Brent)	111,51	1,3%	0,60%	-10,22%	18,25%	59,00%
Índice Commodity Research Bureau (CRB)	338,53	0,5%	0,6%	-7,9%	1,7%	34,4%
Índice Rogers International Commodity	1050,18	-1,5%	0,8%	-8,6%	3,0%	37,6%
Oro Futuro	1522,60	0,5%	2,88%	1,29%	7,1%	27,52%

Deuda

	Tipo	Día	Var. p.b.			Acum. Año	Dif Ale	Var. p.b.	
			Sem	Men	Día			Sem	
Alemania	2 años	1,71	1	-9	-5	84			
	3 años	1,87	3	-7	-16	83			
	5 años	2,38	3	-8	-26	54			
	10 años	3,07	6	-2	-19	11			
	30 años	3,58	5	-3	-19	16			
España	2 años	3,65	-5	26	13	19	194	-7	35
	3 años	4,25	-10	30	17	32	237	-12	37
	5 años	4,78	-6	23	4	2	240	-4	35
	10 años	5,47	-4	16	0	2	240	-10	18
	30 años	6,02	-3	10	1	7	245	-7	13
Italia	2 años	3,03	-4	12	-5	16	133	-5	21
	3 años	3,47	-3	13	0	16	160	-6	20
	5 años	3,99	-2	11	-3	10	161	-5	19
	10 años	4,78	-2	18	3	-3	172	-8	20
	30 años	5,55	-3	7	-4	9	197	-7	10
Portugal	2 años	11,39	8	92	-7	713	969	7	101
	3 años	11,81	27	88	64	707	994	24	95
	5 años	11,68	5	66	19	599	930	2	74
	10 años	9,76	11	75	26	316	669	5	78
Reino Unido	2 años	0,94	1	-4	-18	-16	-76	-1	4
	3 años	1,37	1	-4	-23	-21	-50	-1	3
	5 años	2,01	2	-4	-24	-20	-37	-1	3
	10 años	3,37	4	-3	-19	-6	30	-2	0
	30 años	4,23	1	-2	-7	0	65	-3	1
EEUU*	2 años	0,51	-1	-1	-14	-8	-119	-3	8
	5 años	1,80	1	0	-32	-22	-58	-3	8
	10 años	3,15	0	1	-27	-17	8	-6	4
	30 años	4,30	-1	3	-21	-8	72	-6	6

Bolsas

Divisa local

		Último	% día	% Sem	% Men	% Ytd
EEUU	<i>Dow Jones</i>	12357,46	-0,19%	-0,98%	-1,19%	6,74%
	<i>S&P 500</i>	1315,57	-0,14%	-1,01%	-1,63%	4,61%
	<i>NASDAQ C.</i>	2747,64	-0,41%	-1,28%	-2,57%	3,57%
Europa	<i>FTSE 100</i>	5858,41	0,39%	-0,04%	-2,66%	-0,70%
	<i>CAC 40</i>	3916,88	0,25%	-0,63%	-2,61%	2,95%
	<i>DAX</i>	7150,66	0,41%	-1,46%	-1,99%	3,42%
	<i>Ibex 35</i>	10115,9	0,33%	-1,85%	-4,42%	2,60%
	<i>MB30</i>	20582,15	0,24%	-3,86%	-5,63%	2,03%
	<i>PSI 20</i>	7595,32	-0,07%	-1,75%	-0,03%	0,09%
	<i>DJ Euro Stoxx 50</i>	2801,27	0,25%	-1,70%	-4,60%	0,30%
Asia	<i>Nikkei 225</i>	9477,17	0,17%	-0,94%	-2,01%	-7,35%
	<i>Hang Seng</i>	22730,78	0,09%	-0,74%	-5,83%	-1,32%
Latam	<i>México Bolsa</i>	35333,37	0,34%	1,48%	-4,03%	-8,35%
	<i>Argentina Merval</i>	3312,36	-0,32%	-1,57%	-2,98%	-5,99%
	<i>Chile Select</i>	4794,833	-0,07%	-1,20%	1,19%	-2,69%
	<i>Brasil Bovespa</i>	62945,27	0,96%	-1,14%	-6,13%	-9,18%
Mundial	<i>MSCI World</i>	1313,69	-1,72%	-1,18%	-3,48%	2,63%

Indices de Renta Fija UEM

	Último	% día	% Sem	% Men	% Ytd
<i>Citigroup EMU GBI 1 to 3 Year</i>	154,3846	0,04%	-0,01%	0,28%	-0,09%
<i>Citigroup EMU GBI 3 to 5 Year</i>	165,2239	0,08%	-0,02%	0,71%	-0,51%
<i>Citigroup EMU GBI 5 to 7 Year</i>	172,5891	0,11%	-0,02%	1,10%	-0,10%
<i>Citigroup EMU GBI 7 to 10 Yea.</i>	172,9474	0,00%	-0,16%	1,24%	0,41%

Indices de Renta Fija EEUU

	Último	% día	% Sem	% Men	% Ytd
<i>Citigroup US GBI 1 to 3 Year</i>	470,6162	0,00%	0,01%	0,36%	0,63%
<i>Citigroup US GBI 3 to 5 Year</i>	662,2118	0,05%	0,10%	1,42%	1,93%
<i>Citigroup US GBI 5 to 7 Year</i>	789,1155	0,12%	0,17%	2,19%	2,86%
<i>Citigroup US GBI 7 to 10 Year</i>	863,3833	0,19%	0,24%	2,78%	3,10%

* Datos en capitalización anual

Fuente: Bloomberg

Pendientes

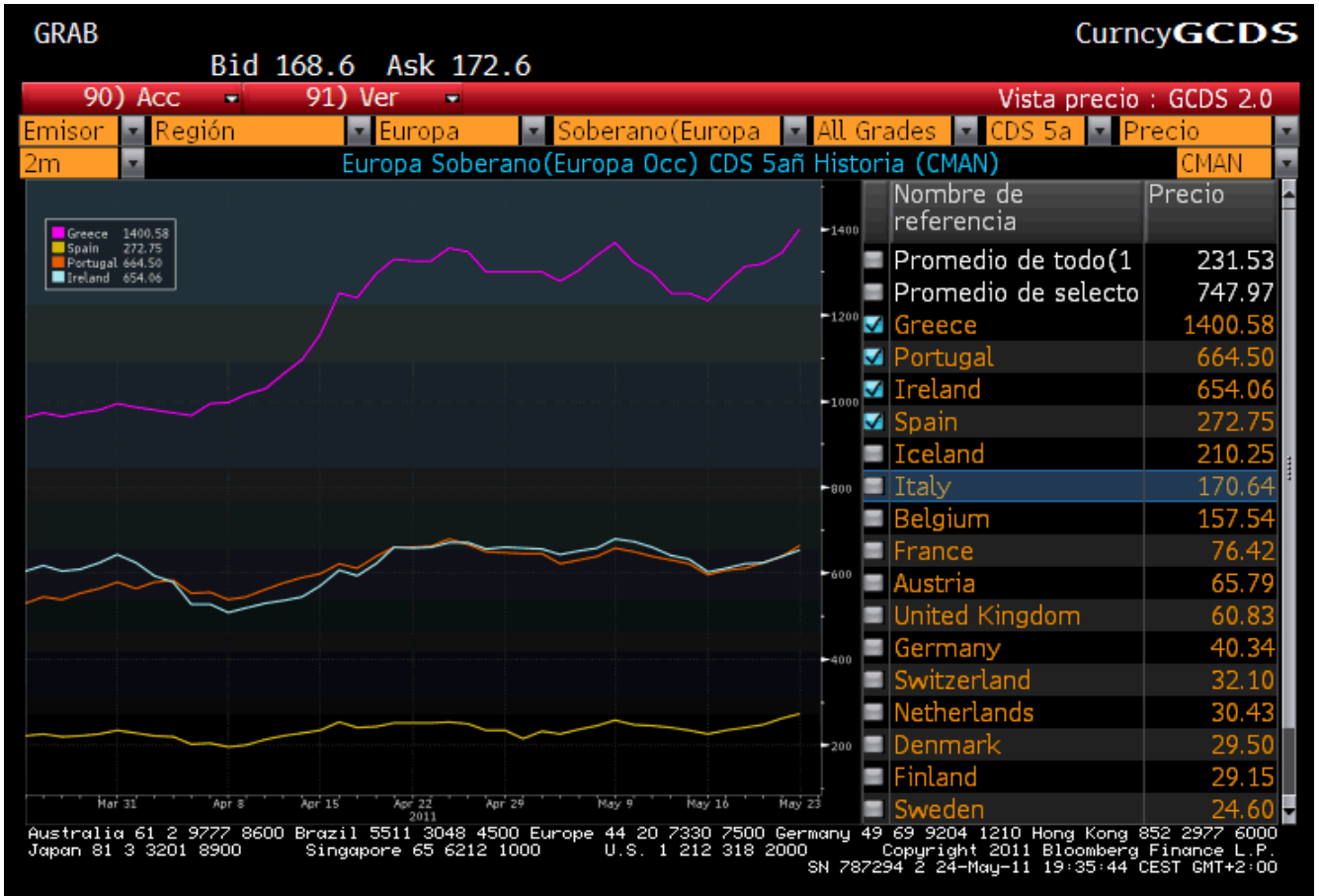
		Hoy	Var. p.b.			Acum.
			Día	Sem	Men	
Alemania	<i>5 - 2 años</i>	67	2	1	-21	-30
	<i>10 - 5 años</i>	69	2	5	7	-43
	<i>10 - 2 años</i>	136	4	6	-14	-74
España	<i>5 - 2 años</i>	113	-1	-3	-9	-17
	<i>10 - 5 años</i>	69	2	-7	-5	0
	<i>10 - 2 años</i>	182	1	-10	-14	-18
Italia	<i>5 - 2 años</i>	95	1	-1	2	-5
	<i>10 - 5 años</i>	80	0	6	5	-13
	<i>10 - 2 años</i>	175	1	6	7	-19
Portugal	<i>5 - 2 años</i>	29	-3	-26	26	-114
	<i>10 - 5 años</i>	-192	6	9	7	-284
	<i>10 - 2 años</i>	-163	3	-17	33	-397
Reino Unido	<i>5 - 2 años</i>	107	2	0	-6	-4
	<i>10 - 5 años</i>	136	1	2	5	14
	<i>10 - 2 años</i>	242	3	2	-1	10
EEUU	<i>5 - 2 años</i>	128	2	1	-18	-14
	<i>10 - 5 años</i>	136	-1	1	5	5
	<i>10 - 2 años</i>	264	1	2	-13	-9

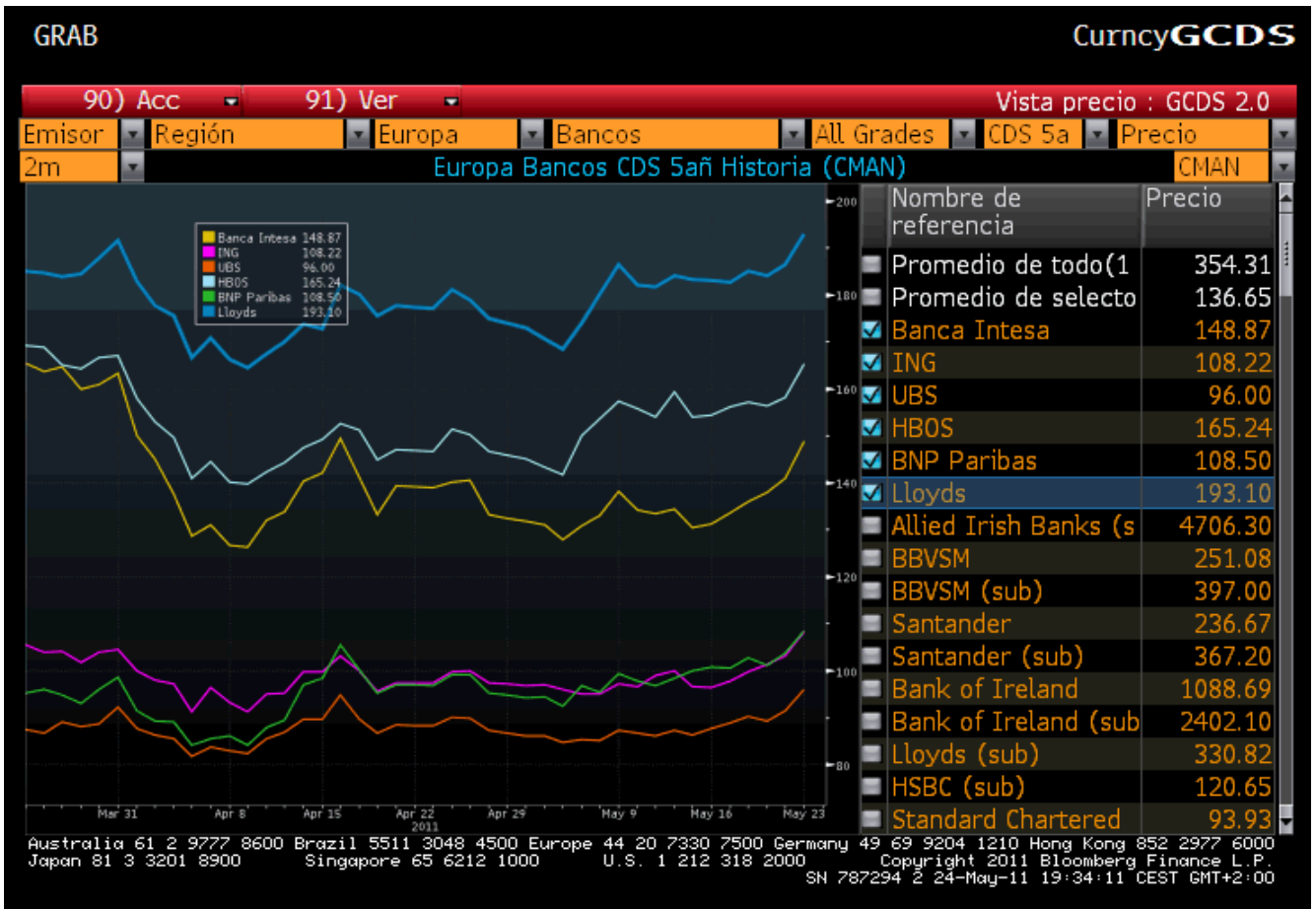
Deuda Latam

	Vencimiento	Divisa	Precio	YTM
Méjico	30/12/2019	USD	135,00	3,226
Brasil	17/01/2017	USD	115,45	2,974
Argentina	17/04/2017	USD	90,98	9,190
Chile	01/06/2015	CLP	110,38	6,179

Indices de Renta Fija Latam

	Último	% día	% Sem	% Men	% Ytd
<i>JP Morgan GBI-EM Global Latam Hedged</i>	190,1	-0,07%	0,23%	1,52%	1,36%
<i>JP Morgan GBI-EM Global Latam Unhedged</i>	314,7	-0,82%	-0,15%	-1,36%	6,04%





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.