

## Espaldarazo monetario

- Los bancos centrales, de manera más generalizada, continúan configurando un **entorno de liquidez más generoso que históricamente ha sido propicio para los activos de riesgo**.
- El sesgo más acomodaticio de **la Fed no altera nuestras perspectivas de apreciación de fondo del dólar frente al euro**.
- La ecuación de **sostenibilidad de la deuda en Portugal** no es precisamente sencilla.

El **tono más dovish** del comunicado y previsiones relativas a la senda de tipos de interés más probable que arrojó la reunión **de la Reserva Federal** del miércoles fue **bien digerido por los activos de riesgo en general**, siendo las plazas europeas las que recogieron el testigo en ese sentido de las estadounidenses y emergentes. No hubo continuidad en la senda de ganancias en **EEUU** en la sesión de ayer, en un mercado que prestó más atención a un dato del sector residencial americano flojo (las ventas de viviendas unifamiliares nuevas retrocedieron un 2,2% intermensual en diciembre) que al **predominio de sorpresas positivas** un día más: **índice de indicadores adelantados** en máximos de los últimos cinco meses, fuerte repunte del **índice de actividad nacional de Chicago** en diciembre (desde -0,46 hasta -0,17) ó el sólido avance de los **pedidos de bienes duraderos** en diciembre (sin el componente de defensa y aviones, *proxy* de la inversión dentro del PIB, un 2,9% m/m). **El colofón de la semana vendrá hoy de la mano de la publicación del avance del crecimiento PIB 4T11**, donde las estimaciones se sitúan en el entorno del 3,0% anualizado. Al margen de EEUU, **la moderación del mensaje de política monetaria en las economías emergentes empieza a calar**. Las actas de la última reunión del **Banco de Brasil** indicaron que la tasa Selic podría caer a niveles de un solo dígito. **En conclusión, entorno de condiciones monetarias, por el lado de los tipos de interés, más expansivo, que históricamente ha otorgado soporte a los activos de riesgo**.

La **nueva estrategia de comunicación de la Fed podría incrementar la presión bajista sobre el dólar en el corto plazo**. Y es que el anuncio de la extensión del período de tipos de interés bajos hasta finales de 2014 ha provocado un cambio de expectativas en los agentes económicos, que se ha traducido en el mercado cambiario en la depreciación de la divisa estadounidense a lo largo de los últimos días. **No obstante, el mensaje de la autoridad monetaria no altera nuestras perspectivas sobre el cruce EUR/USD a medio plazo**. Así, aunque el comunicado de la Fed fue algo más *dovish* de lo esperado, no nos parece que quede reflejado un cambio fundamental en su política monetaria. De hecho, nadie en su sano juicio esperaba que la autoridad monetaria hubiese lanzado un mensaje de tensionamiento en la pasada reunión. Además, a pesar del peso que tiene el mensaje de la Fed, hay que recordar que de momento se trata de una orientación que podría cambiar si el crecimiento y la inflación ganan mayor tracción de lo esperado por la propia Fed. Adicionalmente, no hay que olvidar que si la autoridad monetaria estadounidense no ha cambiado su sesgo tras los buenos registros macro publicados en los últimos meses, dudamos que el Banco Central Europeo vaya a dar el primer paso en cambiar su sesgo acomodaticio, a pesar de la mejora observada en los indicadores europeos, en un entorno *cuasi* recesivo. Asimismo, cabe recordar que todavía queda pendiente una inyección masiva de liquidez (LTRO) a 3 años por parte del BCE, que debería contribuir a relajar aún más las condiciones monetarias de la zona Euro, facilitando la depreciación de la divisa europea. Por último, no podemos olvidar la incertidumbre que continúa pesando sobre la situación institucional en la zona Euro. Por tanto, **a pesar de que en el corto plazo la moneda americana podría continuar depreciándose, en el más largo plazo existen elementos de suficiente peso (diferencial de crecimiento y diferencial de tipos de interés) que deberían continuar apoyando el comportamiento del dólar**.

Aunque el desarrollo de las negociaciones en torno a la participación del sector privado en la reestructuración de la deuda griega deja poco margen para mirar hacia otro lado dentro de la periferia europea, **no conviene perder de vista a Portugal. Y es que existen serias dudas acerca de la capacidad de la economía lusa para estabilizar, en los próximos años, el ratio de deuda pública sobre PIB.** Un factor que sí recoge el incremento, en las últimas sesiones, de la probabilidad de *default* implícita en la curva portuguesa, resultado del fuerte repunte de la curva en lo que llevamos de año, más intenso en el tramo corto (2 años). **A la hora de analizar la capacidad de un soberano para estabilizar su deuda (en % del PIB), hay que tener en cuenta tres variables: coste de financiación, capacidad para generar superávit primarios, y crecimiento del PIB.** La deriva al alza en la primera variable durante los primeros meses de 2011 fue uno de los detonantes clave de la activación de la línea de asistencia financiera a Portugal, que ha facilitado, desde entonces, el *roll over* de vencimientos con un coste muy inferior (menos del 5%) al que resultaría de obtener fondos en el mercado. Las dudas estriban en la capacidad del Tesoro para financiarse a costes relativamente reducidos cuando finalice el apoyo institucional. Y es que, a partir de 2013, y hasta junio de 2014, el Gobierno tendrá que refinanciar casi 30 mil millones de euros acudiendo a mercado (un 20% del PIB), algo más de la mitad en plazos superiores al año. Con una curva de tipos que cotiza por encima del 10% a todos los plazos, resulta complicado, en el momento actual, asumir estabilidad en la carga financiera de la deuda (próxima al 5% del PIB) a partir del próximo año. La evolución más probable para el resto de variables clave de la ecuación de sostenibilidad tampoco facilita una contención de la ratio. **Asumiendo que la carga financiera del Gobierno se mantiene en el 5% del PIB, Portugal necesitaría, a partir de 2013, tasas de crecimiento nominal del PIB del orden del 3% y superávit primarios del 2% para estabilizar su ratio de deuda, que tocaría un techo en 2013 en el 115%. Un escenario poco probable y que deja a la negociación de nuevas líneas de asistencia financiera como alternativa más probable a corto plazo.**

**Evolución de los mercados**

27 de enero de 2012 9:01

**Tipos de cambio**

	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	Forwards		
						mar-12	jun-12	sep-12
EUR/USD	1,3091	-0,43%	1,24%	0,13%	1,01%	1,3092	1,3097	1,3105
EUR/GBP	0,8346	-0,29%	0,30%	-0,02%	-0,13%	0,8349	0,8360	0,8373
EUR/YEN	100,853	-0,97%	1,33%	-0,89%	1,08%	100,83	100,75	100,68
EUR/CHF	1,2066	-0,01%	-0,14%	-1,17%	-0,82%	1,2061	1,2047	1,2035
GBP/USD	1,5686	-0,14%	0,93%	0,15%	1,14%	1,5681	1,5666	1,5651
USD/YEN	77,04	-0,54%	0,09%	-1,02%	0,06%	77,02	76,93	76,83
USD/CHF	0,9217	0,42%	-1,36%	-1,30%	-1,81%	0,9213	0,9198	0,9183
USD/MXN	13,0358	0,76%	-1,25%	-7,15%	-6,42%	13,0810	13,1861	13,2983
USD/ARS	4,3355	-0,01%	0,27%	0,91%	0,70%	4,3926	4,5426	4,7335
USD/CLP	487,15	-0,02%	-1,09%	-6,59%	-6,23%	489,56	493,73	497,42
USD/BRL	1,7393	-0,09%	-1,03%	-6,49%	-6,65%	1,7566	1,7864	1,8167

**Materias primas**

	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	% 12 Meses
Crudo (Brent)	109,82	-0,4%	0,17%	0,00%	0,00%	13,77%
Índice Commodity Research Bureau (CRB)	317,42	0,3%	1,8%	3,0%	4,0%	-4,2%
Índice Rogers International Commodity	987,55	0,7%	2,1%	4,9%	4,5%	-3,6%
Oro Futuro	1717,40	-0,5%	3,21%	7,73%	9,6%	30,26%

**Deuda**

	Tipo	Día	Var. p.b.		Acum. Año	Dif Ale	Var. p.b.		
			Sem	Men			Día	Sem	
Alemania	2 años	0,16	-1	-4	0	2			
	3 años	0,36	-2	-8	5	8			
	5 años	0,79	-3	-10	-5	3			
	10 años	1,85	-2	-8	-7	2			
	30 años	2,54	-1	-1	11	17			
España	2 años	2,66	1	-66	-97	-64	250	2	-62
	3 años	3,06	2	-52	-68	-38	270	3	-45
	5 años	3,69	2	-43	-89	-45	290	64	26
	10 años	5,21	0	-28	-13	12	335	2	-20
	30 años	6,03	0	-16	-12	15	349	1	-15
Italia	2 años	3,67	8	-18	-140	-145	351	9	-14
	3 años	4,34	0	-30	-160	-148	398	2	-23
	5 años	4,88	-2	-30	-146	-132	409	1	-20
	10 años	6,05	0	-20	-95	-106	420	2	-12
	30 años	6,63	0	-26	-19	-19	409	0	-25
Portugal	2 años	16,54	47	127	114	48	1638	48	132
	3 años	20,08	-28	80	243	272	1972	-27	88
	5 años	19,53	7	118	378	375	1874	10	128
	10 años	14,88	8	26	174	152	1302	9	33
Reino Unido	2 años	0,37	-1	-4	3	4	20	0	0
	3 años	0,49	-1	-4	-4	0	13	1	3
	5 años	1,04	-1	-3	-6	-1	25	2	7
	10 años	2,09	-1	-4	4	10	23	0	4
	30 años	3,12	-1	-2	0	4	58	-1	-1
EEUU*	2 años	0,21	0	-3	-8	-3	5	1	1
	5 años	0,77	0	-12	-20	-6	-2	2	-2
	10 años	1,94	0	-9	-7	6	9	2	-2
	30 años	3,12	1	0	7	21	58	1	1

Bolsas						
Divisa local						
		Último	% dia	% Sem	% Men	% Ytd
EEUU	Dow Jones	12734,63	-0,18%	0,88%	3,61%	4,23%
	S&P 500	1318,43	-0,57%	0,30%	4,19%	4,84%
	NASDAQ C.	2805,28	-0,46%	0,61%	6,86%	7,68%
Europa	FTSE 100	5795,2	1,26%	1,16%	5,12%	4,00%
	CAC 40	3342,74	-0,61%	0,64%	7,72%	5,79%
	DAX	6507,04	-0,50%	1,60%	10,48%	10,32%
	Ibex 35	8670,9	-0,49%	1,27%	1,66%	1,22%
	MI30	16111,04	1,71%	3,06%	7,95%	6,77%
	PSI 20	5481,25	0,96%	-0,09%	0,36%	-0,24%
	DJ Euro Stoxx 50	2448,41	-0,49%	0,88%	6,90%	5,69%
Asia	DJ Stoxx 50	2448,09	-0,22%	0,01%	4,43%	3,32%
	Nikkei 225	8841,22	-0,09%	0,85%	4,75%	4,56%
	Hang Seng	20483,02	0,21%	4,36%	9,95%	11,11%
Latam	México Bolsa	37240,78	0,08%	-1,17%	0,40%	0,44%
	Argentina Merval	2908,7	-0,21%	0,92%	18,37%	18,11%
	Chile Select	4218,789	-0,02%	-1,17%	0,74%	0,99%
	Brasil Bovespa	62953,06	0,75%	1,99%	8,53%	10,92%
Mundial	MSCI World	1250,63	0,59%	1,21%	5,66%	5,75%

Indices de Renta Fija UEM					
	Último	% dia	% Sem	% Men	% Ytd
Citigroup EMU GBI 1 to 3 Year	159,5843	0,05%	0,34%	1,02%	0,86%
Citigroup EMU GBI 3 to 5 Year	173,668	0,27%	0,60%	1,62%	1,23%
Citigroup EMU GBI 5 to 7 Year	181,4342	0,52%	0,87%	2,17%	1,65%
Citigroup EMU GBI 7 to 10 Year	182,4655	0,71%	0,90%	2,25%	1,91%

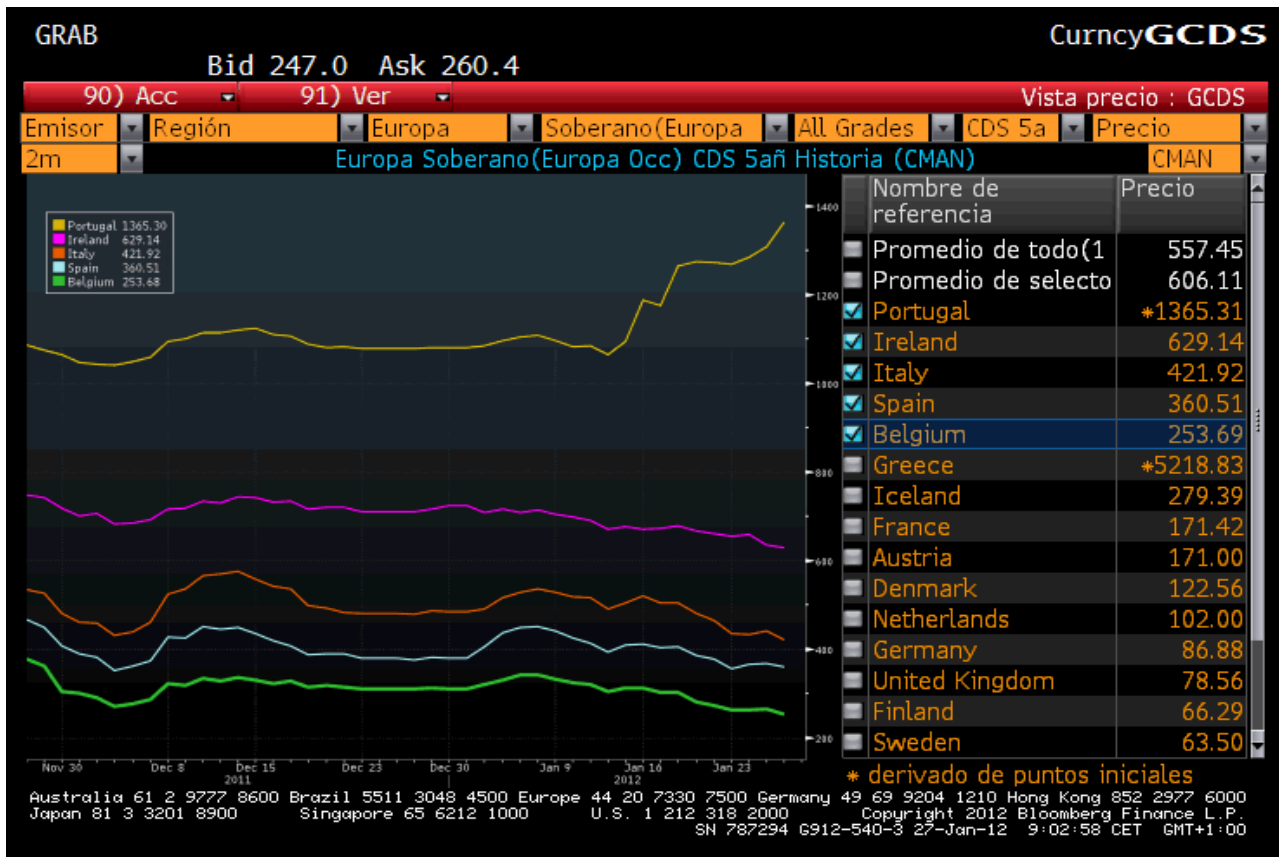
Indices de Renta Fija EEUU					
	Último	% dia	% Sem	% Men	% Ytd
Citigroup US GBI 1 to 3 Year	475,094	0,02%	0,07%	0,21%	0,11%
Citigroup US GBI 3 to 5 Year	692,2437	0,16%	0,37%	0,91%	0,45%
Citigroup US GBI 5 to 7 Year	853,8437	0,38%	0,54%	1,20%	0,44%
Citigroup US GBI 7 to 10 Year	967,5506	0,59%	0,46%	1,14%	0,00%

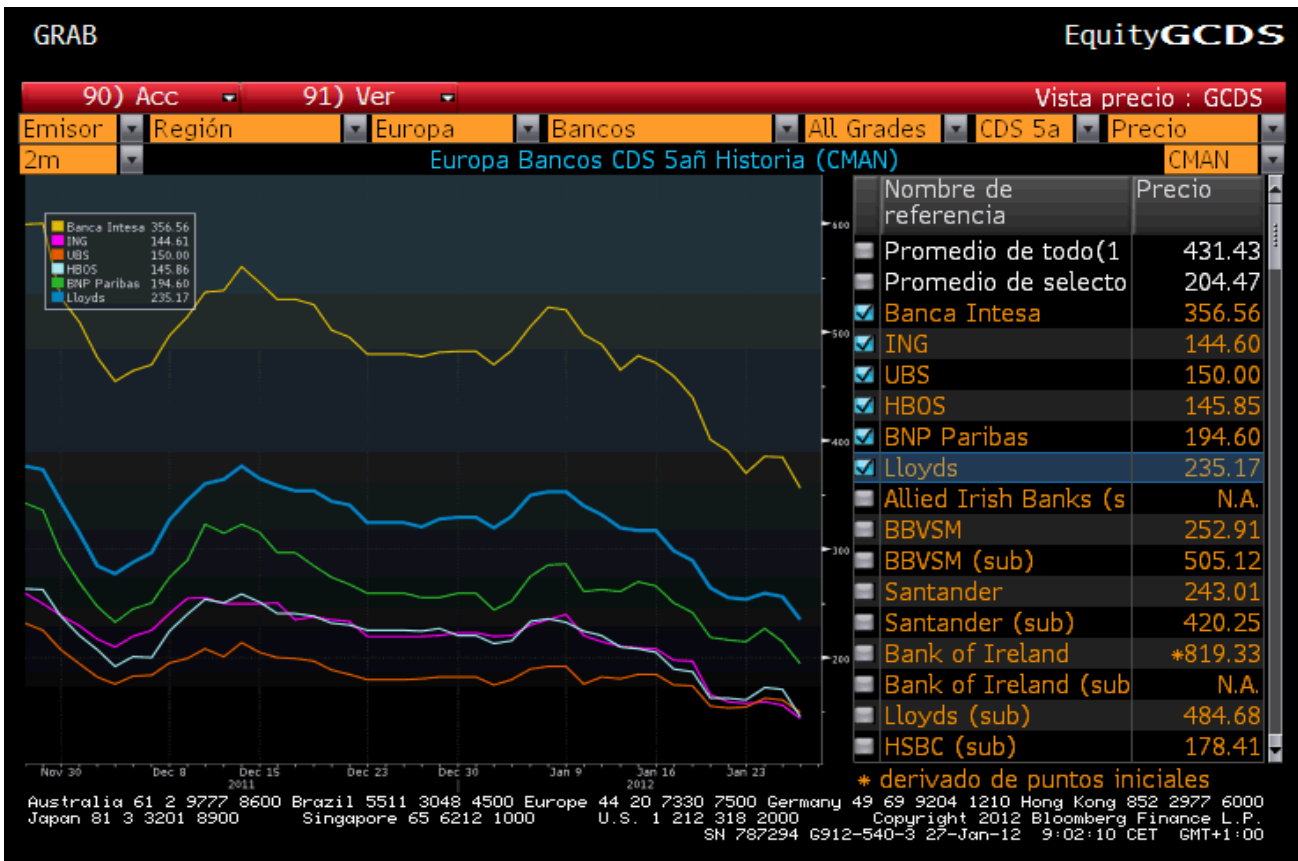
\* Datos en capitalización anual  
Fuente: Bloomberg

Pendientes						
		Hoy	Var. p.b.			Acum. Año
			Dia	Sem	Men	
Alemania	5 - 2 años	63	-1	-6	-4	1
	10 - 5 años	106	1	2	-2	-1
	10 - 2 años	169	0	-3	-6	1
España	5 - 2 años	103	1	23	9	19
	10 - 5 años	152	-2	15	76	57
	10 - 2 años	255	-1	38	84	76
Italia	5 - 2 años	121	-10	-12	-6	13
	10 - 5 años	117	2	10	52	26
	10 - 2 años	238	-8	-2	45	39
Portugal	5 - 2 años	298	-39	-10	264	327
	10 - 5 años	-465	0	-92	-203	-223
	10 - 2 años	-167	-39	-101	61	103
Reino Unido	5 - 2 años	68	0	1	-9	-5
	10 - 5 años	104	0	-1	10	11
	10 - 2 años	172	0	0	1	6
EEUU	5 - 2 años	56	0	-9	-12	-4
	10 - 5 años	117	0	3	13	12
	10 - 2 años	173	0	-6	1	9

Deuda Latam				
	Vencimiento	Divisa	Precio	YTM
Méjico	30/12/2019	USD	140,00	2,518
Brasil	17/01/2017	USD	118,48	2,063
Argentina	17/04/2017	USD	90,50	9,877
Chile	01/06/2015	CLP	110,97	4,883

Indices de Renta Fija Latam					
	Último	% dia	% Sem	% Men	% Ytd
JP Morgan GBI-EM Global Latam Hedged	203,6	0,44%	0,64%	1,36%	1,41%
JP Morgan GBI-EM Global Latam Unhedge	328,3	1,84%	2,54%	8,71%	9,18%





**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.