

Claves del día

- Superados, al menos a corto plazo, los temores respecto a un inminente *default* griego, la atención de los mercados se centra en Italia.
- La crisis institucional que sufre el país ante la falta de concreción de las medidas de austeridad necesarias para reconducir su déficit público (4% del PIB), está siendo la clave...
- ... si Berlusconi no recaba apoyos suficientes en el Parlamento para sacar adelante los Presupuestos Generales (las votaciones, mañana), ganaría probabilidades la convocatoria de elecciones anticipadas.
- Las expectativas de desaceleración de la economía y de incumplimiento con los compromisos de consolidación fiscal, llevan al Gobierno francés a anunciar un segundo plan de ajuste fiscal...
- ... si atendemos a nuestras previsiones de crecimiento (0,3% en 2012), el cumplimiento del objetivo de déficit puede complicarse.

El 29 de noviembre os esperamos en el Casino de Madrid (C/Alcalá, 15 Madrid) en una nueva edición de las Jornadas de Análisis Económico y de Mercados

Monitor de mercados

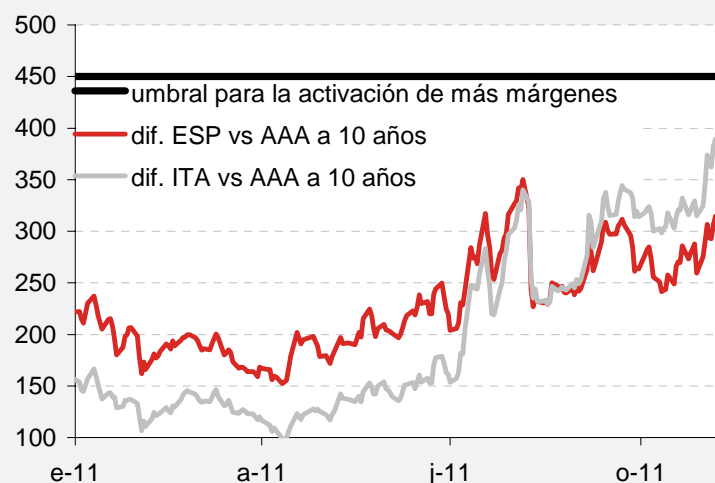
	En Deuda Pública...			En divisas...			En Bolsa...				
	Nivel (%)	Var día (pb)	Dif vs Alemania	Nivel	Var día (%)	Var año (%)	Nivel	Var día (%)	Var año (%)		
10y ESP	5,633	5	385	USD/EUR	1,3745	-0,01	2,84	IBEX 35	8.476,4	-1,40	-14,03
10y ALE	1,780	-4	-	GBP/EUR	0,8578	-0,02	-0,05	EuroStoxx 50	2.275,9	-0,68	-18,51
10y ITA	6,656	29	488	JPY/EUR	107,28	0,05	1,15	S&P 500	1.246,1	-0,57	-0,92
10y POR	11,886	1	1011	BRL/USD	1,7513	-0,09	-5,21	Nikkei	8.767,1	-0,39	-14,29
10y USA	1,969	-6	19	MXN/USD	13,477	-0,15	-8,35	Bovespa	59.052,0	0,65	-14,79

Especial atención a...

El deterioro experimentado por las referencias de deuda italiana podría suponer la aplicación de mayores márgenes en las operaciones repo con colateral italiano en cámaras de compensación internacionales. En el caso de LCH, el diferencial frente a la media de países AAA que activa este mayor requerimiento de colateral es, generalmente, de 450pb. Italia se encuentra a 400pb de distancia de la media de países AAA EUR.

La exigencia de mayores márgenes encarecería la tenencia de este papel y podría terminar dejando al BCE como prestamista de última instancia para la deuda de Italia. Algo relevante dado que el saldo vivo de esta deuda asciende a 1,6 billones de euros.

Diferenciales soberanos de ESP e ITA frente a media de países AAA y umbral para la activación de mayores márgenes en LCH. Fuente: Afi, Reuters, LCH



Italia mantiene la volatilidad del mercado en niveles elevados

Italia toma el relevo de Grecia como origen de la volatilidad en mercados y el mal comportamiento de las referencias de deuda soberana.

Mañana el Parlamento italiano votará sobre las medidas de ajuste fiscal. Un resultado negativo en dicha votación podría llegar a suponer la convocatoria de elecciones anticipadas.

El mal resultado de las variables de riesgo es susceptible de continuar a corto plazo. Se necesitan soluciones a los problemas de inestabilidad del Área euro.

Principales variables de seguimiento en deuda italiana:

Variable	Importe (*)
Saldo nominal de deuda:	1.600
Vtos en 2012:	300
Carga intereses 2012:	65

(*) miles de millones de euros

Superados, al menos a corto plazo, los temores respecto a un inminente *default* griego tras la proclamación de un Gobierno de unidad nacional y la convocatoria de elecciones anticipadas para el 19 de febrero, la atención de los mercados se centra en Italia.

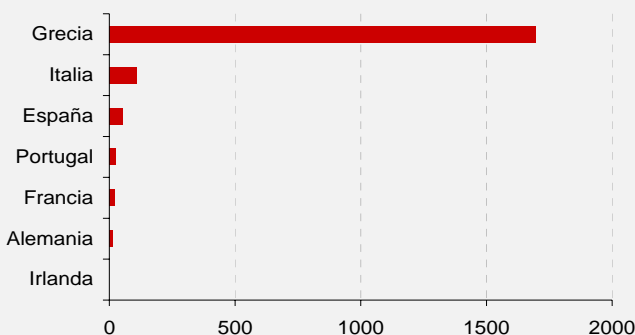
La crisis institucional que sufre el país, con un Gobierno desgastado ante la falta de concreción de las medidas de austeridad necesarias para reconducir la situación de su déficit público (4% del PIB), **está siendo la piedra angular del castigo experimentado por las referencias de deuda soberana**. El incremento de la desconfianza de los mercados y el repunte de la volatilidad también encuentran justificación en los rumores, posteriormente desmentidos, de la dimisión de su Primer Ministro.

Bajo este clima de inestabilidad institucional, **la sesión de mañana en el Parlamento será clave**. En ella, **será sometida a votación la revisión de los Presupuestos Generales del Estado de 2010 (paso previo para aprobar los de este año), que en caso de no salir adelante, podría desencadenar una moción de confianza al ejecutivo italiano**. En un contexto en el que el disenso político es creciente, no descartamos que se pueda abrir un proceso electoral en Italia si dicha moción tiene lugar y el resultado es contrario al Gobierno de Berlusconi.

La reacción del mercado ha estado caracterizada por el mal comportamiento de las variables de riesgo y una volatilidad muy significativa a lo largo de toda la sesión, aunque el cierre de mercados ha sido algo "menos negativo" que la apertura, con cesiones del 0,5% en el EuroStoxx, repunte de *spreads* bancarios (+5/6pb en i-Traxx) y ampliación de diferenciales soberanos de ITA: el 2 años en el 5,9% (+50pb) y el 10 en el 6,6% (+30pb).

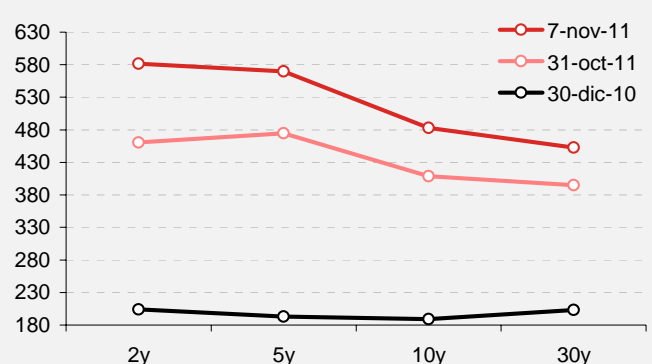
No es de extrañar, por tanto, que el activismo del BCE se haya incrementado y que su volumen de compra de deuda soberana en la última semana se haya incrementado en 9.000 millones de euros. De continuar la dinámica de ITA – los niveles actuales de tipos de Italia desencadenaron el rescate de POR e IRL – el apoyo institucional debería continuar.

Variación de CDS soberanos a 5 años desde la Cumbre del Euro (27OCT; pb)



Fuente: Afi, Datastream

Diferencial soberano de deuda ITA a varios plazos vs ALE (pb)



Fuente: Afi, Reuters

El plan de ajuste fiscal de Francia podría ser insuficiente

Las expectativas de desaceleración de la economía y de incumplimiento con los compromisos de consolidación fiscal, llevan al Gobierno francés a anunciar un segundo plan de ajuste fiscal...

... si atendemos a nuestras previsiones de crecimiento (0,3% en 2012), el cumplimiento del objetivo de déficit puede complicarse.

Previsiones Afi de crecimiento del PIB en Francia

Fecha	Crec.trim.	Crec.anual
Francia		
1T11	0,9%	
2T11	0,0%	
3T11	0,2%	
4T11	-0,3%	1,5%
1T12	0,0%	
2T12	0,2%	
3T12	0,4%	
4T12	0,4%	0,3%

Dada la evolución de la deuda francesa en los últimos meses, y con el objetivo de evitar el potencial contagio del recrudescimiento de la situación en Italia, y un recorte del *rating* por parte de las agencias de calificación, **el Gobierno de Francia ha anunciado un segundo plan de ajuste fiscal con el que pretende reducir el déficit en 7 mil millones de EUR en 2012** (el primer plan de ajuste planteaba una reducción de 11 mil millones) **y ahorrar 100 mil millones en los próximos cinco años.**

El nuevo plan de ajuste supone una señal de compromiso con los objetivos de reducción del déficit (4,5% del PIB en 2012; 3% en 2013; y equilibrio presupuestario en 2016), **toda vez que las expectativas de desaceleración económica lo habían puesto en duda** (el Gobierno contempla un crecimiento del PIB del 1% en 2012, frente al 1,7% previsto cuando fue anunciado el primer plan de ajuste fiscal).

Si tenemos en cuenta que las previsiones del Gobierno siguen siendo optimistas (nuestras estimaciones apuntan a un 0,3% de crecimiento del PIB en 2012; atención el jueves a la actualización de previsiones de la Comisión Europea), **y que las medidas pueden impactar de forma negativa sobre la demanda doméstica, el cumplimiento del objetivo de déficit nos parece complicado.**

Reacción "neutra" del mercado a las medidas anunciadas (el tipo a 10 años sube 3pb hasta el 3,10% y el diferencial respecto a Alemania renueva máximos en los 128pb), con la incertidumbre por la situación de Italia como telón de fondo. Las principales medidas se resumen en:

- Incremento del tipo reducido del IVA en 1,5pp hasta el 7%.
- Aumento de 5pp del impuesto de sociedades durante 2 años a compañías con facturación superior a los 250 millones EUR.
- Reducción de ayudas y gastos sociales. Retraso en la edad de jubilación de 60 a 62 años, que además entrará en vigor en 2017 en lugar de al año siguiente.
- Congelación del salario del Presidente del Gobierno y Ministros. Reducción de subvenciones a partidos políticos.

Diferencial Francia-Alemania (10 años, pb). Fuente: Afi, Datastream



Agenda semanal

Eurogrupo y Ecofin en el punto de mira. La agenda macro puede confirmar el escenario de recaída de la actividad en 4T que contemplamos en previsiones.

La agenda de eventos vuelve a mirar a Europa con las reuniones de Eurogrupo y Ecofin de principios de semana, en las que se podría avanzar en la concreción de la operativa del EFSF como mecanismo de estabilidad financiera. Desde el frente macro, conoceremos los primeros indicadores de actividad real para el Área euro de septiembre; unos datos que podrían reforzar las probabilidades de un escenario ya no de desaceleración de la actividad en 4T, sino de recaída (una posibilidad apuntada por el propio Draghi en el último Consejo de Gobierno del BCE). El informe de previsiones de la Comisión Europea (esperamos fuerte revisión a la baja en crecimiento) y el PIB de España del 3T (esperamos estancamiento; para más detalle ver *Informe semanal de España*) completarán la agenda macro.

Semana del 7 al 11 de noviembre

Hora	Evento	País / Entidad	Periodo	Previsión	Real
L-7	11:00 Ventas al por menor	Área euro	Septiembre	0,0% (m)	-0,7%
	12:00 Producción industrial	Alemania	Septiembre	-0,9% (m)	-2,7%
	Compra de bonos del SMP	BCE			182.500 M EUR
	Eurogrupo				
M-8	8:00 Balanza comercial	Alemania	Septiembre	12.500 M EUR	
	10:30 Producción industrial	Reino Unido	Septiembre	0,1% (m)	
	13:30 NFIB	EEUU	Octubre		
	Subasta de Letras	Tesoro de Grecia			
	Ecofin				
X-9	0:50 Balanza comercial	Japón	Septiembre	351,7 mm JPY	
	10:30 Balanza comercial	Reino Unido	Septiembre	-2.000 M GBP	
	Conferencia de Bernanke				
J-10	8:00 IPCA	Alemania	Octubre	2,8% (ia)	
	8:45 Producción industrial	Francia	Septiembre	-0,8% (m)	
	10:00 Producción industrial	Italia	Septiembre	-2,5% (m)	
	14:30 Demandas semanales de subsidios de desempleo	EEUU	31-4 NOV		
	Balanza comercial	EEUU	Septiembre	-46.000 M USD	
	Balanza comercial	EEUU			
	Boletín mensual	BCE			
	Previsiones de otoño	Comisión Europea			
	Comité de Política Monetaria	Banco de Inglaterra			
V-11	0:50 Índice de actividad terciaria	Japón	Septiembre	-0,5% (m)	
	9:00 PIB (preliminar)	España	3T11	0,0% (T)	
	15:55 Confianza del consumidor (U. de Michigan) (preliminar)	EEUU	Noviembre	61,0	

(m) = Tasa de crecimiento mensual

(T) = Tasa de crecimiento trimestral

(ia) = Tasa de crecimiento interanual

M = millones

mm = miles de millones

Posicionamiento recomendado en mercados

	DEUDA PÚBLICA	DIVISAS	RENTA VARIABLE
Clave	<p>La presencia del BCE, principal factor de “anclaje” de la curva española.</p> <p>Las referencias ESP son comprables pero reconociendo que sin “salvavidas”, habría una convergencia al alza entre CDS y rentabilidades deuda ESP.</p> <p>Sin valor en las curvas <i>core</i> (tipos en mínimos).</p>	<p>La evolución del EUR dependerá de la estabilización de la situación en torno a la crisis soberana del euro.</p> <p>Si se producen avances importantes desde el plano institucional, el EUR debería recuperar la senda apreciadora y situarse por encima del 1,40 frente al USD.</p>	<p>Trabajamos sobre un escenario bajista de largo plazo pero no descartamos un posible rebote a 1-3 meses vista.</p> <p>Cuando la rentabilidad esperada por nuestro modelo de <i>timing</i> supera el 10%, el mercado sube en media un 12% en los 6 meses posteriores y en un 91% de las ocasiones el escenario es alcista.</p>
Recomendación	<p>En curva ESP, el atractivo en términos rentabilidad/riesgo, acotado a la zona de la curva 2-3-5 años.</p> <p>En crédito comienza a aflorar valor (máximos en <i>spreads</i>), aunque conscientes de la volatilidad asumida.</p>	<p>Esperamos un USD/EUR hacia el 1,40-1,42 a c/p.</p> <p>Recomendamos cubrir cobros en USD en las aproximaciones al 1,32-1,34. Actualmente desactivamos recomendación.</p>	<p>Recomendamos aprovechar el rebote para reducir cartera. Especulativamente largos en IBEX 35 con stop loss en 7.400.</p> <p>Por sectores, seguimos sobreponderando el perfil defensivo frente a ciclo y financieros.</p> <p>Las áreas geográficas más atractivas, EEUU y Asia.</p>
Perspectiva técnica a c/p	<p>Bund DIC11 (último: 138,25). Cortos en 137,50, <i>stop loss</i> en 139,50.</p> <p>Resistencias 138,73 y 139,00</p> <p>Soportes 133,21 y 132,47</p>	<p>USD/EUR (último: 1,3739). Largos en 1,4180, <i>stop loss</i> en 1,3665.</p> <p>Resistencias 1,4360 y 1,4410</p> <p>Soportes 1,3599 y 1,3444</p>	<p>EuroStoxx 50 (último: 2.275). Largos en 2.212, <i>stop loss</i> en 2.040.</p> <p>Resistencias 2.480 y 2.590</p> <p>Soportes 2.144 y 2.048</p>