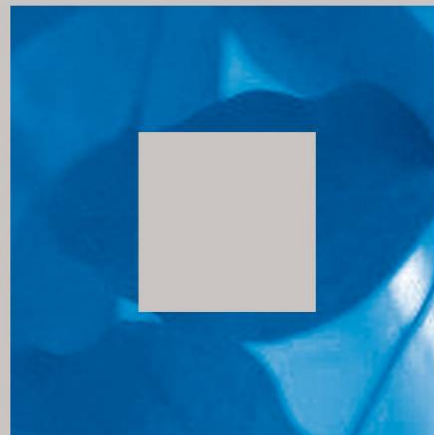
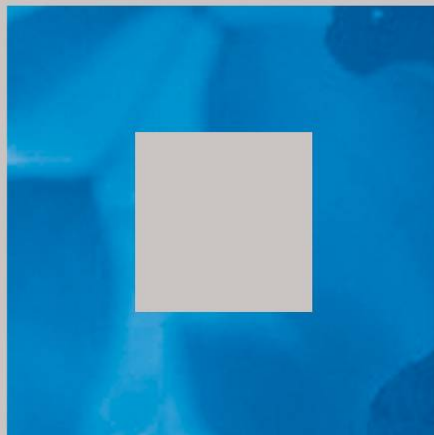
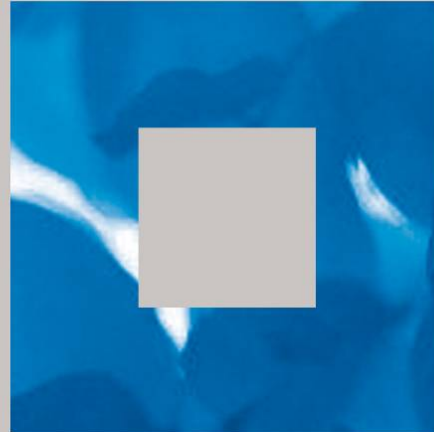
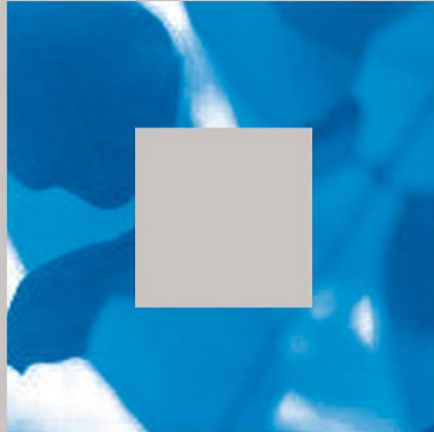


# INFORME SEMANAL

12 de septiembre de 2011



**CONSULNOR**  
SERVICIOS DE INVERSIÓN DESDE 1972

## 1. MERCADOS DE RENTA FIJA:

### LA SEMANA PASADA

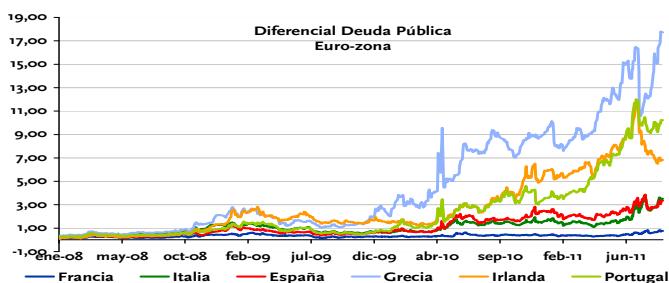
#### INTERBANCARIO Y DEUDA PÚBLICA

La creciente preocupación por la situación de Grecia unido a la debilidad del crecimiento económico, siguió impulsando la compra de activos seguros. Las rentabilidades exigidas a la deuda estadounidense y a la alemana descendieron registrando nuevos mínimos (gráfico 2). En este contexto, el índice de renta fija global terminó la semana con ganancias de 0,56%.

En Estados Unidos, el repunte del índice ISM del sector servicios no logró despejar las dudas sobre el crecimiento. Por su parte, el presidente de la Reserva Federal mantuvo la puerta abierta a nuevas medidas de política monetaria expansiva, lo que impulsó descensos de los tipos a lo largo de la curva.

En Europa, la atención siguió centrada en la crisis de deuda soberana y sobre todo en la situación de Grecia. La salida de la misión de la "Troika" (BCE, FMI y Comisión Europea) del país heleno, unido a la confirmación de un desvío en los planes de recorte de déficit, dispararon las dudas sobre un posible impago de Grecia en las próximas semanas. Las primas de riesgo de la deuda de las economías periféricas se amplió y los inversores buscaron refugio en la deuda germana. El BCE mantuvo los tipos inalterados y en su mensaje posterior reconoció mayores riesgos para el crecimiento al tiempo que revisó a la baja las previsiones de crecimiento tanto para este año como para 2012. Otro factor de incertidumbre fue la dimisión de J.Stark (consejero y economista jefe del BCE), evidenciando serias discrepancias en el seno de la autoridad monetaria europea.

Gráfico 1. Diferenciales Deuda Pública Euro-zona



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

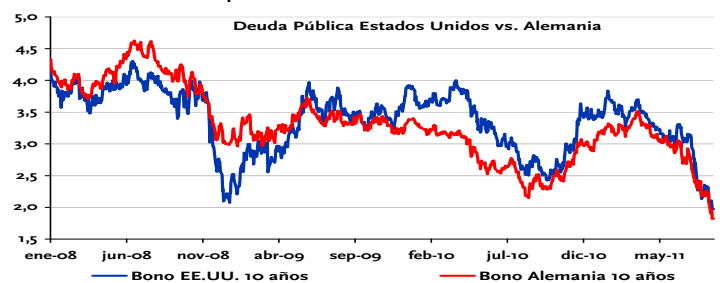
### ESTA SEMANA

(Gráficos 1 y 2. Tablas 1, 2, 3 y 4)

La semana se presenta complicada para el mercado de deuda soberana europea y los diferenciales exigidos a la deuda periférica se mantendrán presionados. Toda la atención de la semana se centrará en la posible solución al problema de Grecia y a la reunión de finales de la semana entre los ministros de finanzas europeos, que tendrá lugar en Polonia. Los ministros de la UE preparan sus reuniones anuales con el FMI y el G-20 en las que esperamos que continúen las discusiones sobre las posibles reformas del fondo de estabilidad europeo (EFSF) y el segundo rescate a Grecia. El miércoles está prevista la vuelta al país heleno de la "Troika" para reanudar la revisión del cumplimiento de los planes de ajuste, fundamental para que Grecia pueda acceder al siguiente tramo de ayuda. Todo ello, en una semana en la que Italia y España tienen previsto emitir bonos de medio y largo plazo – martes y jueves respectivamente – que serán otro test para los mercados.

En Estados Unidos será una semana con importantes datos macroeconómicos. Los datos de actividad mostrarían una moderación del crecimiento en agosto, pero se espera que los primeros indicadores adelantados regionales repunten en septiembre, revertiendo parte de la caída del mes anterior. El IPC repetiría niveles del mes anterior, manteniéndose en 3,6%. Por el lado de la oferta, se emitirá un total de 66\$ m.m.: 32\$ m.m. a 3 años, 21\$ m.m. a 10 años y 13\$ m.m. a 30 años. Aunque estos factores presionarán al alza los tipos de interés, la elevada incertidumbre sobre Europa continuará soportando el precio de la deuda pública estadounidense.

Gráfico 2. Curva de Tipos 10 años: EE.UU. vs Alemania



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

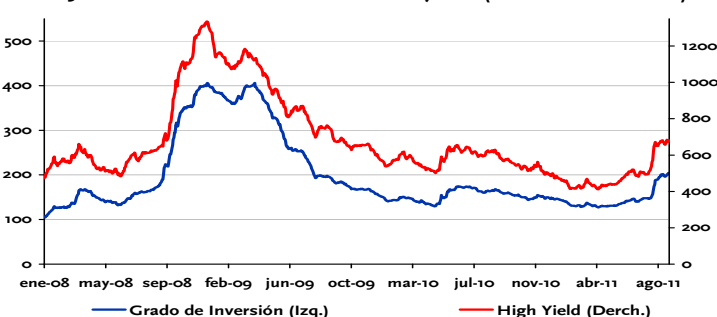
### CRÉDITO

El mercado de crédito europeo se vio castigado por las dudas sobre la situación de Grecia. No obstante, el índice de deuda corporativa europea perdió solamente un 0,2% en la semana, ya que el descenso de los tipos soberanos de mayor calidad crediticia compensó parte del aumento de los diferenciales.

(Gráficos 3 y 4. Tablas 1, 5 y 6)

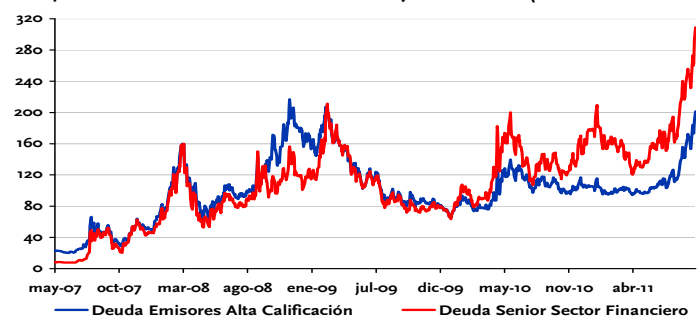
Como muestra el gráfico 4, las primas de riesgo del sector financiero europeo se dispararon superando ya esta mañana los 300 pb. La posible quiebra de Grecia está presionando el sector financiero europeo. Además, la posibilidad de recortes en la calificación crediticia de la banca europea es otro factor de presión.

Gráfico 3. Diferenciales Mercado de Crédito I.G. y H.Y. (Mercado Cash Global)



Fuente: Bloomberg, Merrill Lynch y elaboración propia

Gráfico 4. Diferenciales Mercado de Crédito I.G y Financieros (Mercado CDS Europeo)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

## 2. MERCADOS DE RENTA VARIABLE:

### LA SEMANA PASADA

(Gráfico 5. Tablas 8 y 9)

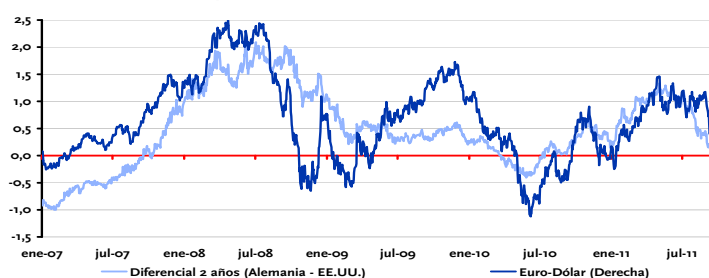
Semana marcada por la caída de los mercados de renta variable, sobre todo en la Euro-zona donde las principales plazas registraron caídas en torno al 6%. La posibilidad de una quiebra de Grecia y el contagio a otras economías arrastró las bolsas a terreno negativo. En cuanto a los datos macro, en general fueron menos negativos, destacando principalmente el repunte del ISM de servicios estadounidense lo que permitió moderar las caídas en las bolsas americanas.

Gráfico 5. Índice de Sorpresas Económicas  
(por encima de cero significa mayores sorpresas positivas).



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Gráfico 7. Diferencial Tipos de Interés



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

## 3. MERCADOS DE DIVISAS:

### LA SEMANA PASADA

(Gráfico 6. Tabla 7)

Fuerte caída del euro en sus principales cruces. El cambio de sesgo del BCE en su reunión mensual, pero sobre todo la dimisión del consejero y economista jefe del BCE Jürgen Stark y el incremento de los temores en torno al posible impago de Grecia explicaron este movimiento. En su cruce con el dólar, la divisa europea perdió un 3,9% en la semana, cerrando en niveles de 1,36 €/\$.  
El franco suizo se depreció bruscamente. El banco central de Suiza, decidió intervenir en el mercado de divisas y señaló que no permitirá un cambio inferior a 1,20 CHF/€. Este anuncio llevó el cruce hasta niveles de 1,209 CHF/€, una pérdida de 8%.  
La libra esterlina recuperó un 1,8% en la semana hasta niveles de 0,86 £/€. Ambos bancos centrales mantuvieron los tipos oficiales invariados, pensando sobre el euro la incertidumbre sobre la situación de Grecia.

El franco suizo se depreció bruscamente. El banco central de Suiza, decidió intervenir en el mercado de divisas y señaló que no permitirá un cambio inferior a 1,20 CHF/€. Este anuncio llevó el cruce hasta niveles de 1,209 CHF/€, una pérdida de 8%.

La libra esterlina recuperó un 1,8% en la semana hasta niveles de 0,86 £/€. Ambos bancos centrales mantuvieron los tipos oficiales invariados, pensando sobre el euro la incertidumbre sobre la situación de Grecia.

El yen perdió terreno en su cruce con el dólar, debido a las expectativas de que el Banco de Japón pueda adoptar nuevas medidas destinadas a debilitar su divisa. No obstante, en su cruce con el euro, la divisa nipona alcanzó máximos desde agosto del pasado año.

### ESTA SEMANA

Durante el fin de semana el gobierno de Grecia presentó nuevas medidas de ajuste con las que pretende compensar el desvío de su objetivo de reducción del déficit. El mercado seguirá tensionado hasta que se conozca el veredicto de la "Troika" y se pueda desbloquear el acceso al siguiente tramo de los fondos de ayuda. En este contexto, la reunión de los ministros de finanzas europeos del final de la semana gana una mayor importancia. El frente macroeconómico seguirá con un tono mixto, mostrando una desaceleración de la economía a nivel global pero no una recesión.

Gráfico 6. Volatilidad Implícita Renta Variable Estados Unidos

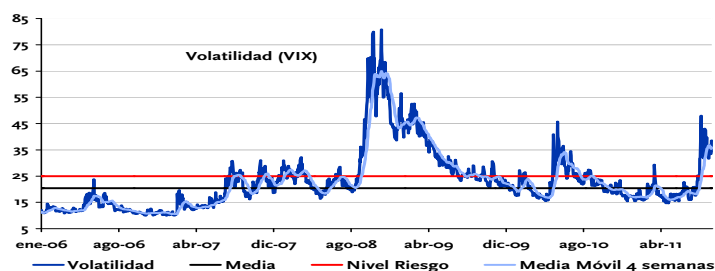
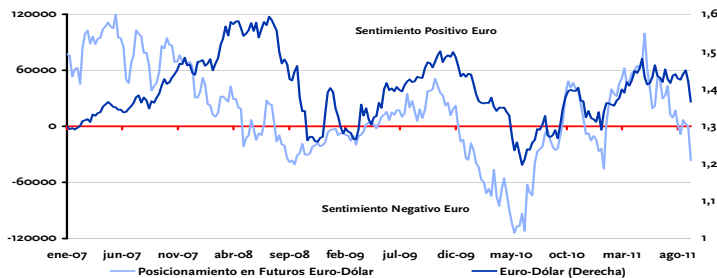


Gráfico 8. Posicionamiento Futuros



Esta semana el euro podría mantener su debilidad ante la incertidumbre sobre Grecia. A la espera de conocerse el veredicto de la "Troika" sobre las cuentas públicas helenas, la posibilidad de una decisión negativa pesará sobre la divisa europea. Por otra parte, en Estados Unidos será importante confirmar que tanto las ventas al por menor como la producción industrial se mantienen en terreno positivo, ya que una decepción en estas cifras aumentaría las expectativas que la Fed implemente un nuevo programa de compra de activos, debilitando el dólar.

El carácter de activo refugio del yen seguirá dando soporte a la divisa nipona en el corto plazo. Sin embargo, la advertencia de la agencia de calificación Fitch sobre la posibilidad de un nuevo recorte del rating, unido a que el Banco de Japón podría implementar nuevas medidas destinadas a debilitar su divisa son factores que frenarán nuevos avances del yen.

## 4. MACROECONOMÍA

### LA SEMANA PASADA

#### ESTADOS UNIDOS

Los datos macroeconómicos fueron mejores de lo esperado. El índice de gestores de compras (ISM) del sector servicios repuntó en agosto hasta 53,3 desde el 52,7 anterior, y frente al 51 esperado. Este indicador se alejó de niveles de recesión y sería acorde con un crecimiento de la economía del 2% interanual. En cuanto a datos de actividad, el déficit comercial se redujo en julio hasta el equivalente al 3,6% del PIB nominal frente al 4,1% del mes anterior, destacando el dinamismo que mantienen las exportaciones. Por el lado del empleo, las peticiones de subsidio semanales de desempleo aumentaron hasta las 414 mil lo que sigue mostrando debilidad del mercado laboral.

El presidente Obama presentó su plan de estímulo económico que ascendería a cerca de 447\$ m.m.. Las principales medidas se centran en deducciones fiscales destinadas a impulsar la creación de empleo y apoyos a la mejora de las infraestructuras. Sin embargo, todavía falta presentar la forma prevista para financiarlo, y para que sea válido, tiene que ser aprobado en las cámaras estadounidenses.

#### EUROZONA

En la Euro-zona, el índice PMI de gestores de compras de los servicios descendió una décima hasta 51,5 mientras el índice compuesto decepcionó bajando hasta 50,7 desde 51,1 anterior. Las ventas al por menor sorprendieron positivamente al crecer un 0,2% mensual, moderando así el ritmo de caída del consumo en términos interanuales hasta -0,2%. Se publicó la primera revisión del PIB del segundo trimestre que confirmó la moderación del crecimiento hasta 0,2% trimestral. Por componentes el gasto público y el consumo privado registraron caídas. En su reunión mensual, el BCE mantuvo los tipos oficiales inalterados en 1,5% pero cambió el sesgo de su mensaje al tildar de equilibrados los riesgos sobre la inflación y de a la baja los riesgos sobre el crecimiento, confirmando una pausa en el ciclo de subidas de los tipos oficiales. Además, la autoridad monetaria publicó sus previsiones económicas, donde revisó a la baja el crecimiento previsto para el PIB hasta un promedio de 1,6% para 2011 y de 1,3% en 2012.

En España, la producción industrial cayó en julio un 2,8% interanual, registrando el segundo mes de contracción. En cuanto a las cuentas públicas, las Comunidades Autónomas registraron un déficit de 1,2% del PIB en el primer semestre del año frente al objetivo de 0,75% a 30 de junio, y de 1,3% para finales de año. El mayor desvío lo presentaron Castilla-La-Mancha, Extremadura y Baleares.

#### REINO UNIDO Y JAPÓN

En el Reino Unido, el PMI de los servicios decepcionó en agosto al caer hasta 51,1 frente al 55,4 anterior y al 54 esperado. También la producción industrial cayó más de lo previsto, retrocediendo un 0,2% mensual en julio. En este contexto, el Banco de Inglaterra mantuvo los tipos inalterados en 0,5% y el volumen de compra de activos en 200£ m.m.

En Japón, se revisó a la baja el PIB del segundo trimestre que registró una contracción de 0,5% trimestral frente a la caída de 0,3% estimada anteriormente. Por su parte, el Banco de Japón mantuvo inalterada su política monetaria y los tipos oficiales siguieron en 0,1%. La agencia de calificación Fitch advirtió sobre una próxima revisión a la baja del rating, a la espera de conocer el plan fiscal del nuevo ejecutivo nipón.

#### EMERGENTES

En China, tanto las ventas al por menor y como la producción industrial mantuvieron en agosto ritmos de crecimiento robustos – avanzaron un 17% y 13,5% interanual respectivamente. Se publicó también el IPC que en agosto moderó en tres décimas su crecimiento hasta 6,2%. En Rusia, el PIB creció un 3,4% interanual en el segundo trimestre frente al 4,1% del trimestre anterior.

#### MERCADO DE MATERIAS PRIMAS (Tabla 10)

A pesar del fuerte aumento de la aversión al riesgo y las dudas sobre el crecimiento global, el precio del crudo se mantuvo soportado y en la semana perdió solamente un 0,6%, cerrando el barril de Brent en niveles de 112,2\$.

AGENDA MACROECONÓMICA			
Día	Indicadores a publicar esta semana	Anterior	Esperado
<b>ESTADOS UNIDOS</b>			
Martes	Déficit público. Aug.	-129,376	-126,5
	Índice de Precios de Importación interanual. Aug.	14	13
Miércoles	Precios Industriales interanual IPP. Aug.	0,2	-0,1
	Ventas al por menor. Aug.	0,5	0,2
	Inventarios de negocios. Jul.	0,3	0,5
Jueves	Índice de Manufacturas de N.Y. Empire. Sep.	-7,72	-3,95
	Peticiones iniciales de subsidio de desempleo. 09/09.	414	
	Producción Industrial. Aug.	0,9	0,1
	Utilización de la capacidad productiva. Aug.	77,5	77,5
	Índice de la Fed de Filadelfia. Sep.	-30,7	-15
	IPC interanual. Aug.	3,6	3,6
Viernes	Confianza del Consumidor Universidad de Michigan. Sep.	55,7	56,3
	Compras netas del exterior (miles de millones de dólares). Jul.	3,745	
<b>EUROPA</b>			
Lunes	Producción Industrial interanual. Jul.	Italia	0,2
Martes	IPC armonizado interanual. Sep.	España	2,7
	IPC interanual. Sep.	España	2,9
	Balanza por cuenta corriente miles de miles. Jul.	Francia	-3,4
	IPC interanual. Aug.	Francia	1,9
	IPC interanual. Sep.	Italia	2,9
Miércoles	Producción Industrial interanual. Jul.	Eurozona	2,7
Jueves	IPC subyacente interanual. Aug.	Eurozona	1,2
	IPC Estimado interanual. Aug.	Eurozona	2,5
	IPC interanual. Aug.	Eurozona	2,5
	IPC interanual. Sep.	Italia	2,8
Viernes	Balanza por cuenta corriente. Jul.	Eurozona	-7,4
	Costes Laborales interanual. Q1	Eurozona	2,6
	Balanza Comercial en miles de miles. Jul.	Eurozona	919,3
	Balanza comercial miles de miles. Jul.	Italia	-293,92
<b>REINO UNIDO</b>			
Martes	Balanza Comercial. Jul.		-8873
	IPC interanual. Aug.		4,4
Miércoles	Tasa de Desempleo. Aug.		4,9
	Ventas al detalle interanual. Aug.		-0,2
<b>JAPÓN</b>			
Lunes	Índice Industria Terciaria. Jul.		1,9
Martes	Producción Industrial interanual. Aug.		-2,8
	Pedidos de Máquinas herramienta. Sep.		15,3

### ESTA SEMANA

Las publicaciones macroeconómicas se concentran a mediados de la semana y las más importantes serán relativas a la economía estadounidense.

Destacar los datos de ventas al por menor (miércoles) y la producción industrial del jueves. Aunque se espera una moderación de estos datos de actividad, seguirían en terreno positivo. Por otra parte, será importante confirmar la mejora de los primeros indicadores de confianza regionales de septiembre (índice Empire y de la Fed de Filadelfia).

Finalmente, conoceremos los datos de inflación a ambos lados del Atlántico. Se prevé que repitan niveles del mes anterior.

## 5. Tablas

Tabla 1. Mercados de Deuda. Índices de Renta Fija

	Últimos 5 días	Mes en curso	Año en curso	Rentabilidad Anual
Global (\$)	0,56	1,03	5,16	3,65
Estados Unidos sob y corp.	0,23	1,17	7,69	6,96
Eurozona Agregado	0,40	0,75	3,64	0,86
Eurozona Soberanos	0,75	0,97	3,93	-0,05
Eurozona Corporate	-0,21	0,48	2,02	0,33
Eurozona 1-3 años	0,22	0,12	3,12	0,89
JPM Euro Sterling	0,49	1,47	7,10	4,40
JPM US Tips index	-0,19	1,63	12,88	13,71
JPM European Inflation Link	-0,69	-0,53	0,49	-3,25
Convertible Global	-0,65	-0,43	-3,61	1,89
Convertible Europa	-1,01	-0,39	-3,75	0,19
Emergentes Corporate Global (\$)	0,09	0,47	5,25	6,61
EMBI Global (Deuda Externa EM)	-0,06	0,03	7,73	8,04
GBI-EM Global (Deuda Local EM)	-1,79	-2,46	5,77	9,64

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Tabla 2. Futuros tipos de interés (%)

	Spot	sep-11			dic-11		
		09/09/2011	02/09/2011	Variación Semanal	09/09/2011	02/09/2011	Variación Semanal
Futuros Fed Funds	0,25	0,09	0,09	0,00	0,07	0,08	-0,01
Futuros Euribor a 3 Meses	1,53	1,48	1,50	-0,02	1,09	1,23	-0,14

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Tabla 3. Tipos de interés: Mercado Monetario

	09/09/2011	02/09/2011	Variación semanal (p.b)	Variación Mes (p.b)	Variación año (p.b)
Euribor 1 mes	1,34	1,35	-0,80	-0,90	56,00
Euribor 3 meses	1,53	1,54	-1,10	-1,20	52,40
Euribor 1 año	2,06	2,08	-2,40	-3,00	55,20
Libor 1 mes	0,23	0,22	0,43	0,46	-3,45
Libor 3 meses	0,34	0,33	0,74	1,07	3,51
Libor 1 año	0,82	0,80	1,81	2,13	4,04

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Tabla 4. Tipos de interés: Curva de tipos

	09/09/2011	02/09/2011	Variación semanal (p.b)	Variación Mes (p.b)	Variación año (p.b)
Alemania 2 años	0,39	0,52	-13,20	-33,60	-48,00
Alemania 10 años	1,77	2,01	-23,60	-49,50	-123,90
USA 2 años	0,17	0,20	-2,73	-2,27	-41,66
USA 10 años	1,92	1,99	-6,74	-32,15	-139,16

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Tabla 5. Diferenciales de Crédito: Mercado Cash

	09/09/2011	02/09/2011	Variación semanal (p.b)	Variación Mes (p.b)	Variación año (p.b)
I.G. Global	205	197	8	8	57
H.Y. Global	682	665	17	21	182
I.G. Europa	210	198	12	12	66
H.Y. Europa	730	688	42	44	236

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Tabla 6. Diferenciales de Crédito: Mercado CDS

	09/09/2011	02/09/2011	Variación semanal (p.b)	Variación Mes (p.b)	Variación año (p.b)
iTraxx Main (Europa)	189,4	164,9	24,5	48,5	96,5
iTraxx Crossover (Europa)	764,0	694,6	69,4	161,6	370,1
CDX I.G. (EE.UU.)	131,7	121,4	10,3	17,2	46,7
CDX High Yield (EE.UU.)	732,7	671,3	61,5	103,8	302,9

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Tabla 7. Mercado de Divisas, Principales divisas contra el Euro:

	09/09/2011	02/09/2011	Variación semanal (%)*	Variación Mes (%)*	Variación año (%)*
Euro-Dólar	1,366	1,421	-3,86	-5,60	1,34
Euro-Libra	0,860	0,876	1,84	3,08	-0,06
Euro-Yen	105,99	109,11	2,86	5,43	3,81
Dólar-Yen	77,61	76,80	-1,05	-0,48	5,31

\* a) Euro-Dólar: (+) apreciación euro; b) Euro-Libra: (+) apreciación libra; c) Euro-Yen: (+) apreciación yen; d) Dólar-Yen; (+) apreciación yen;  
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Tabla 8. Mercado Bursátil:

	09/09/2011	02/09/2011	Variación semanal	Variación Mes (%)	Variación año (%)
IBEX 35	7910,20	8463,50	-6,54	-9,27	-19,77
FTSE 100	5214,65	5292,03	-1,46	-3,33	-11,62
CAC 40	2974,59	3148,53	-5,52	-8,66	-21,82
DAX	5189,93	5538,33	-6,29	-10,28	-24,94
DJ Euro Stoxx 50	2073,67	2220,72	-6,62	-9,92	-25,75
Dow Jones	10992,13	11240,26	-2,21	-5,35	-5,06
S&P500	1154,23	1173,97	-1,68	-5,30	-8,22
NASDAQ	2467,99	2480,33	-0,50	-4,32	-6,97
Topix	755,70	769,78	-1,83	-3,81	-17,53
Nikkei	8737,66	8950,74	-2,38	-4,68	-16,55
MSCI EM	992,31	1021,88	-2,89	-3,95	-13,82
MSCI Far East ex Japan	469,88	480,87	-2,29	-2,91	-10,51
MSCI East Europe	206,16	216,61	-4,82	-8,65	-13,17
MSCI Latin America	3811,00	3967,05	-3,93	-5,95	-17,40
MSCI Europe	77,78	80,66	-3,57	-5,32	-18,45
MSCI World	1134,68	1175,26	-3,45	-6,32	-11,36
MSCI US	1104,60	1122,73	-1,61	-5,24	-8,03

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Tabla 9. Indicadores de Volatilidad de los Mercados Bursátiles y de Renta Fija:

	09/09/2011	02/09/2011	31/12/2010	31/12/2009
VIX	38,52	33,92	21,68	40,0
MOVE	100,70	99,40	107,50	190,0

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Tabla 10. Mercado de Materias Primas:

	09/09/2011	02/09/2011	Variación (%)	Mes en curso (%)	Año en curso (%)
Brent	112,24	112,96	-0,64	-3,78	17,55
CRB	334,24	338,06	-1,13	-2,43	0,43
LMEX	3853,40	3952,60	-2,51	-4,71	-8,54

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

ANALISTAS	DIRECTORIO		
Rose Marie Boudeguer	Barcelona	Logroño	San Sebastián
Directora de Estudios	Rambla Catalunya, 60 Ático 1º 08007 Barcelona – Catalunya	Miguel Villanueva, 2-5º of.1 26001 Logroño – La Rioja	Loyola, 1 1º 20005 San Sebastián – Guipúzcoa
Paulo Gonçalves Campos	Tel, 93 215 30 10 Fax, 93 215 37 09	Tel, 941 270 858 Fax, 941 270 859	Tel, 943 42 99 81 Fax, 943 42 99 55
Economista	Bilbao	Madrid	Vitoria
GRUPO CONSULNOR	Gran Vía, 38 2º 48009 Bilbao - Vizcaya	Velázquez, 12 5º 28001 Madrid	Ramón y Cajal, 7 y 9 01007 Vitoria - Alava
	Tel, 94 435 45 60 Fax, 94 435 45 61	Tel, 91 435 22 94 Fax, 91 781 34 95	Tel, 945 15 04 97 Fax, 945 15 04 98

El presente análisis se distribuye con fines únicamente informativos. No constituye una oferta, invitación o incitación para la suscripción o compra de valores, y no constituirá la base de ningún contacto, compromiso o decisión de cualquier tipo. Esta información se amplía con mayor detalle al final del documento