

## TAMBRE 2000 SICAV, S.A.

Nº de Registro CNMV: 1548

Informe Trimestral del Tercer trimestre del 2011

**Gestora:** MB Capital Advisers S.V., S.A.

**Grupo:** AMEROM INVERSIONES, S.L.

**Depositario:** RBC DEXIA INVESTOR SERVICES ESPANA, S.A

**Grupo:** RBC DEXIA INVESTOR SERVICES

**Rating Depositario:** n.d.

**Auditor:** BDO. LA GESTORA ES AUDITADA POR DELOITTE, S.L.

**Sociedad por compartimentos:** NO

El presente informe, junto con los últimos informes periódicos, se encuentran disponibles por medios telemáticos en .

La Entidad Gestora atenderá las consultas de los clientes relacionadas con las IIC gestionadas en:

**Dirección:** Pº. Castellana, 21, 3ª Planta 28046, Madrid. Tel.:91 787 25 00

**Correo electrónico:** back@mbca.es

Asimismo cuenta con un departamento o servicio de atención al cliente encargado de resolver las quejas y reclamaciones. La CNMV también pone a su disposición la Oficina de Atención al Inversor en el teléfono 902 149 200 o email Pº. Castellana, 21, 3ª Planta 28046, Madrid. Tel

### INFORMACION DEL COMPARTIMENTO/SICAV

TAMBRE 2000 SICAV, S.A.

Fecha de registro del compartimento: 17/01/2001

#### 1. Política de Inversión y divisa de denominación

##### Categoría

Tipo de Sociedad: Otros

Vocación inversora: Global

Perfil de riesgo: Alto

##### Descripción general

##### Política en inversión

La SICAV puede invertir en valores e instrumentos financieros de renta fija o variable, en otras IICs de carácter financiero, depósitos e instrumentos del mercado monetario. Los porcentajes de inversión no están predeterminados entre los activos en los que la SICAV puede invertir ni en cuanto a su ámbito geográfico o sectorial. No se toma ningún índice de referencia ni se realiza una gestión encaminada a la consecución de un objetivo concreto de rentabilidad.

Una información mas detallada sobre la política de inversión de la IIC se puede encontrar en su folleto informativo.

##### Operativa en instrumentos derivados

La SICAV puede invertir en derivados, negociados u OTCs, con la finalidad de cobertura y de inversión.

##### Divisa de denominación

EUR

## 2. Datos económicos

### 2.1.b) Datos generales

	Período actual	Período anterior
No de Acciones en circulación	254.909,00	254.909,00
No de Accionistas	100,00	100,00
Dividendos brutos distribuidos por acción	0,00	0,00

Fecha	Patrimonio fin de período	Valor liquidativo		
		Fin del período	Mínimo	Máximo
2011 Tercer trimestre	2.476.409,17	9,7149	9,6922	11,8184
2010	2.911.331,04	11,4211	9,6968	11,4790
2009	2.710.811,89	10,6344	8,4328	10,6546
2008	2.272.198,86	8,9138	8,2401	12,6214

El valor liquidativo y, por tanto, su rentabilidad no recogen el efecto derivado del cargo individual al partícipe de la comisión de gestión sobre resultados.

	Período actual	Período anterior	Año actual	Año T - 1
Índice de rotación de la cartera	0,73	1,24	2,51	2,43
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	0,71	0,81	0,66	0,46

Nota: El periodo se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.

## 2.2 Comportamiento

### Rentabilidad (% sin anualizar)

	Acumulado anual	Trimestral				Anual			
		Último trimestre	Trim - 1	Trim - 2	Trim - 3	Año T - 1	Año T - 2	Año T - 3	Año T - 5
Rentabilidad		-16,97	0,77						

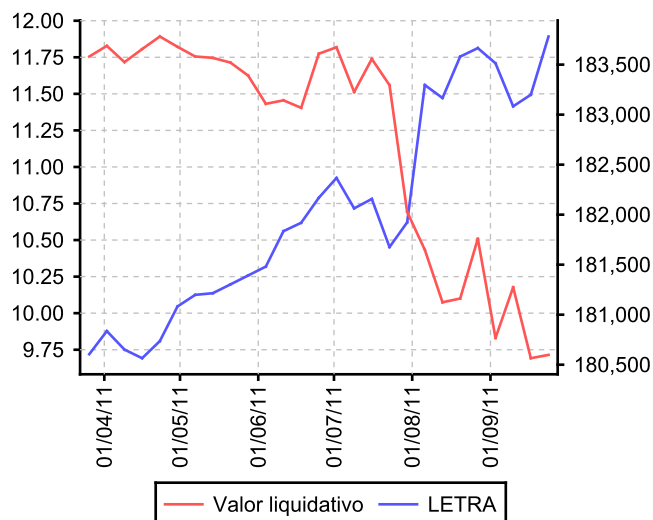
El liquidativo y, por tanto, su rentabilidad no recogen el efecto derivado del cargo individual al partícipe de la comisión de gestión sobre resultados.

### Gastos (% sobre patrimonio medio)

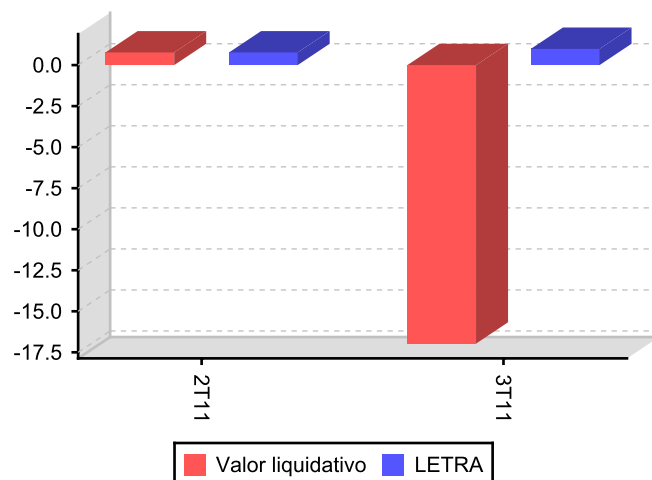
	Acumulado anual	Trimestral				Anual			
		Último trimestre	Trim - 1	Trim - 2	Trim - 3	Anual - 1	Anual - 2	Anual - 3	Anual - 5
Ratio total de gastos		0,33	0,36						
Ratio total de gastos sintéticos		0,33	0,36						

- (i) Incluye todos los gastos directos soportados en el periodo de referencia: comisión de gestión, comisión de depositario, auditoría, servicios bancarios, y el resto de gastos de gestión corriente, en términos de porcentaje sobre patrimonio medio del periodo.
- (ii) En el caso de sociedades/compartimientos que invierten más de un 10% de su patrimonio en otras IIC este ratio incluye, de forma adicional ala anterior, los gastos soportados indirectamente, derivados de esas inversiones.

#### Evolución del valor liquidativo en los últimos 5 años



#### Rentabilidad trimestral de los últimos tres años



Con fecha 01/02/2011, la IIC ha inscrito en CNMV la modificación de su política de inversión.

### 2.3 Distribución del patrimonio al cierre del período

Distribución del patrimonio	Fin período actual		Fin período anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) INVERSIONES FINANCIERAS	1.983.950,00	80,11	2.736.741,52	91,75
*Cartera interior	765.902,83	30,93	849.145,15	28,47
*Cartera exterior	1.204.428,95	48,64	1.872.386,20	62,77
*Intereses de la cartera de inversión	13.618,22	0,55	15.210,17	0,51
*Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0,00	0,00	0,00	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	238.635,99	9,64	77.141,50	2,59
(+/-) RESTO	253.823,18	10,25	168.826,13	5,66
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>2.476.409,17</b>	<b>100,00</b>	<b>2.982.709,15</b>	<b>100,00</b>

Notas:  
 El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.  
 Las inversiones financieras se informan a valor estimado de realización

### 2.4 Estado de variación patrimonial

	% Porcentaje sobre patrimonio medio			% variación respecto a fin período medio
	Variación del período actual	Variación del período anterior	Variación acumulada anual	
PATRIMONIO FIN PERIODO ANTERIOR	2.982.709,15	2.959.843,77	2.911.331,04	
+/- Suscripciones/ reembolsos (neto)	0,00	0,00	0,00	0,00
-Beneficios brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
+/-Rendimientos netos	-18,63	0,78	-15,09	-2.314,26
(+) Rendimientos de gestión	-18,28	1,06	-14,09	-1.679,51
+ Intereses	0,42	0,40	1,12	-3,92
+ Dividendos	0,31	0,03	0,46	837,86
+/- Resultados en renta fija (realizadas o no)	-0,64	-0,04	-1,46	1.219,46
+/- Resultados en renta variable (realizadas o no)	-1,90	0,03	1,73	-6.358,03
+/- Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Resultado en derivados (realizadas o no)	-13,45	1,17	-10,99	-1.152,96
+/- Resultado en IIC (realizados o no)	-3,60	-0,46	-4,99	621,78
+/- Otros resultados	0,58	-0,07	0,04	-873,05
+/- Otros rendimientos	0,00	0,00	0,00	0,00
(-) Gastos repercutidos	-0,35	-0,28	-1,00	6,49
- Comisión de gestión	-0,13	-0,09	-0,39	31,76
- Comisión de depositario	-0,03	-0,02	-0,07	-7,46
- Gastos por servicios exteriores	-0,11	-0,13	-0,34	-24,82
- Otros gastos de gestión corriente	-0,07	-0,04	-0,15	53,52
- Otros gastos repercutidos	-0,01	0,00	-0,05	306,85
(+) Ingresos	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Comisiones de descuento a favor de la IIC	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Comisiones retrocedidas	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Otros ingresos	0,00	0,00	0,00	0,00
PATRIMONIO FIN PERIODO ACTUAL	2.476.409,17	2.982.709,15	2.476.409,17	

Notas: El período se refiere al trimestre o al semestre, según sea el caso.

### 3. Inversiones financieras

#### 3.1 Inversiones financieras a valor estimado de realización y en porcentaje sobre el patrimonio, al cierre del período

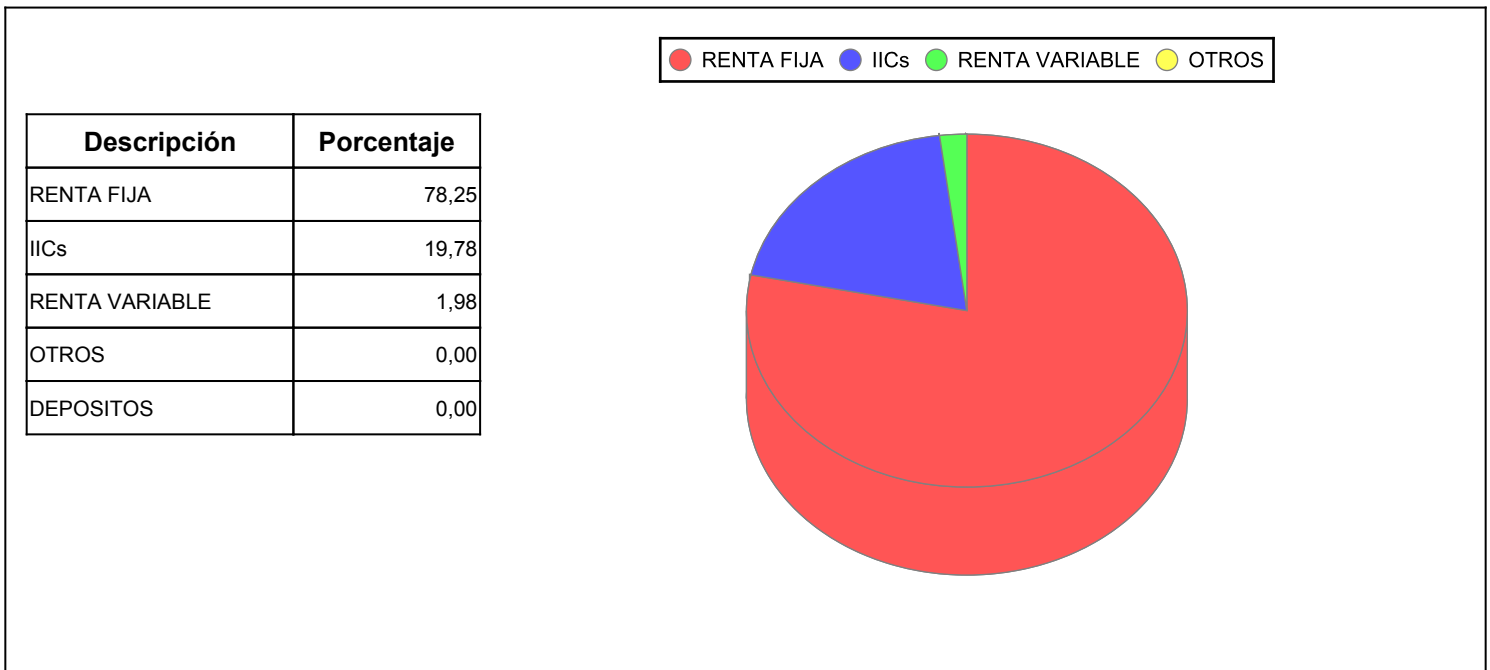
Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Período actual		Período anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
BONOS FADE VTO 17/03/2014 CUPON 4,8%	EUR	101.187,32	4,09	101.041,31	3,39
CEDULAS HIPOTECARIAS BANKINTER S.A. VTO 23/09/2013 AL 3,75%	EUR	0,00	0,00	49.907,00	1,67
CEDULAS HIPOTECARIAS CAJA AHORROS GUIPUZCOA VTO 05/11/2014 CUPON 4,375	EUR	0,00	0,00	49.247,00	1,65

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Período actual		Período anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
Total Renta Fija Privada Cotizada más de 1 año -		101.187,32	4,09	200.195,31	6,71
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA -		101.187,32	4,09	200.195,31	6,71
BONOS/OBLIGACIONES DEL TESORO CUP. SEGREG., AL 4,60% VCTO. 30/07/2019	EUR	588.000,00	23,74	0,00	0,00
LETRAS EM. VTO. 21-10-2011	EUR	0,00	0,00	412.000,00	13,81
TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS -		588.000,00	23,74	412.000,00	13,81
TOTAL RENTA FIJA -		689.187,32	27,83	612.195,31	20,52
PARTICIPACIONES CARTESIO Y ACCIONES, FI	EUR	76.715,51	3,10	83.821,37	2,81
PA.ETF LYXOR ETF STOXX EUROPE 600 TELECOMMUNICATIONS	EUR	0,00	0,00	147.963,00	4,96
TOTAL IIC -		76.715,51	3,10	231.784,37	7,77
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR -		765.902,83	30,93	843.979,68	28,29
BONOS INSTITUT CREDITO OFICIAL VTO 31/03/2014 CUPON 4,375%	EUR	100.172,64	4,04	199.848,55	6,70
Total Deuda Pública Cotizada más de 1 año -		100.172,64	4,04	199.848,55	6,70
OBLIGACIONES CARNIVAL PLC AL 4,25 VTO 27/11/06	EUR	77.956,00	3,15	77.702,93	2,61
BONOS TELECOM ITALIA CAPITAL VTO 18/06/2014	USD	75.452,75	3,05	76.225,74	2,56
OBLIGACIONES GENERAL ELEC CAP CORP VTO 08/05/2013 CUPON FLOAT	USD	95.298,14	3,85	89.509,06	3,00
OBLIGACIONES JP MORGAN CHASE & CO VTO. 12/10/2015 VARIABLE	EUR	88.410,01	3,57	93.688,44	3,14
OBLIGACIONES VODAFONE GROUP PLC VTO 06/06/2014	EUR	89.290,03	3,61	89.782,96	3,01
OBLIGACIONES CITIGROUP INC VTO. 09/02/2016	EUR	78.742,79	3,18	84.628,76	2,84
OBLIGACIONES MORGAN STANLEY VTO. 13/04/2016	EUR	81.804,70	3,30	92.443,49	3,10
BONOS SOCIETE GENERALE VTO 31/03/2015 CUPON 3	EUR	47.092,00	1,90	0,00	0,00
OBLIGACIONES GOLDMAN SACHS GROUP INC VTO. 02/02/2015 VARIABLE	EUR	80.446,87	3,25	86.101,26	2,89
OBLIGACIONES NATL GRID PLC VTO. 21/03/2013 AL 4,125%	EUR	93.590,16	3,78	92.835,22	3,11
Total Renta Fija Privada Cotizada más de 1 año -		808.083,45	32,64	782.917,86	26,26
BONOS BANCO SANTANDER TOTTA SA VTO 12/06/2012	EUR	48.655,33	1,97	48.934,46	1,64
BONOS WACHOVIA CORP VTO 01/08/2011	EUR	0,00	0,00	45.448,00	1,52
Total Renta Fija Privada Cotizada menos de 1 año -		48.655,33	1,97	94.382,46	3,16
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA -		956.911,42	38,65	1.077.148,87	36,12
TOTAL RENTA FIJA -		956.911,42	38,65	1.077.148,87	36,12
ACCIONES PETROLEO BRASILEIRO S.A.-ADR	USD	41.565,00	1,68	0,00	0,00
ACCIONES CITIGROUP INC - NEW	USD	0,00	0,00	40.796,00	1,37
ACCIONES JPMORGAN CHASE & CO	USD	0,00	0,00	41.073,00	1,38
ACCIONES BANK OF AMERICA CORP	USD	0,00	0,00	39.584,00	1,33
ACCIONES WELLS FARGO COMPANY	USD	0,00	0,00	43.683,00	1,46
TOTAL RV COTIZADA -		41.565,00	1,68	165.136,00	5,54
TOTAL RENTA VARIABLE -		41.565,00	1,68	165.136,00	5,54
PARTICIPACIONES FIDELITY-CHINA CONSUMER-YA\$	USD	74.586,00	3,01	0,00	0,00

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Período actual		Período anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
PARTICIPACIONES MW GAVEKAL ASIAN OPPORT-A\$	USD	132.258,67	5,34	138.310,11	4,64
PARTICIPACIONES BGF-WORLD MINING HEDGED=A2	EUR	62.369,00	2,52	0,00	0,00
PARTICIPACIONES MORGAN ST INV F-GLB BRNDS-ZH	EUR	70.132,58	2,83	150.134,34	5,03
PA.ETF VANGUARD INFO TECH ETF	USD	0,00	0,00	135.703,00	4,55
PA.ETF ETF ISHARES MSCI EMERGING MKT IN	USD	0,00	0,00	147.579,00	4,95
<b>TOTAL IIC -</b>		<b>339.346,25</b>	<b>13,70</b>	<b>571.726,45</b>	<b>19,17</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR -</b>		<b>1.337.822,67</b>	<b>54,03</b>	<b>1.814.011,32</b>	<b>60,83</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS -</b>		<b>2.103.725,50</b>	<b>84,96</b>	<b>2.657.991,00</b>	<b>89,12</b>

Notas: El período se refiere al trimestre o al semestre, según sea el caso

### 3.2 Distribución de las inversiones financieras al cierre del período. Porcentaje respecto al patrimonio total.



### 3.3 Operativa en derivados. Resumen de las posiciones abiertas al cierre del período.

	Instrumento	Importe nominal comprometido	Objetivo de la inversión
DECEMBER 11 CALLS ON DAX VTO 16/12/2011	Compra de opciones call	416.250,00	Inversion
DECEMBER 11 CALLS ON SX5E VTO 16/12/2011	Compra de opciones call	301.000,00	Inversion
DECEMBER 11 CALLS ON UKX VTO 16/12/2011	Compra de opciones call	308.659,77	Inversion
DECEMBER 11 CALLS ON SPX VTO 17/12/2011	Compra de opciones call	1.333.036,98	Inversion
<b>Total subyacente renta variable</b>		<b>2.358.946,75</b>	
DECEMBER 11 CALLS ON EEM US VTO 17/12/20	Compra de opciones call	254.832,24	Inversion
<b>Total otros subyacentes</b>		<b>254.832,24</b>	
<b>TOTAL DERECHOS</b>		<b>2.613.778,99</b>	

	Instrumento	Importe nominal comprometido	Objetivo de la inversión
DECEMBER 11 CALLS ON SX5E VTO 16/12/2011	Emisión de opciones call	322.000,00	Inversion
DECEMBER 11 PUTS ON DAX VTO 16/12/2011 S	Emisión de opciones put	386.250,00	Inversion
DECEMBER 11 CALLS ON UKX VTO 16/12/2011	Emisión de opciones call	325.967,79	Inversion
DECEMBER 11 PUTS ON SX5E VTO 16/12/2011	Emisión de opciones put	280.000,00	Inversion
DECEMBER 11 PUTS ON SPX VTO 17/12/2011 S	Emisión de opciones put	1.238.613,53	Inversion
DECEMBER 11 CALLS ON SPX VTO 17/12/2011	Emisión de opciones call	1.421.906,11	Inversion
DECEMBER 11 CALLS ON DAX VTO 16/12/2011	Emisión de opciones call	446.250,00	Inversion
DECEMBER 11 PUTS ON UKX VTO 16/12/2011 S	Emisión de opciones put	285.582,40	Inversion
<b>Total subyacente renta variable</b>		4.706.569,83	
DOLAR USA	Futuros y operaciones a plazo de venta	872.097,08	Inversion
DOLAR USA	Futuros comprados	273.749,64	Inversion
LIBRA ESTERL	Futuros y operaciones a plazo de venta	33.886,82	Inversion
<b>Total subyacente tipo de cambio</b>		1.179.733,54	
DECEMBER 11 CALLS ON EEM US VTO 17/12/20	Emisión de opciones call	282.381,67	Inversion
DECEMBER 11 PUTS ON EEM US VTO 17/12/201	Emisión de opciones put	227.282,81	Inversion
<b>Total otros subyacentes</b>		509.664,48	
<b>TOTAL OBLIGACIONES</b>		6.395.967,85	

#### 4. Hechos relevantes

	SI	NO
a. Suspensión temporal de la negociación de acciones		X
b. Reanudación de la negociación de acciones		X
c. Reducción significativa de capital en circulación		X
d. Endeudamiento superior al 5% del patrimonio		X
e. Cambio en elementos esenciales del folleto informativo		X
f. Imposibilidad de poner más acciones en circulación		X
g. Otros hechos relevantes		X

#### 5. Anexo explicativo de hechos relevantes

No Aplicable
--------------

#### 6. Operaciones vinculadas y otras informaciones

	SI	NO
a. Accionistas significativos en el capital de la sociedad (porcentaje superior al 20%)	X	
b. Modificaciones de escasa relevancia en los Estatutos Sociales		X
c. Gestora y el depositario son del mismo grupo (según artículo 4 de la LMV)		X
d. Se han realizado operaciones de adquisición y venta de valores en los que el depositario ha actuado como vendedor o comprador respectivamente	X	
e. Se han adquirido valores o instrumentos financieros emitidos o avalados por alguna entidad del grupo de la gestora, sociedad de inversión o depositario, o alguno de éstos ha actuado como colocador, asegurador, directos o asesor o se		X

han prestado valores a entidades vinculadas.		
f. Se han adquirido valores o instrumentos financieros cuya contrapartida ha sido otra entidad del grupo de la gestora, sociedad de inversión, depositario u otra IIC gestionada por la misma gestora u otra gestora del grupo		X
g. Se ha percibido ingresos por entidades del grupo de la gestora que tienen como origen comisiones o gastos satisfechos por la IIC		X
h. Otras informaciones u operaciones vinculadas		X

## 7. Anexo explicativo sobre operaciones vinculadas y otras informaciones

Con referencia al apartado a), con fecha 30/09/2011, la sociedad tiene un accionista que posee más de un 94,15% de las acciones en circulación.

Referente al apartado (d) de acuerdo con el Reglamento de IIC, la contratación de repos vencimiento a día, realiza en deuda pública, con el depositario RBC Dexia Investor Services España, S.A.

## 8. Información y advertencias a instancia de la CNMV

No Aplicable

## 9. Anexo explicativo del informe periódico

El escenario macro sigue preocupando

A lo largo del tercer trimestre del año el escenario macro estadounidense seguía ofreciendo registros que ponían en evidencia el deterioro de la primera economía mundial. Entre los datos macro que iban publicándose destacamos los vaivenes en los datos del mercado laboral, cuyos registros de junio y agosto resultaban especialmente decepcionantes, por la importancia que tiene el empleo de cara al consumo que es la pieza clave para asegurar una recuperación sostenida de esta economía en tanto representa el 75% del PIB de este país.

De hecho, este escenario económico llevaba a la FED a tomar nuevas medidas de política no convencional durante el trimestre. El FOMC de agosto daba indicios del reinicio de las mismas. La autoridad monetaria reconocía en las actas de esta reunión la ralentización del crecimiento económico y el empeoramiento del mercado laboral. Ante esta situación decidía mantener los tipos en su rango actual, 0-0,25%, pero cambiaba su coetilla usual de por un periodo prolongado de tiempo por hasta al menos mediados de 2013. Además, afirmaban que la institución estaba preparada para tomar más estímulos si fuera necesario. Ante esto el mercado empezaba a especular cada vez con más insistencia con el anuncio de nuevas medidas. Ganaba interés la comparecencia del presidente de la FED, Ben Bernanke, en el simposio que reúne anualmente a los principales banqueros centrales del mundo en Jackson Hole. La intervención de Bernanke finalmente resultaba decepcionante al no anunciar ninguna medida concreta. Finalmente, la FED anunciaba en septiembre el llamado operation twist, es decir, la recomposición de su cartera a través del canje de bonos a corto plazo por otros con vencimiento más largo. En concreto, venderá hasta junio de 2012 400.000\$ millones en deuda con vencimiento igual o inferior a 3 años y comprará referencias con vencimiento entre 6 y 30 años. Con esta medida se trata de dar soporte al aún frágil mercado inmobiliario de EEUU en el que las hipotecas están mayoritariamente referenciadas a tipos a largo plazo. Además, también con este fin, la FED anunciaba una medida no esperada: la reinversión de los pagos de principal de MBS y deuda de agencias en MBS de agencia, y no en treasuries como venía haciendo hasta ahora.

y el euro sigue depreciándose en su cruce con el dólar

El euro terminaba septiembre a 1,3449 vs. el dólar frente el 1,4513 al cierre de junio. Importante apreciación, por tanto del dólar. Las incertidumbres que se ciernen sobre la economía global y especialmente la crisis soberana europea, aún lejos de resolverse, favorecían el papel de divisa refugio del dólar.

Renta variable

Caidas en bolsa dado el escenario en mercados. Los inversores apostaban por la cautela y huían de las inversiones con mayores riesgos asociados.

Revalorización índices bursátiles

Cierre período Cierre período anterior Revalorización Período Revalorización período anterior

Dow Jones 10913,04 12414,3 -12,09% -0,77%

S&P 1131,42 1320,64 -14,33% -0,39%

Nasdaq 2415,40 2773,52 -12,91% -0,27%

Eurostoxx50 2179,66 2848,53 -23,48% -2,14%

DAX 5502,02 7376,24 -25,41% -4,76%

IBEX 35 8546,60 10359,9 -17,50% -2,05%

CAC 40 2981,96 3982,21 -25,12% -0,17%

FTSE 100 5128,48 5945,71 -13,74% -0,63%

Nikkei 8700,29 9816,09 -11,37% -0,63%

y los focos de incertidumbre del trimestre anterior no se disipaban

Además, continuaban presentes a principios del trimestre los temores a un fracaso de negociaciones entre los representantes políticos para llegar a un acuerdo que permitiera aumentar el techo del endeudamiento público antes del 2 de agosto, fecha en la que el Tesoro advertía que el gasto debería reducirse drásticamente de no llegar a un acuerdo. Tanto es así que dos de las tres principales agencias de calificación pasaban de lanzar advertencias sobre posibles acciones sobre el AAA del país, a anunciar movimientos más agresivos. Por un lado, Moodys y S&P ponían en revisión negativa el AAA del país. De hecho, pese a que poco antes de la fecha límite se conseguía llegar a un acuerdo para incrementar el techo de deuda, S&P tomaba una decisión histórica al decidir rebajar el rating de EEUU desde AAA hasta AA+ y mantenía el outlook negativo; afirmaba el A-1+ del corto plazo. La agencia argumentaba que el acuerdo alcanzado de consolidación fiscal quedaba por debajo de lo que sería necesario para estabilizar la dinámica de la deuda a medio plazo. Además, mencionaba que la efectividad, estabilidad y capacidad de predecir la política americana y sus instituciones se ha debilitado en un momento de retos fiscales y económicos en mayor medida de lo que esperaban cuando asignaron el outlook negativo en abril. Respecto al outlook negativo, comentaban que podrían rebajar la calificación hasta AA en los dos próximos años si se observa una reducción del gasto menor de lo acordado, mayores costes de financiación o nuevas presiones fiscales.

lo que favorecía un trimestre más a los treasuries

Las incertidumbres en mercados espoleaban los precios de los treasuries cuyas característica de activo de bajo riesgo atraía a unos inversores cada vez más preocupados dado el contexto económico no sólo estadounidense, sino global. Así, el treasury a dos años cerraba septiembre a 0,24%, el diez años a 1,91% y el treinta años a 2,91% vs. 0,46%, 3,16% y 4,37% al cierre de junio. Como reflejan los niveles, las caídas de tipos son mayores en los largos que en los cortos en gran medida debido a las débiles perspectivas de crecimiento a largo plazo y al anclaje de los cortos en torno al actual nivel en que se encuentran, y encontrarán al menos hasta mediados de 2013, los fed funds. Los rumores sobre el anuncio del operation twist por la FED y su posterior concreción favorecían también mayores caídas de tipos de los largos.

En Europa Grecia seguía centrando la atención

En Europa el trimestre se iniciaba con preocupaciones en torno a Grecia. Las autoridades europeas venían manteniendo ya en los últimos meses del



segundo trimestre del año múltiples reuniones para diseñar un segundo paquete de ayuda al país heleno. Tal y como viene siendo habitual, las posturas que mantenían en cuanto a la forma de articular las nuevas medidas eran totalmente contrapuestas y mostraban una vez más la falta de dinamismo dentro del Área Euro para tomar medidas contundentes y, sobre todo, rápidas y eficaces para frenar el continuo deterioro no sólo de la situación económica sino del sentimiento de los inversores. Finalmente, era en la reunión extraordinaria del Eurogrupo el 21 de julio cuando se acordaban las líneas básicas de un nuevo paquete de ayuda a Grecia por 109.000 millones. La propuesta incluía la participación voluntaria del sector privado a través de diferentes vías (intercambios de deuda, rollovers, recompras) y por un total de unos 37.000 millones. Por un lado, se acordaba mejorar los términos de las ayudas concedidas al país (se alargaban los vencimientos desde los 7,5 años hasta un mínimo de 15 años y un máximo de 30 y se rebajaban los tipos de interés hasta alrededor del 3,5% desde el 4,5%), lo que se hacía extensivo también a Irlanda y a Portugal. Además, se acordaba flexibilizar el EFSF que podrá recomprar deuda pública en secundario, otorgar créditos a cualquier país del Área Euro y recapitalizar a los bancos.

Ahora bien, la respuesta tardía y descoordinada de las autoridades contribuía a que el castigo que venían sufriendo los países periféricos rescatados (Grecia, Irlanda y Portugal) se trasladara a otros como España e Italia. Situación que reflejan las agudas ampliaciones de spreads que sufría la deuda soberana española e italiana frente a la alemana. De hecho, en ambos casos, llegaban a superar los 400 p.b. Tanto es así que el Banco Central Europeo anunciaba a principios de agosto que implementaría activamente su Securities Markets Programme, algo que se entendía como una insinuación de compra de deuda española e italiana.

Ahora, esta iniciativa no lograba contener definitivamente las dudas en mercados al aparecer noticias que, por un lado, obstaculizaban la articulación del nuevo paquete de ayuda a Grecia y, por otro, el desembolso de los fondos ya acordados en el primer rescate.

En cuanto a las primeras, tras los acuerdos del 21 de julio varios países, principalmente Finlandia, amenazaban con no participar en el segundo paquete de asistencia si Grecia no les otorgaba garantías adicionales. Alemania se mostraba totalmente reacia a esta concesión al suponer un trato discriminatorio para los demás países participantes. Una vez más quedaba al descubierto la falta de cohesión entre las autoridades europeas lo que desencadenaba en un nuevo rebrote de la aversión al riesgo.

En cuanto a los fondos ya comprometidos en el primer rescate, el desbloqueo de los 8.000 millones del sexto tramo de ayuda al país chocaba con el anuncio de que Grecia no iba a alcanzar los objetivos de reducción del déficit exigidos como condición al desembolso. Aunque el gobierno griego anunciaba rápidamente nuevas medidas de austeridad, a día de hoy todavía no se ha autorizado el desbloqueo de este tramo de ayuda aunque todo indica que esto sucederá en breve.

El nerviosismo se reflejaba en los aumentos de precio de la deuda alemana y las ampliaciones de spreads de periféricos

Una muestra de las tensiones vividas en mercados durante estos meses son los profundos aumentos de precios de la deuda alemana y las ampliaciones de diferenciales de deuda de países periféricos frente a la deuda alemana.

Empezando por la deuda alemana, el bono alemán de referencia a dos años terminaba septiembre a 0,55% vs. 1,61% a finales del 2T11, el diez años cerraba el 3T11 a 1,89% vs. 3,02% al término de junio y el treinta años acababa septiembre a 2,64% vs. 3,76% al final del 2T11.

Respecto a los spreads, el 10 años Grecia-Alemania cerraba el 3T11 a 2079,848 p.b. vs. 1331,120 p.b al finalizar junio; el 10 años Portugal-Alemania terminaba septiembre a 904,533 p.b. vs. 787,139 p.b. al cierre del 2T11; el 10 años España-Alemania acababa septiembre a 324,871 p.b. vs. 242,125 p.b. al cierre de junio. Finalmente, el 10 años Italia-Alemania terminaba el 3T11 a 365,007 p.b. vs. 185,698 p.b. al finalizar el trimestre anterior. Resulta llamativo el comportamiento diferencial de Irlanda que estrechaba de manera significativa durante estos meses: hasta 575,018 p.b. al cierre del 3T11 desde 867,019 al término de junio.

Nuevos focos de tensión para la banca: la liquidez y el posible incremento de haircuts sobre la deuda griega

Pese a que en julio conocíamos unos satisfactorios resultados de los stress test que se llevaban a cabo sobre el sector financiero europeo, en septiembre las autoridades europeas acordaban que se debía proceder a una recapitalización de la banca. Y es que estas pruebas se ganaban muy pronto la crítica del mercado que las acusaban de basarse en unos supuestos demasiado benignos, como ejemplo, no contemplaban entre los escenarios de estrés la posibilidad de una reestructuración de deuda soberana, ni siquiera en el caso de Grecia. El resultado final era que sólo ocho entidades, cinco de ellas españolas, no lograban alcanzar el nivel de core Tier 1 del 5% de activos ponderados por el riesgo y las necesidades de capital en conjunto para