

## Guiños

- **El mercado sigue percibiendo que Europa empieza a desperezarse.** Más vale tarde que nunca.
- En clave de crecimiento, **a la zona Euro no le queda otro remedio que resignarse a un horizonte de actividad cautiva del proceso de consolidación fiscal.**

Los **activos de riesgo** han seguido **encontrando soporte**, además de en la continuidad del **flujo de noticias positivas dentro del ámbito macro estadounidense** (ayer, con el repunte del **ISM de manufacturas** como principal exponente, reforzado por una fotografía cualitativa por componentes positiva), **en la perspectiva de un acercamiento a un escenario de mayor compromiso con la gestión de la crisis desde la esfera institucional**, al que ayer Sarkozy hizo especial insistencia en un nuevo llamamiento a reforzar la unión monetaria. Las declaraciones realizadas desde distintas instancias tras las reuniones del Eurogrupo y Ecofin a comienzos de semana –que señalarían a una **posible flexibilización de la postura alemana respecto al papel del BCE** como garante de la estabilidad financiera- se vieron ayer reforzadas con el **discurso del presidente del BCE, Draghi, en el Parlamento Europeo**, no exento de guiños a un papel más activo de la autoridad monetaria, aunque siempre sujeto a ciertas condiciones. **Reforzar el rol del BCE en la crisis exige, en primer lugar, “desatascar” una agenda europea** que ha dado muy pocas muestras de agilidad hasta el momento. Pasos decididos como el de **sentar las bases de un gran pacto fiscal entre los socios del euro**, con la mira puesta en el Consejo Europeo del próximo 9 de diciembre, se configuran como pre-requisitos básicos. Las palabras de Draghi en este punto resultan más que significativas: *“other elements might follow, but the sequencing matters”*. Conscientes del “giro” que pueden tomar los acontecimientos en los próximos días, **no desactivamos todavía nuestra recomendación de mantener un posicionamiento defensivo en mercados, aunque reconociendo que la entrada en escena del BCE es probablemente el único revulsivo que puede favorecer una dinámica de recuperación del apetito por el riesgo en los principales activos en euros.**

**El discurso de Draghi también ha ofrecido algunas pistas sobre las posibles medidas que, con carácter más inmediato, puede adoptar el BCE** para apoyar el ciclo y la liquidez, en la víspera del Consejo de Gobierno que tendrá lugar la semana que viene (8 de diciembre). Pensamos que gana probabilidades: (i) **una nueva bajada en el tipo repo de 25 pb** ante la intensificación de los riesgos para el escenario económico, algo avalado por el balance de los últimos indicadores de confianza y actividad en la zona Euro, y (ii) el **refuerzo del esquema de subastas del BCE** (hace tan sólo una semana distintos rumores de mercado apuntaban a la posibilidad de que el BCE concediese liquidez a plazos superiores al año). Tampoco descartamos que la mención de Draghi a la escasez de **colateral** elegible pueda traducirse en la **flexibilización de los criterios de elegibilidad** para acceder a la operativa repo, aunque sea a costa de asistir a un incremento sustancial en las cifras de apelación.

**Lo que es palpable es que la recuperación iniciada en la zona Euro desde 3T09 ha perdido vigor y las perspectivas apuntan a una contracción del PIB en el último tramo de 2011.** El escenario que proyectamos **para 2012 señala un crecimiento muy modesto por las mismas causas que explican la reciente desaceleración:** (i) pérdida de pulso típica tras la fase inicial de una recuperación cíclica, (ii) los ajustes fiscales adicionales en la periferia y también en las economías centrales de la región, (iii) las tensiones financieras derivadas de la crisis soberana y el deterioro de la confianza de los agentes económicos, y (iv) la extensión de la crisis soberana a la banca europea y con ello a su capacidad de préstamo. **Este escenario asume que (a) la zona Euro evitará una crisis financiera con todas las letras** y las dislocaciones económicas subsiguientes, (b) **la respuesta institucional contiene los episodios de agudización de la crisis** (si bien no resuelve el fondo de la misma), y (c) **la restricción crediticia seguirá imperando a medio plazo.** La combinación de crédito escaso, mayor austeridad fiscal y tensión prolongada en el mercado financiero ha **elevado de forma sensible el riesgo de**

**materialización de una recesión técnica en la primera mitad del ejercicio. Por países,** en **Alemania**, la desaceleración global pesará sobre las exportaciones. A pesar de que la situación financiera de empresas y familias es confortable – con niveles de desempleo en mínimos-, no es probable que la demanda interna compense el deterioro de la externa. En **Francia**, la menor tracción económica global, un ajuste fiscal *in crescendo* y el endurecimiento de las condiciones financieras harán que el PIB modere de forma sustancial el crecimiento en los trimestres venideros. Riesgos a la baja derivados de una aceleración del proceso de consolidación del gasto público. En **Italia**, la contracción de la actividad volverá a llamar a las puertas en 2012. El problema estructural de crecimiento – el PIB *per cápita* y la productividad fueron menores en 2010 que en 2000- no se solucionará de la noche a la mañana, en un contexto insostenible de endeudamiento público (que no de déficit).

**La inflación, todavía muy por encima del objetivo, se moderará para situarse por debajo del 2% en 2012** a medida que queda atrás el efecto del alza de energía e impuestos indirectos de 2011 (aunque en este último punto haya más incertidumbre). **En el contexto descrito, el BCE seguirá utilizando dos instrumentos con objetivos netamente diferenciados:** (i) el tipo oficial, dirigido a regular la demanda para cumplir su objetivo de inflación, y (ii) las medidas no convencionales, encaminadas a normalizar las disfunciones del mercado, favorecer la transmisión de la política monetaria y promover la estabilidad financiera: compra de bonos, *full allotment*, garantías... Las herramientas más heterodoxas son fundamentales para contener las presiones sobre la deuda de las economías periféricas y atenuar la presión sobre el *funding* de las instituciones financieras. En la situación actual de inestabilidad no es viable su retirada, pero la resistencia que crea en una parte del BCE por problemas de “*moral hazard*” y legitimidad política limitan la dimensión de sus operaciones, que en todo caso no son la solución de la UEM.

**Evolución de los mercados**

2 de diciembre de 2011 9:04

**Tipos de cambio**

	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	Forwards		
						mar-12	jun-12	sep-12
EUR/USD	1,3484	0,30%	1,84%	-1,91%	0,88%	1,3493	1,3500	1,3506
EUR/GBP	0,8588	0,22%	0,12%	-0,35%	0,18%	0,8604	0,8616	0,8629
EUR/YEN	104,865	0,39%	1,91%	-2,33%	-3,37%	104,69	104,53	104,37
EUR/CHF	1,2339	0,13%	0,17%	1,45%	-1,15%	1,2321	1,2297	1,2274
GBP/USD	1,5701	0,08%	1,72%	-1,57%	0,71%	1,5683	1,5668	1,5653
USD/YEN	77,77	0,09%	0,08%	-0,42%	-4,21%	77,59	77,43	77,27
USD/CHF	0,9151	-0,16%	-1,63%	3,42%	-2,01%	0,9132	0,9109	0,9087
USD/MXN	13,5980	-0,41%	-4,76%	0,18%	10,10%	13,7035	13,7949	13,8859
USD/ARS	4,2796	-0,18%	0,36%	0,69%	7,56%	4,8175	5,0633	5,4033
USD/CLP	515,25	0,00%	-2,24%	2,75%	10,10%	520,77	524,30	527,90
USD/BRL	1,7994	-0,39%	-4,65%	3,09%	8,40%	1,8369	1,8622	1,8875

**Materias primas**

	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	% 12 Meses
Crudo (Brent)	110,24	0,8%	3,25%	0,65%	16,90%	22,42%
Índice Commodity Research Bureau (CRB)	313,31	-0,2%	2,1%	-0,9%	-5,9%	0,4%
Índice Rogers International Commodity	959,76	-0,3%	2,5%	-0,2%	-5,9%	1,4%
Oro Futuro	1743,70	0,5%	3,44%	0,82%	22,7%	25,58%

**Deuda**

	Tipo	Día	Var. p.b.		Acum. Año	Dif Ale	Var. p.b.	
			Sem	Men			Día	Sem
Alemania	2 años	0,33	3	-14	-10	-54		
	3 años	0,50	3	-15	-6	-54		
	5 años	1,08	3	-15	9	-76		
	10 años	2,21	3	-6	38	-76		
	30 años	2,83	3	0	17	-59		
España	2 años	4,76	-2	-133	75	131	443	-5
	3 años	4,87	-5	-137	63	94	437	-8
	5 años	5,28	-1	-107	52	52	420	-88
	10 años	5,75	1	-95	29	30	354	-2
	30 años	6,19	1	-82	-7	23	336	-1
Italia	2 años	6,25	-7	-141	100	338	593	-9
	3 años	6,62	-8	-110	89	331	612	-11
	5 años	6,86	-8	-88	85	298	578	-11
	10 años	6,58	-7	-68	39	177	437	-10
	30 años	6,93	-2	-33	4	147	411	-5
Portugal	2 años	18,89	13	220	-141	1463	1856	10
	3 años	19,07	-5	212	155	1433	1858	-7
	5 años	17,81	20	214	309	1213	1673	17
	10 años	13,99	-7	178	219	739	1178	-10
Reino Unido	2 años	0,39	2	-6	-16	-71	6	-1
	3 años	0,48	3	-10	-24	-110	-1	0
	5 años	1,06	4	-6	-16	-115	-2	1
	10 años	2,32	4	2	2	-111	11	1
	30 años	3,26	4	10	-6	-97	44	1
EEUU*	2 años	0,25	0	-2	3	-34	-7	-3
	5 años	0,98	1	4	10	-104	-10	-2
	10 años	2,12	2	15	13	-120	-9	-1
	30 años	3,13	2	19	10	-125	31	-1

**Bolsas**

Divisa local

		Último	% día	% Sem	% Men	% Ytd
<b>EEUU</b>	<i>Dow Jones</i>	12020,03	-0,21%	6,77%	1,55%	3,82%
	<i>S&amp;P 500</i>	1244,58	-0,19%	7,13%	0,54%	-1,04%
	<i>NASDAQ C.</i>	2626,2	0,22%	6,75%	-0,52%	-1,01%
<b>Europa</b>	<i>FTSE 100</i>	5489,34	-0,29%	6,29%	0,10%	-6,96%
	<i>CAC 40</i>	3174,04	1,41%	11,10%	2,04%	-16,58%
	<i>DAX</i>	6123,07	1,44%	11,47%	2,64%	-11,44%
	<i>Ibex 35</i>	8514,6	1,11%	9,67%	-0,70%	-13,64%
	<i>MB30</i>	15425,16	1,18%	10,67%	0,99%	-23,54%
	<i>PSI 20</i>	5497,28	-0,71%	5,59%	-2,56%	-27,56%
	<i>DJ Euro Stoxx 50</i>	2345,45	1,37%	11,09%	2,34%	-16,02%
<b>Asia</b>	<i>DJ Stoxx 50</i>	2312,86	1,13%	8,47%	2,06%	-10,58%
	<i>Nikkei 225</i>	8643,75	0,54%	5,93%	0,04%	-15,50%
	<i>Hang Seng</i>	19091,38	0,47%	7,93%	-3,25%	-17,12%
<b>Latam</b>	<i>México Bolsa</i>	36567,63	-0,71%	3,52%	2,31%	-5,14%
	<i>Argentina Merval</i>	2609,14	1,81%	8,23%	-2,98%	-25,95%
	<i>Chile Select</i>	4140,147	-0,51%	3,14%	-3,06%	-15,98%
	<i>Brasil Bovespa</i>	58143,42	2,23%	5,18%	1,43%	-16,10%
<b>Mundial</b>	<i>MSCI World</i>	1184,46	-0,01%	7,89%	-0,41%	-7,47%

**Indices de Renta Fija UEM**

	Último	% día	% Sem	% Men	% Ytd
<i>Citigroup EMU GBI 1 to 3 Year</i>	155,9286	0,51%	1,28%	-0,24%	0,91%
<i>Citigroup EMU GBI 3 to 5 Year</i>	167,926	0,86%	2,33%	-1,04%	1,11%
<i>Citigroup EMU GBI 5 to 7 Year</i>	173,9716	1,29%	2,90%	-1,89%	0,70%
<i>Citigroup EMU GBI 7 to 10 Yea</i>	174,7113	1,80%	3,23%	-2,41%	1,43%

**Indices de Renta Fija EEUU**

	Último	% día	% Sem	% Men	% Ytd
<i>Citigroup US GBI 1 to 3 Year</i>	474,2482	-0,02%	0,01%	0,00%	1,41%
<i>Citigroup US GBI 3 to 5 Year</i>	686,4062	-0,06%	-0,20%	-0,06%	5,65%
<i>Citigroup US GBI 5 to 7 Year</i>	840,9753	-0,13%	-0,69%	-0,17%	9,62%
<i>Citigroup US GBI 7 to 10 Year</i>	948,9287	-0,28%	-1,53%	-0,47%	13,31%

\* Datos en capitalización anual

Fuente: Bloomberg

**Pendientes**

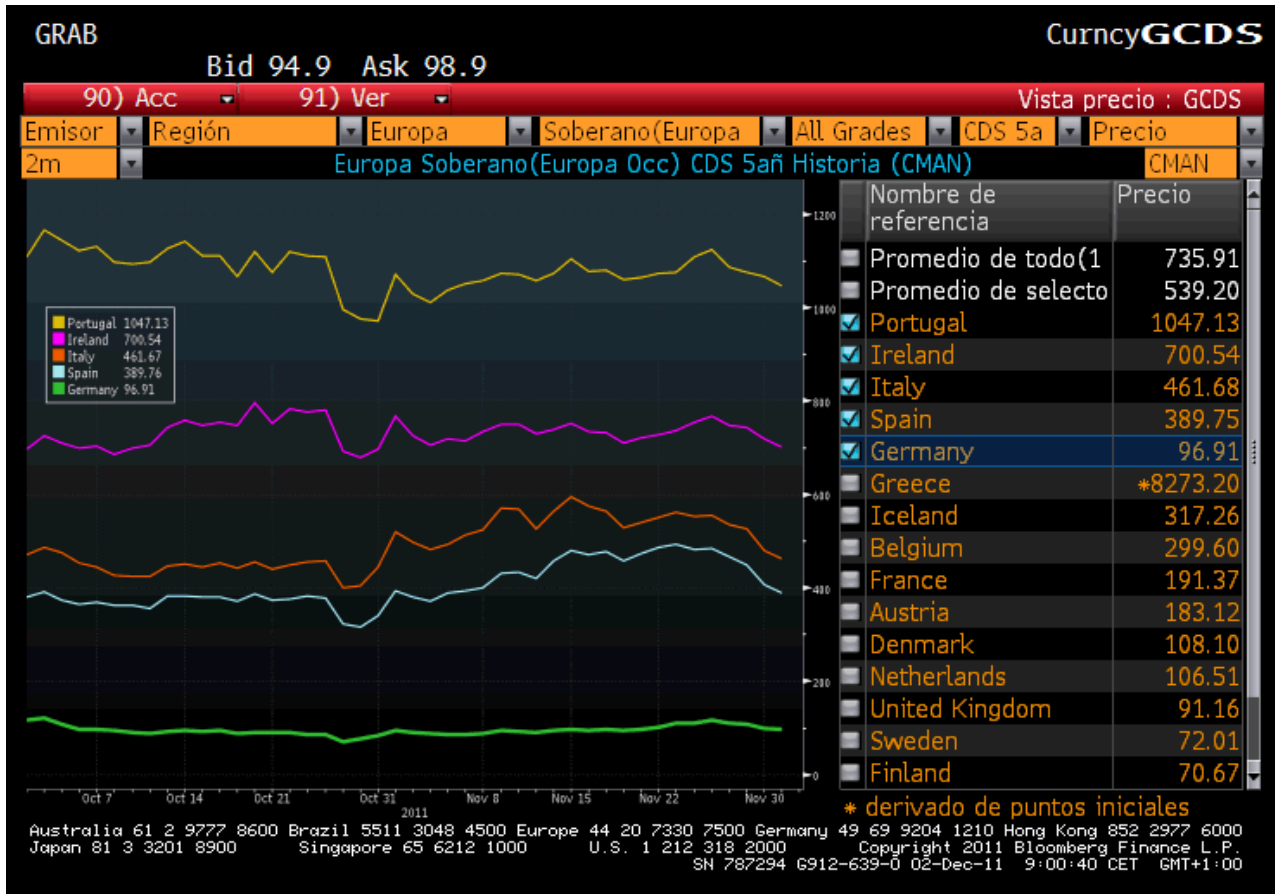
		Hoy	Var. p.b.			Acum.
			Día	Sem	Men	Año
<b>Alemania</b>	<i>5 - 2 años</i>	75	1	-2	18	-22
	<i>10 - 5 años</i>	113	0	10	29	0
	<i>10 - 2 años</i>	188	1	8	48	-22
<b>España</b>	<i>5 - 2 años</i>	52	1	26	-23	-79
	<i>10 - 5 años</i>	47	2	12	-23	-23
	<i>10 - 2 años</i>	99	3	38	-47	-101
<b>Italia</b>	<i>5 - 2 años</i>	61	-1	53	-16	-40
	<i>10 - 5 años</i>	-28	1	20	-46	-121
	<i>10 - 2 años</i>	33	0	73	-61	-161
<b>Portugal</b>	<i>5 - 2 años</i>	-108	7	-6	450	-250
	<i>10 - 5 años</i>	-382	-27	-37	-90	-474
	<i>10 - 2 años</i>	-490	-19	-43	360	-724
<b>Reino Unido</b>	<i>5 - 2 años</i>	67	2	0	0	-44
	<i>10 - 5 años</i>	126	0	8	17	4
	<i>10 - 2 años</i>	193	3	8	18	-40
<b>EEUU</b>	<i>5 - 2 años</i>	72	1	6	7	-70
	<i>10 - 5 años</i>	114	1	10	3	-16
	<i>10 - 2 años</i>	187	2	17	10	-86

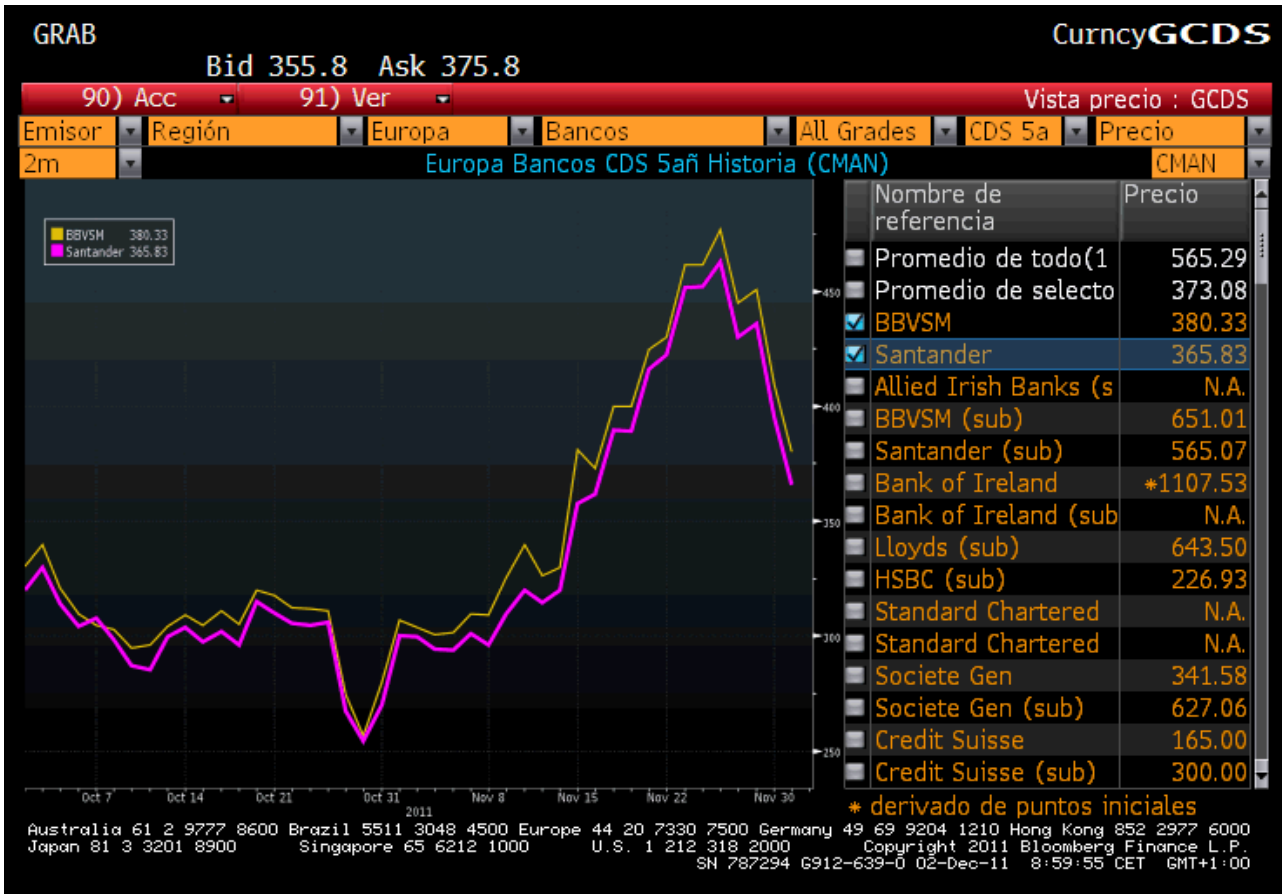
**Deuda Latam**

	Vencimiento	Divisa	Precio	YTM
<b>Méjico</b>	30/12/2019	USD	145,50	1,990
<b>Brasil</b>	17/01/2017	USD	115,90	2,652
<b>Argentina</b>	17/04/2017	USD	79,52	12,622
<b>Chile</b>	01/06/2015	CLP	109,47	5,094

**Indices de Renta Fija Latam**

	Último	% día	% Sem	% Men	% Ytd
<i>JP Morgan GBI-EM Global Latam Hedged</i>	202	-0,16%	0,83%	0,76%	7,71%
<i>JP Morgan GBI-EM Global Latam Unhedged</i>	310,9	0,16%	5,43%	0,02%	4,76%





**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.