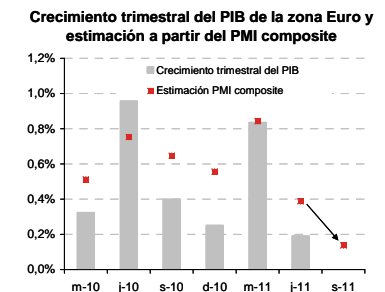
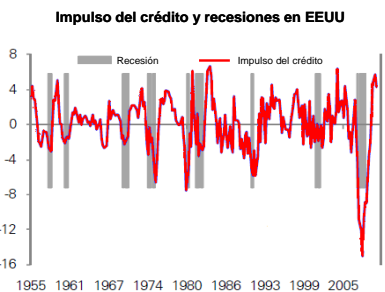
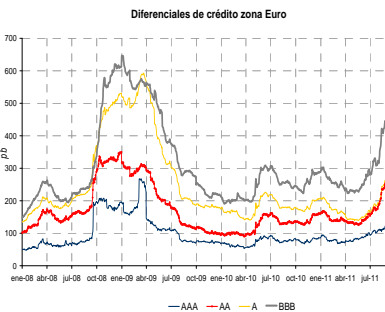
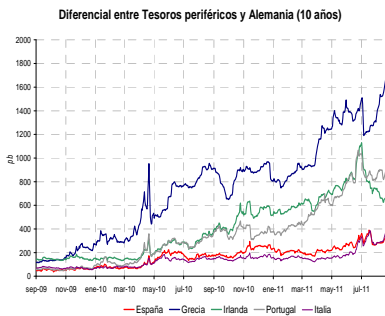


Claves de la semana pasada

- La re-introducción de estrategias pro-crecimiento, siguiendo el esquema de mayor flexibilidad fiscal en el presente a cambio de consolidación a medio plazo, constituye una cuestión de alta importancia en este punto del ciclo. EEUU ha dado el primer paso al frente: **Obama presentó un nuevo plan de estímulo, pendiente de aprobación en el Congreso, por cuantía de 447.000 millones de dólares**, de los que dos terceras partes consistirán en beneficios fiscales para promover la creación de empleo.

Ponemos el foco en...

En paralelo a la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento que hemos acometido en nuestro cuadro macro (hasta el 3,8% en 2011 y 2012 para el PIB mundial desde el 4,0% y 4,4% respectivamente), hemos elevado hasta el 30% (desde el 20% previo) las probabilidades asignadas a la materialización de un escenario en "W" o de retorno de la recesión a escala global. La recuperación seguirá en marcha, pero el débil crecimiento en las economías OCDE complicará el fortalecimiento de los balances financieros del sector público (de manera generalizada), entidades financieras (básicamente en Europa) y familias (EEUU, Reino Unido, España...), restando solidez al proceso. Manejamos, por tanto, un escenario de menor crecimiento durante un periodo algo más prolongado que el previsto con anterioridad. Pero... ¿por qué un renovado panorama recesivo sigue sin parecerse el escenario más verosímil?. Por la conjunción de diferentes factores: (i) tipos reales en niveles históricamente bajos y posibilidad de nuevas medidas monetarias de carácter cuantitativo, (ii) ajustes acometidos en los últimos años en los principales desequilibrios causantes de la "Gran Recesión" (apalancamiento, burbuja inmobiliaria), (iii) los componentes más cíclicos de demanda (consumo de bienes duraderos, inversión en bienes de equipo y residencial) se encuentran en las economías más frágiles por debajo de su peso tendencial en el PIB, lo que limita el margen de ajuste, (iv) una situación financiera más sólida a escala empresarial, y (v) los fundamentos estructurales más robustos de las economías emergentes. No obstante, la caída de la actividad en las economías desarrolladas se aceleraría si (a) se intensificara el deterioro del mercado financiero, vía bolsa (amplificación del efecto pobreza) o vía crédito (impacto en el sector financiero que amplificaría la restricción crediticia), (b) profundizara la cesión de la confianza de los agentes económicos, acelerando el proceso de desapalancamiento y la caída de la demanda, (c) los canales de transmisión de la política monetaria siguieran en fase de deterioro, (d) continuara poniéndose más énfasis en ajustes fiscales inmediatos que en reformas por el lado de los gastos y los ingresos con una óptica de más largo plazo, (e) se mantuviera vigente la falta de concreción y determinación de las autoridades para afrontar los problemas de solvencia en la zona Euro... Se acercan fechas clave para constatar hasta qué punto está madura la negociación para dar luz verde a los nuevos mecanismos de rescate soberano. El foco de atención se centrará en las semanas vendieras en (1) "lo urgente": concesión de un nuevo tramo (el sexto) del paquete de ayuda a Grecia ya aprobado que le permita afrontar el perfil de vencimientos del último trimestre del año, (2) "lo necesario": abandono del inmovilismo desde Europa para definir la articulación del EFSF, que permita la propia articulación y eficacia del *Private Sector Involvement*, una vez reconocida la temporalidad de la actuación del BCE, (3) "lo complementario": respuestas anticrisis adicionales por las autoridades (¿más medicina cuantitativa en EEUU o el Reino Unido?, ¿plan de impulso al empleo en EEUU?, ¿prolongación de las exenciones fiscales en EEUU?). El tiempo apremia y hay que pasar del "dicho al hecho"; más allá de las declaraciones de intención recientes será indispensable ver una acción coordinada y contundente que concrete el mensaje reciente del FMI, la OCDE y el G-7 de disposición a hacer todo lo que sea necesario para evitar una deriva con consecuencias más dramáticas. La propia reacción del mercado es el síntoma más claro de la acuciante necesidad de actuación. Los niveles de estrés que cotizan las variables financieras exigen algo más que respuestas de índole monetario en los términos ya conocidos. Llegado a este punto, sólo si se quiebra, mediante acciones institucionales de calado, la espiral "riesgo soberano-bancario-cíclico" se puede generar un cambio en la percepción del mercado. En los próximos días, podrían sucederse novedades en este sentido.



Claves de esta semana

En las sesiones vendieras **confluirá una batería abultada de datos macro** –destacando los de ámbito industrial y de consumo en EEUU- **con una agenda institucional también densa**, mereciendo especial atención la reunión extraordinaria del FMI para tratar la problemática griega (14 de septiembre), la reunión informal de ministros de Finanzas de la Unión Europea (16 y 17) y las elecciones en el *länder* de Berlín (18).

Tipología de Activos

Renta Variable

Las bolsas vuelven a buscar los mínimos de agosto (estadounidenses) o profundizan en ellos (europeas) con la continuidad de la incertidumbre soberana como lastre, sobre todo para el sector financiero, con Grecia como telón de fondo.

Recomendamos... NEUTRALIZAR. De la mano de la rebaja de las estimaciones de crecimiento económico, en un proceso de desaceleración que no de recesión, recomendamos un posicionamiento de neutralidad. A nivel geográfico, sobreponderamos Emergentes y EEUU e infraponderamos Europa (aunque Alemania debe tener presencia en las carteras). Reducimos el sesgo cíclico en la estructura sectorial. ¿Por qué la preferencia por EEUU frente a Europa?. En EEUU, planteamos un crecimiento en el entorno del 2% anualizado promedio a lo largo de la segunda mitad del ejercicio (frente al 0,7% de la primera) por (i) paulatina "normalización" de la actividad industrial, (ii) variable crédito más saludable que en Europa, (iii) probable plan de estímulo al empleo, (iv) respuestas adicionales de la Fed con más estímulo monetario (no necesariamente a través de un QE en su versión tradicional) En la zona Euro, por su parte, prevemos un práctico estancamiento en 2S11 en un entorno de (a) endurecimiento de las condiciones financieras, (b) ajuste fiscal, (c) efecto en confianza, (d) BCE menos generoso que la Fed, (e) foco de inestabilidad soberana que demanda actuaciones decisivas con urgencia.

Renta Fija

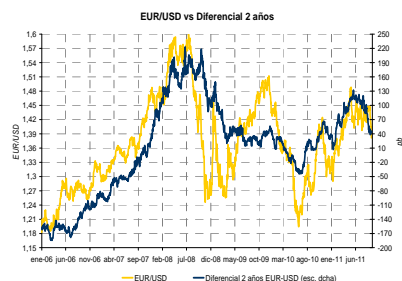
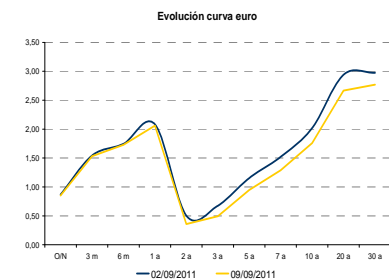
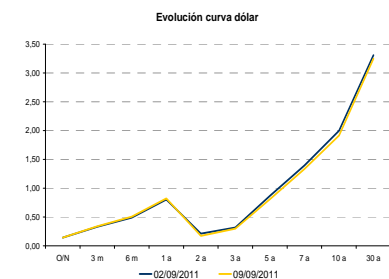
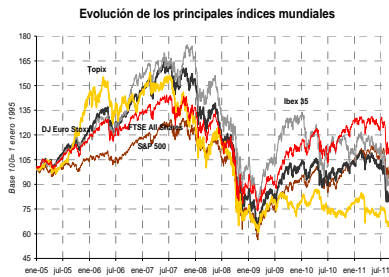
Dinámica en el activo similar a la de las semanas precedentes: tensionamiento generalizado de las curvas periféricas –con la excepción de Irlanda–, profundización en mínimos de rentabilidad de la deuda core (EEUU y Alemania) y ampliación de los diferenciales corporativos, más intensa en el sector financiero.

Recomendamos... INFRAPONDERAR TESORO EUR/ INFRAPONDERAR TESORO USD. Con una óptica estratégica, subimos el posicionamiento en el activo, a pesar de mantenernos al margen de las apuestas por duración en Deuda Pública core. Elevamos las posiciones de Liquidez, que provienen de la disminución de peso de la Gestión Alternativa. Asimismo, incrementamos las posiciones en Renta Fija Emergente en divisa local, no sólo por sus fundamentos (económicos y cercanía del final del proceso de subidas de tipos), sino también porque este activo podría ser una cobertura natural si nos estamos equivocando en nuestro posicionamiento de no retorno de la recesión económica a escala mundial. En Renta Fija Privada, rotaríamos hacia emisores de mayor calidad crediticia.

Divisas

Reacción contundente en los últimos días del cruce EUR/USD a la intensificación de la inestabilidad soberana en la zona Euro y las vías de agua abiertas en su gestión. El cambio de sesgo en el mensaje del BCE -suficiente para que el mercado empiece a barajar expectativas de bajadas de tipos en la zona Euro- también ha contribuido al movimiento. El euro cede en el entorno del 4% frente al dólar estadounidense, hasta referencias de 1,36, quebrando el rango de cotización 1,40-45 que ha prevalecido en los meses recientes.

Recomendamos... SOBREPONDERAR DÓLAR. Con independencia de que nuestra visión estructural siga privilegiando al dólar frente al euro, la cotización empieza a aproximarse a niveles técnicos propicios para la reducción del riesgo abierto en la divisa estadounidense en las carteras. No obstante, el mantenimiento de posiciones largas en dólar podría ejercer de cobertura a exposiciones a renta variable Europa o renta fija España/Italia mientras que la dinámica soberana en la periferia europea se mantenga en coordenadas de elevada incertidumbre.



Deuda	Tipo	Var.			Acum. Año	Dif Ale	Var.		
		Sem	Men	Men			Sem	Men	Men
Alemania	2 años	0,39	-4	-30	-48				
	3 años	0,55	-6	-28	-49				
	5 años	0,86	-9	-55	-98				
	10 años	1,73	-12	-61	-124				
	30 años	2,70	-13	-46	-72				
Francia	2 años	0,86	-9	-15	-10	48	-5	15	
	3 años	1,00	-12	-22	-23	45	-6	6	
	5 años	1,59	-13	-37	-55	73	-4	18	
	10 años	2,47	-21	-51	-90	74	-9	9	
	30 años	3,38	-20	-34	-50	69	-7	12	
Italia	2 años	4,28	19	81	141	390	23	111	
	3 años	4,68	23	78	137	414	28	106	
	5 años	4,97	14	69	109	412	23	124	
	10 años	5,51	-5	49	69	378	7	110	
	30 años	6,64	-8	52	118	394	5	98	
España	2 años	3,67	-2	48	22	329	2	79	
	3 años	3,94	0	18	1	339	6	46	
	5 años	4,59	-3	35	-17	373	6	90	
	10 años	5,27	1	28	-18	354	13	88	
	30 años	6,11	-4	28	15	341	9	73	
R.Unido	2 años	0,50	-3	-14	-60	11	1	16	
	3 años	0,55	-4	-13	-103	0	2	15	
	5 años	1,13	-4	-18	-108	27	5	37	
	10 años	2,24	-6	-31	-119	51	6	29	
	30 años	3,61	-5	-38	-61	92	7	8	
EEUU	2 años	0,18	-2	-1	-42	-21	2	29	
	5 años	0,81	-6	-16	-121	-5	3	40	
	10 años	1,91	-8	-35	-141	19	4	25	
	30 años	3,25	-7	-51	-113	56	6	-5	
	Japón	2 años	0,14	0	-1	-4	-25	4	29
3 años		0,17	0	-3	-3	-37	6	25	
5 años		0,35	3	-1	-6	-51	12	54	
10 años		1,01	-2	-5	-13	-72	10	56	
30 años		1,98	-1	-4	-3	-71	12	42	

Materias primas	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd
Crudo (Brent)	110,70	-1,37%	0,61%	3,13%	17,39%
Crudo (W. Texas)	87,24	-2,03%	-1,90%	10,01%	-4,53%
Índice CRB	334,24	-1,67%	-1,88%	2,36%	0,43%
Índice Rogers Intl	1026,53	-1,68%	-1,84%	6,76%	0,63%
Oro Futuro	1835,5	-1,16%	-2,08%	5,48%	29,13%
Cobre Futuro	8821	-3,23%	-2,81%	1,03%	-8,11%



Pendiente		Hoy			
		07-sep	12-ago	31/12/2010	
Alemania	5 - 2 años	47	52	72	97
	10 - 5 años	87	90	93	113
	10 - 2 años	134	142	164	210
Francia	5 - 2 años	72	77	94	118
	10 - 5 años	88	96	102	123
	10 - 2 años	160	173	196	240
Italia	5 - 2 años	69	74	81	101
	10 - 5 años	53	72	73	93
	10 - 2 años	122	146	154	194
España	5 - 2 años	92	93	105	130
	10 - 5 años	68	64	76	70
	10 - 2 años	160	157	180	200
R.Unido	5 - 2 años	62	64	66	111
	10 - 5 años	111	113	124	122
	10 - 2 años	173	176	190	232
EEUU	5 - 2 años	63	67	77	142
	10 - 5 años	111	113	131	130
	10 - 2 años	174	180	208	273
Japón	5 - 2 años	21	18	21	23
	10 - 5 años	66	70	69	72
	10 - 2 años	86	88	90	95

Bolsas	Divisa local	Último				
		% Día	% Sem	% Men	% Ytd	
EEUU	Dow Jones	10992,13	-2,69%	-4,36%	-2,46%	-5,06%
	S&P 500	1154,23	-2,67%	-4,17%	-2,09%	-8,22%
	NASDAQ C.	2467,99	-2,42%	-3,07%	-1,59%	-6,97%
Europa	FTSE 100	5214,65	-2,35%	2,20%	-1,98%	-11,62%
	CAC 40	2864,68	-3,69%	-4,50%	-10,87%	-24,71%
	DAX	5042,94	-2,83%	-3,87%	-15,92%	-27,06%
	Ibex 35	7731,1	-2,26%	-4,16%	-10,60%	-21,58%
	MIB 30	13565,38	-3,24%	-5,36%	-14,62%	-32,76%
	PSI 20	5934,9	-1,88%	-3,62%	-4,31%	-21,79%
	DJ Euro Stoxx 50	2004,95	-3,31%	-4,86%	-13,11%	-28,21%
Latam	México Bolsa	33812,62	-2,59%	-3,76%	1,35%	-12,29%
	Bovespa	55778,39	-3,20%	-4,03%	4,31%	-19,52%
	Argentina Merval	2753,22	-2,80%	-4,14%	-7,20%	-21,86%
Asia	Chile Select	4106,366	-2,19%	-3,40%	-3,40%	-16,66%
	Nikkei	8535,67	-2,31%	-2,83%	-4,78%	-16,55%
Mundial	Hang Seng	19101,02	-3,85%	-2,63%	-2,65%	-17,08%
	MSCI World	1134,68	-2,99%	-1,64%	-3,91%	-11,36%

Tipos de cambio	Último				
	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	
EUR/USD	1,3556	-0,9%	-4,0%	-4,8%	1,4%
EUR/GBP	0,8576	-0,5%	-2,1%	-2,0%	0,0%
EUR/CHF	1,2053	-0,3%	8,6%	9,8%	-3,4%
EUR/YEN	104,408	-1,4%	8,4%	-4,6%	-3,8%
GBP/USD	1,581	-0,4%	-1,9%	-2,9%	1,4%
USD/CHF	0,889	0,7%	13,1%	15,3%	-4,8%
USD/YEN	77,020	-0,5%	0,2%	0,2%	-5,1%
USD/MXN	12,854	1,8%	2,4%	4,6%	4,1%
USD/ARS	4,204	0,0%	0,0%	1,1%	5,7%
USD/CLP	469,900	0,1%	1,6%	-0,2%	0,4%
USD/BRL	1,673	-0,4%	1,4%	3,5%	0,8%

Tipos de interés de contado y futuros 3 meses	Último				
	EUR	USD	GBP	JPY	
1 día	0,850 (-2)	0,215 (-1)	0,542 (+)	0,085 (-2)	
1 Semana	0,800 (-)	0,190 (+3)	0,575 (+5)	0,085 (-2)	
1 Mes	1,280 (-3)	0,195 (-)	0,610 (-)	0,095 (-)	
3 Meses	1,485 (-2)	0,315 (-)	0,880 (+1)	0,150 (-)	
6 Meses	1,710 (-3)	0,572 (+8)	1,180 (+1)	0,720 (+42)	
9 Meses	1,890 (-3)	0,664 (+1)	1,435 (+1)	0,440 (-)	
12 Meses	2,050 (-5)	0,825 (+1)	1,655 (+1)	0,560 (+4)	
sep 11	1,483 (+3)	0,376 (-)	0,935 (+)	0,325 (-)	
dic 11	1,052 (-12)	0,593 (+4)	1,035 (-2)	0,315 (-)	
mar 12	0,953 (-10)	0,587 (+4)	0,975 (-1)	0,310 (-)	
jun 12	0,938 (-7)	0,552 (+3)	0,925 (-2)	0,310 (-)	

(*) Variación semanal

Agenda de la semana

Calendario semanal de principales indicadores económicos y financieros

Fecha	Hora (CET)	País	Indicador	Fecha	Previsión	Dato ant.
L-12	10:00	Italia	Producción industrial	Julio	0,1%	-0,6% (m)
					0,2%	0,2% (ia)
M-13	7:30	Francia	IPCA	Agosto	0,3%	-0,5% (m)
					2,2%	2,1% (ia)
	9:00	Francia	Balanza por cuenta corriente	Julio		-3400 M EUR
				España	Agosto	2,9%
	10:30	Reino Unido	IPCA	Agosto	0,6%	0,0% (m)
					4,5%	4,5% (ia)
13:30	EEUU	Balanza comercial	Julio	-4250	-8873 M	
				NFIB	88,4	89,9
X-14	6:30	Japón	Producción industrial (final)	Julio	0,6%	0,6% (m)
					-1,5%	-1,5% (ia)
	10:30	Reino Unido	Variación del desempleo	Agosto	35000	37100
				Área Euro	Julio	1,5%
	14:30	EEUU	Precios industriales	Agosto	4,6%	2,9% (ia)
					-0,1%	0,2% (m)
					6,4%	7,2% (ia)
					0,2%	0,5% (m)
				8,1%	8,9% (ia)	
				0,2%	0,5% (m)	
J-15	10:00	Italia	IPCA (final)	Agosto	0,3%	-1,7% (m)
					2,2%	2,1% (ia)
	10:30	Reino Unido	Ventas al por menor	Agosto	-0,2%	0,2% (m)
					-0,1%	0,1% (ia)
	11:00	Área Euro	IPC	Agosto	0,2%	0,2% (m)
					2,4%	2,5% (ia)
	14:30	EEUU	IPC	Agosto	0,2%	0,5% (m)
					3,6%	3,6% (ia)
					411000	414000
					Demandas de subsidios por desempleo	sep-09
	15:15		New York Fed	Septiembre	-4,00	-7,7
					Producción industrial	Agosto
16:00		Philadelphia Fed	Agosto	3,6%	3,7% (ia)	
				Septiembre	-15,0	-30,7
V-16	1:50	Japón	Pedidos de maquinaria (preliminar)	Agosto	n.d.	5,6%
					n.d.	10,9%
	9:00	España	Costes laborales	2T11	n.d.	0,8%
				Área Euro	Julio	n.d.
	15:55	EEUU	Confianza del consumidor (U.Michigan) (preliminar)	Septiembre	56,6	55,7

(m.) Tasa de crecimiento mensual; (i.a.) Tasa de crecimiento interanual; (T.) Tasa de crecimiento Trimestral; (3M) Media móvil 3 meses
 (T.A.) Tasa trimestral anualizada; (e.a.) Estacionalmente ajustado; (n.e.a.) No estacionalmente ajustado; (a) Serie anualizada en miles de unidades
 (prov.) Provisional; (rev.) Revisado; (mill.) millones; (bill.) billones; (trill.) trillones; (*) Dato ya conocido

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.

© BANCO BANIF, S.A