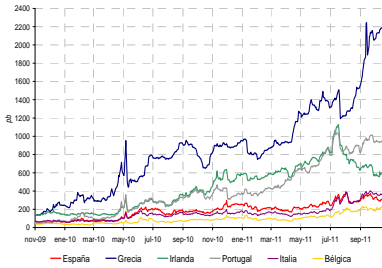


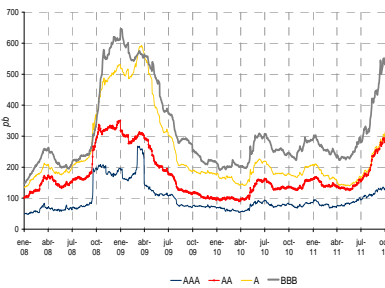
## Claves de la semana pasada

- A lo largo de los últimos días hemos vuelto a asistir a un **comportamiento divergente entre las cifras macro estadounidenses y las europeas**. En EEUU, además de los registros más alentadores que han provenido en fechas recientes desde la vertiente del consumo y la actividad industrial, la **parcela residencial** también ha arrojado algunas señales más positivas en forma de sensible repunte del índice de confianza del sector de construcción (NAHB) en octubre o de notable ascenso de las viviendas iniciadas (+15% intermensual) en septiembre. Nos parecen números positivos en el caso de confirmar su mejoría en los meses venideros por la importancia que el sector residencial va a tener en clave de efecto expansivo sobre el PIB en los próximos trimestres o en materia de creación de empleo. **Al contrario que en EEUU, donde la percepción de riesgo recesivo no se habría incrementado en semanas recientes, la probabilidad de asistir a una contracción del PIB en algún trimestre en la zona Euro (¿4T11?) sí habría crecido de forma sustancial**. La profundización de la confianza empresarial -medida por el índice preliminar PMI de manufacturas en octubre (47,2)- en zona de contracción, así lo indica.

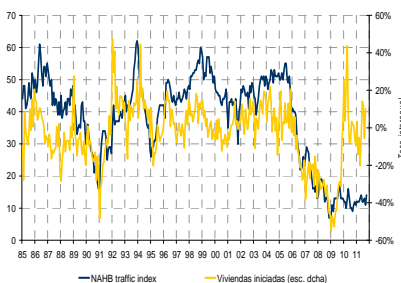
Diferencial entre Tesoros periféricos y Alemania (10 años)



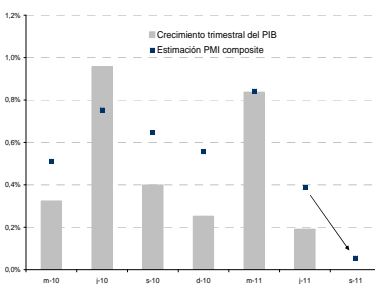
Diferenciales de crédito zona Euro



EEUU - Sector residencial



Zona Euro - PIB y estimaciones a partir del PMI composite



## Ponemos el foco en...

En contraste con las elevadas expectativas depositadas por el mercado en el Consejo Europeo del domingo pasado, la reunión se saldó con escasa concreción de medidas, posponiendo la toma de decisiones importantes hasta el próximo miércoles 26 de octubre. No obstante, se han filtrado algunos detalles importantes. En primer lugar, cada vez parece más claro que se va a poner en marcha un proceso de recapitalización de las entidades bancarias de la zona Euro. En este sentido, todo apunta a que dicho proceso se limitaría a los bancos considerados sistémicos, a los que se les exigiría un coeficiente de solvencia situado entre el 7% y el 9%. Respecto a la ponderación de la deuda soberana de cara al cálculo de dicho coeficiente de solvencia, parece haberse abandonado la idea de aplicar una porcentaje fijo sobre la deuda en balance emitida por los países periféricos, a cambio de valorar la deuda a precios de mercado (hasta ahora se consideraba que eran activos que se mantenían hasta vencimiento). Así, las cifras filtradas en clave de nuevas necesidades de capital parecen situarse en torno a los 108.000 millones de euros (en vez de registros superiores a 200.000 que se manejaron la semana pasada). En segundo lugar, respecto a la situación de Grecia, al margen de autorizarse el desembolso del sexto tramo de ayuda (8.000 millones de euros), todo parece indicar que existe un acuerdo entre Merkel y Sarkozy por el que la participación del sector privado en el proceso de reestructuración de la deuda helena podría rondar finalmente el 50-60%, aunque todavía existen dudas sobre su implementación. En este sentido, Alemania y Holanda abogan por una reestructuración forzosa, mientras que Francia favorece un ejercicio voluntario, como el que planteó el Eurogrupo en la reunión del 21 de julio. Por último, en lo que se refiere al EFSF, lo positivo es que Alemania parece haber entrado en razón respecto a la necesidad de ampliar la capacidad efectiva del mecanismo de ayuda. Sin embargo, dada la oposición germana a utilizar el BCE para apalancar el EFSF, las opciones puestas encima de la mesa son 1) utilizar el fondo como un mecanismo de garantías, que avale parcialmente (entre un 20% y un 30%) las emisiones de deuda periférica y/o, 2) crear un vehículo especial, con fondos del FMI y países emergentes, que podría comprar deuda en secundario. Por tanto, a pesar de la decepción que supone el retraso en la toma de medidas concretas hasta el miércoles, a partir de los datos filtrados hasta ahora parece atisbarse un desenlace positivo –aunque no sea el óptimo– para los problemas soberanos de la zona Euro. Lo más importante es que se determine de forma consensuada la ampliación de la capacidad efectiva del EFSF, con el fin de atajar una corriente de riesgo sistémico ante un evento de crédito griego. Y es que hay que recordar que el cuestionamiento de la posición de solvencia de las entidades financieras viene precisamente por su exposición a la deuda periférica. Así, “arreglar” la parte soberana contribuiría a reestablecer la confianza en los bancos. En cualquier caso, los detalles, que podríamos conocer el miércoles, serán los que determinen el éxito de estas medidas.

## Claves de esta semana

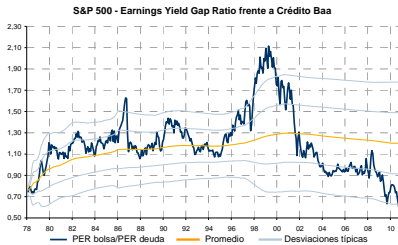
**Menú variado** en las sesiones venideras. En el **plano institucional**, la **reunión extraordinaria** que celebrará el **Eurogrupo** el próximo miércoles será clave para concretar los aspectos relativos al proceso de fortalecimiento del capital del sistema financiero, el refuerzo de los mecanismos de estabilidad (EFSF) y la cuantía de los *haircuts* a la deuda griega y la participación del sector privado en el proceso. En el **plano monetario**, el **BCE celebrará la primera de las dos subastas de liquidez a 1 año** anunciadas. Por último, **en el plano macro**, destaca la publicación, el jueves, del avance del crecimiento del **PIB EEUU del 3T11**, donde estimamos un registro algo superior al 2% anualizado, con una contribución más relevante del consumo privado frente al 2T11.

## Tipología de Activos

### Renta Variable

Dentro de una tónica *grosso modo* lateral, los índices bursátiles siguieron moviéndose la semana pasada con un mar de fondo extremadamente volátil, a la espera básicamente de que se arroje más luz en el ámbito político en Europa.

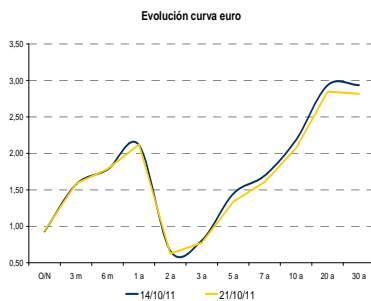
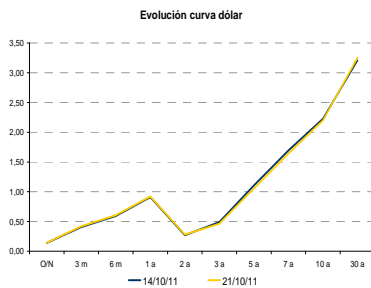
**Recomendamos... INFRAPONDERAR.** Con independencia del posicionamiento de cautela con el que abordamos el más corto plazo, la puesta sobre la mesa de una solución mínimamente satisfactoria a la crisis de deuda europea puede ser suficiente para que el activo aborde el último tramo del año con un horizonte algo más despejado. Asimismo, si el fantasma de la recesión vuelve a alejarse en EEUU, catalizadores como la valoración (en términos absolutos y relativos) podrían volver a aflorar.



### Renta Fija

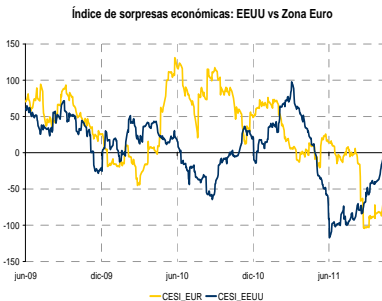
Nuevo repunte de las rentabilidades de las curvas periféricas (Italia, España y Bélgica entre ellas) y de la prima de riesgo soberano que cotizan, en un contexto de bajadas de *rating* y a la expectativa de que se concreten detalles en las próximas citas institucionales.

**Recomendamos... INFRAPONDERAR TESORO EUR/ INFRAPONDERAR TESORO USD.** Nuestro escenario de base no ha cambiado y seguimos esperando un mejor comportamiento relativo de las referencias de deuda pública española. Si bien una potencial recapitalización del sistema bancario podría suponer una mayor carga de riesgo para los Estados, también debería contribuir a reducir la prima de riesgo sistémica soportada por las áreas de mercado más estresadas, incluida la deuda española. Asimismo, la posibilidad de que la Autoridad Bancaria Europea acabe decantándose por el *mark-to-market* en detrimento de aplicar *haircuts* para cuantificar necesidades adicionales de capital en la banca europea podría reorientar demanda hacia la curva española. Esperamos, eso sí, una volatilidad elevada a corto plazo.



### Divisas

El saldo de la semana pasada en el cruce EUR/USD fue de relativa estabilidad, compensándose, en términos de impacto sobre el mismo, el tono de cierta moderación del último *Beige Book* de la Reserva Federal con la fragilidad de las cifras macro europeas y el aplazamiento de la concreción de medidas para gestionar la crisis soberana. El sesgo de política monetaria no pasó desapercibido para otras divisas: el Banco de Noruega dejó entrever que nuevas subidas de tipos entrarían en sus previsiones, reforzando el atractivo de la corona noruega en un entorno de todavía elevada incertidumbre en el escenario europeo. Por contra, las divisas latinoamericanas y el grueso de las asiáticas materializaron en depreciación frente al dólar el nuevo recorte de 50 pb de la tasa Selic por parte del banco de Brasil (hasta el 11,50%) o el de Indonesia (25 pb, hasta el 6,25%).



**Recomendamos... SOBREPONDERAR DÓLAR.** La diferenciación entre el corto y el medio/largo plazo en las perspectivas para el cruce EUR/USD sigue siendo obligada. A corto plazo, dentro del rango 1,36-1,41 en el que podría moverse la cotización, la búsqueda de la parte alta del mismo vendría de la mano de un reajuste de las expectativas del mercado sobre el tipo de intervención del BCE (menos agresivo en el descuento de bajadas) y avances en la agenda institucional. Ello no es óbice para que la visión estratégica siga inalterada: continuamos apostando por una apreciación del dólar a 12 meses vista hacia niveles más próximos a su nivel de equilibrio –medido por PPA- frente al euro, con el factor macro como principal elemento explicativo. El *momentum* cíclico relativo entre EEUU y la zona Euro del último mes podría constituir la antesala de la ampliación de la brecha de crecimiento entre ambas economías que prevemos de cara a 2012.

Deuda	Tipo	Var.			Acum. Año	Dif Ale	Var.		
		Sem	Men	Men			Sem	Men	Men
Alemania	2 años	0,60	2	21	-26				
	3 años	0,77	1	20	-27				
	5 años	1,26	-1	36	-58				
	10 años	<b>2,06</b>	-3	32	-90				
	30 años	2,80	-4	32	-61				
Francia	2 años	1,36	15	33	40	76	13	12	
	3 años	1,60	17	45	37	83	16	24	
	5 años	2,28	15	53	14	102	16	18	
	10 años	<b>3,26</b>	20	70	-11	119	24	38	
	30 años	4,04	23	70	16	124	27	38	
Italia	2 años	4,47	9	22	159	387	7	1	
	3 años	5,01	27	39	170	425	25	18	
	5 años	5,57	18	59	169	431	19	23	
	10 años	<b>5,95</b>	15	32	113	388	18	0	
	30 años	6,72	3	21	126	392	7	-11	
España	2 años	4,05	30	51	59	345	28	30	
	3 años	4,29	29	50	36	352	27	30	
	5 años	4,80	24	33	4	354	25	-2	
	10 años	<b>5,53</b>	22	33	8	347	25	1	
	30 años	6,29	11	30	33	349	14	-2	
R.Unido	2 años	0,57	-3	4	-53	-3	-5	-17	
	3 años	0,84	-3	5	-74	7	-5	-15	
	5 años	1,40	-2	7	-81	13	-1	-28	
	10 años	<b>2,53</b>	-1	16	-89	47	2	-16	
	30 años	3,49	0	-5	-73	69	3	-36	
EEUU	2 años	0,28	1	6	-31	-32	-1	-15	
	5 años	1,09	2	21	-93	-17	3	-14	
	10 años	<b>2,23</b>	6	39	-109	17	10	7	
	30 años	3,27	12	35	-111	47	15	3	
	Japón	2 años	0,15	1	2	-3	-45	-1	-19
3 años		0,21	1	6	1	-56	0	-14	
5 años		0,38	-1	3	-3	-88	1	-33	
10 años		<b>1,03</b>	0	4	-10	-104	3	-28	
30 años		2,00	4	13	-1	-80	7	-18	

Materias primas	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd
Crudo (Brent)	111,30	0,47%	-0,34%	1,99%	18,03%
Crudo (W. Texas)	88,14	1,05%	2,04%	10,76%	-3,55%
Índice CRB	313,26	0,70%	-0,41%	3,77%	-5,87%
Índice Rogers Intl	947,84	1,13%	-1,87%	-4,06%	-7,09%
Oro Futuro	1654,2	1,17%	-1,27%	1,01%	16,38%
Cobre Futuro	7145	6,09%	-5,50%	-13,92%	-25,57%

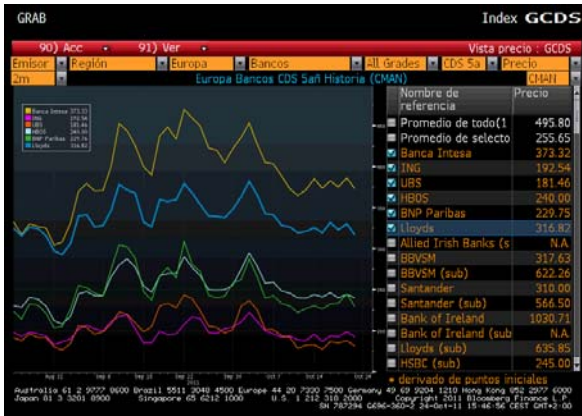
Pendiente		Hoy			
		19-oct	24-sep	31/12/2010	
Alemania	5 - 2 años	66	69	51	97
	10 - 5 años	80	83	84	113
	10 - 2 años	146	152	135	210
Francia	5 - 2 años	92	91	72	118
	10 - 5 años	98	93	81	123
	10 - 2 años	189	184	153	240
Italia	5 - 2 años	111	102	74	101
	10 - 5 años	38	40	65	93
	10 - 2 años	148	142	138	194
España	5 - 2 años	75	80	93	130
	10 - 5 años	74	76	74	70
	10 - 2 años	148	156	167	200
R.Unido	5 - 2 años	82	82	79	111
	10 - 5 años	114	113	105	122
	10 - 2 años	196	195	185	232
EEUU	5 - 2 años	81	80	66	142
	10 - 5 años	114	110	97	130
	10 - 2 años	195	190	163	273
Japón	5 - 2 años	23	24	22	23
	10 - 5 años	65	65	64	72
	10 - 2 años	87	89	86	95

Bolsas	Divisa local	Último				
		% Día	% Sem	% Men	% Ytd	
EEUU	Dow Jones	11852,65	0,37%	4,00%	10,04%	2,38%
	S&P 500	1244,69	0,52%	3,65%	9,53%	-1,03%
	NASDAQ C.	2659,27	0,83%	1,70%	7,09%	0,24%
Europa	FTSE 100	5507,6	0,35%	1,30%	8,70%	-6,65%
	CAC 40	3186,71	0,48%	0,65%	13,40%	-16,24%
	DAX	5988,26	0,29%	2,20%	15,24%	-13,39%
	Ibex 35	8854,6	0,02%	-0,11%	10,73%	-10,19%
	MIB 30	16001,17	-0,72%	0,54%	17,10%	-20,68%
	PSI 20	5948,24	-0,76%	-0,91%	3,96%	-21,61%
	DJ Euro Stoxx 50	2339,68	0,09%	1,03%	15,48%	-16,23%
DJ Stoxx 50	2285,91	0,30%	1,25%	11,50%	-11,62%	
Latam	México Bolsa	35020,74	1,82%	2,62%	7,46%	-9,16%
	Bovespa	56026,08	1,40%	3,92%	5,25%	-19,16%
	Argentina Merval	2797,53	2,18%	2,96%	12,68%	-20,61%
	Chile Select	4163,265	0,86%	3,86%	10,37%	-15,51%
Asia	Nikkei	8843,98	1,90%	-0,40%	3,31%	-13,54%
	Hang Seng	18771,82	4,14%	-0,54%	6,24%	-18,51%
Mundial	MSCI World	1194,33	2,35%	1,92%	9,08%	-6,70%

Tipos de cambio	Último				
	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	
EUR/USD	1,3853	0,0%	0,6%	2,9%	3,6%
EUR/GBP	0,8692	-0,1%	-0,4%	0,2%	1,4%
EUR/CHF	1,2267	0,1%	-0,8%	0,6%	-1,7%
EUR/YEN	105,421	-0,2%	-1,2%	2,4%	-2,9%
GBP/USD	1,594	0,1%	1,0%	2,7%	2,2%
USD/CHF	0,886	0,1%	-1,4%	-2,2%	-5,2%
USD/YEN	76,100	-0,2%	-0,9%	-0,5%	-6,3%
USD/MXN	13,596	-0,1%	2,1%	-0,7%	10,1%
USD/ARS	4,234	0,0%	0,2%	0,8%	6,4%
USD/CLP	507,800	-1,1%	0,8%	-0,9%	8,5%
USD/BRL	1,782	0,5%	1,8%	-3,8%	7,4%

Tipos de interés de contado y futuros 3 meses	EUR				USD				GBP				JPY			
	1 día	1 Semana	1 Mes	3 Meses	1 día	1 Semana	1 Mes	3 Meses	1 día	1 Semana	1 Mes	3 Meses	1 día	1 Semana	1 Mes	3 Meses
dic 11	1,382	(+)	0,532	(-)	1,095	(+5)	0,330	(+)								
mar 12	1,208	(+)	0,617	(-)	1,085	(+6)	0,335	(+1)								
jun 12	1,158	(+2)	0,642	(-1)	1,085	(+6)	0,335	(+1)								
sep 12	1,155	(+3)	0,657	(-1)	1,085	(+4)	0,335	(+1)								

(\*) Variación semanal



## Agenda de la semana

### Calendario semanal de eventos y principales indicadores económicos y financieros

Fecha	Hora (GET)	País	Indicador	Fecha	Previsión	Dato ant.
<b>L-24</b>	10:00	<b>Zona Euro</b>	PMI de manufacturas (preliminar)	Octubre	47,3	48,5
			PMI de servicios (preliminar)	Octubre	47,2	48,8
	11:00		Pedidos industriales	Agosto	1,9	-1,6% (m.)
		<b>BCE</b>	Compra de bonos del SMP			
<b>M-25</b>	8:00	<b>Alemania</b>	Confianza del consumidor (GfK)	Noviembre	5,1	5,2
	9:00	<b>España</b>	Precios industriales	Septiembre	n.d.	-1,3% (m.)
	15:00	<b>EEUU</b>	Precio de la vivienda (S&P-Case Shiller)	Agosto	0,15%	-0,05% (m.)
	16:00		Confianza del consumidor (Conf. Board)	Octubre	46,5	45,4
		<b>Tesoro de España</b>	Subasta de Letras (3 y 6 meses)			
		<b>España</b>	Datos de ejecución presupuestaria (Estado)	Ene -Sep		
<b>X-26</b>	14:30	<b>EEUU</b>	Pedidos de bienes duraderos	Septiembre	-0,9%	-0,1% (m.)
	16:00		Venta de nuevas viviendas	Septiembre	300.000	295.000 (a)
		<b>Zona Euro</b>	Reunión del Eurogrupo			
		<b>BCE</b>	Subasta de liquidez (a 3 meses y 1 año)			
<b>J-27</b>	9:00	<b>España</b>	Ventas al por menor	Septiembre	-4,9%	-4,4% (i.a)
	10:00	<b>Zona Euro</b>	Oferta monetaria M3	Septiembre	2,6%	2,3% (i.a.3M)
	11:00		Confianza del consumidor (Com. Europea)	Octubre	-19,9	-19,9
	14:30	<b>EEUU</b>	PIB (preliminar)	3T11	2,3%	1,3% (T.A.)
	16:00	<b>Alemania</b>	IPCA	Octubre	2,6%	2,6% (i.a.)
	<b>V-28</b>	1:50	<b>Japón</b>	Producción industrial (preliminar)	Septiembre	-2,3%
8:45		<b>Francia</b>	Consumo de las familias	Septiembre	0,0%	0,2% (m.)
9:00		<b>España</b>	IPC (preliminar)	Octubre	3,0%	3,1% (i.a.)
			Tasa de paro (EPA)	3T11	20,90%	20,89%
			Costes laborales	3T11	n.d.	0,8% (i.a.)
14:30		<b>EEUU</b>	Consumo personal	Septiembre	0,6%	0,2% (m.)
			Renta personal	Septiembre	0,3%	-0,1% (m.)
			Deflactor del consumo	Septiembre	3,0%	2,9% (i.a.)
15:55			Confianza del consumidor (U. Michigan) (preliminar)	Octubre	58,0	57,5

(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