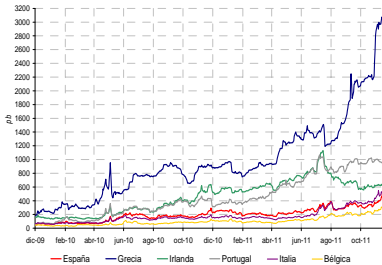


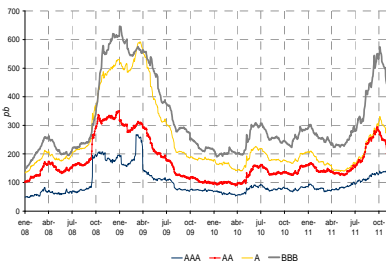
Claves de la semana pasada

- Batería de cifras macro mixtas en EEUU**, que, sin embargo, no invalidan nuestra previsión de crecimiento del PIB en el último trimestre de 2011 del orden del 2,5% anualizado. **En clave de consumo**, el **gasto personal** avanzó en el mes de octubre un 0,1% intermensual, dos décimas por debajo de la estimación del consenso. Por la parte de los ingresos, la **renta real disponible** se elevó un 0,3% m/m, la primera lectura positiva desde el mes de junio y el mayor avance desde mayo de 2010. Por tanto, **un comienzo de 4T11 algo más flojo** de lo que estimábamos en términos de consumo privado, **pero con señales halagüeñas derivadas del rebote de los ingresos**, y con un probable impulso de las ventas en el sector de automoción en el último tramo del ejercicio. **Más flojo fue el inicio de trimestre por el lado de la inversión**, al retroceder su principal *proxy* dentro del PIB –**los pedidos de bienes de capital sin defensa y aviones**– un 1,8% m/m en octubre. Sin embargo, **la elevada volatilidad de esta serie nos impide extrapolar un 4T11 en su conjunto flojo en esta rúbrica**.

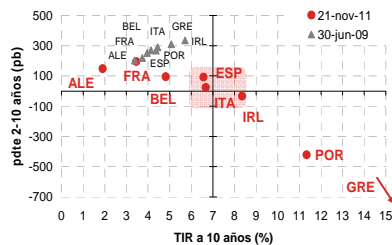
Diferencial entre Tesoros periféricos y Alemania (10 años)



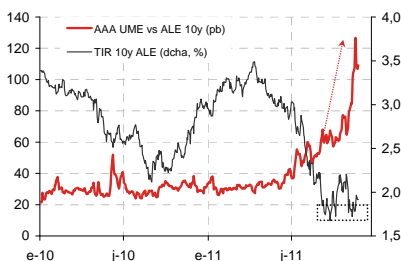
Diferenciales de crédito zona Euro



Deuda soberana zona Euro - TIR 10 años vs pendiente 2-10 en diferentes fechas



TIR y diferenciales soberanos AAA UEM (%; pb)



Ponemos el foco en...

A lo largo del fin de semana, Francia y Alemania han intensificado los esfuerzos para poner en marcha una mayor integración de las políticas fiscales de los miembros de la zona Euro. Así, el eje franco-alemán favorecería una reforma del Pacto de Estabilidad que estreche los lazos fiscales entre el conjunto de países que conforman la zona Euro. Sin embargo, a la hora de implementar estas modificaciones se están discutiendo varias opciones de actuación que pasarían por la puesta en marcha de acuerdos bilaterales entre los distintos países europeos que evitarían las largas negociaciones necesarias para cambiar el tratado de forma vinculante. En la historia de la Unión Europea existen varios ejemplos de este tipo de tratados. Uno de los ejemplos más característicos es el proceso que se adoptó para eliminar los controles fronterizos con los acuerdos de Schengen en 1985, tratado que fue firmado inicialmente por siete países, al que eran libres de adherirse el resto de países miembros, tal como hicieron posteriormente otros cinco países de la UE y Noruega. Otra opción sería poner en marcha un mini-acuerdo entre Francia y Alemania, siguiendo las líneas del Tratado del Eliseo de 1963, que otros países podrían suscribir posteriormente. A pesar de que estos cambios podrían suponer, a priori, la puesta en marcha de una Europa a varias velocidades, lo cierto es que desde sus inicios (Comunidad Europea del Carbón y del Acero) la historia de la construcción de la Unión Europea está plagada de este tipo de reformas protagonizadas por el eje franco-alemán a las que luego se van sumando progresivamente los distintos países restantes. En cualquier caso, esta reforma no supondría una ruptura del euro, tal como se ha venido especulando a lo largo de las últimas semanas, sino que marcaría dos ámbitos europeos diferenciados en materia de integración fiscal. Falta por ver qué papel jugaría el Banco Central Europeo en este entramado, puesto que sería a su vez banco central de unos países pertenecientes a una UEM "reforzada" y otros que no entrarían en este grupo. No obstante, no nos cabe la menor duda de que una fiscalidad común sería uno de los pasos necesarios para que Alemania accediese a que el BCE comprase deuda de forma masiva de los países en peor situación de la zona Euro. En este sentido, Alemania ya "le ha visto las orejas al lobo", a través de los malos resultados en la subasta de bonos a 10 años de la semana pasada, que han servido para que los germanos se den cuenta del cariz sistémico que está tomando la crisis de deuda soberana. En este contexto, el mercado continúa demandando soluciones rápidas y contundentes, que al margen de la posibilidad de poner en marcha la emisión de Eurobonos que pensamos será un proceso lento, pasan exclusivamente por que el BCE adopte un papel de prestamista de última instancia (al igual que lo hacen la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra). La autoridad monetaria europea ya lo está haciendo con el sector financiero, incluso ha abierto la posibilidad de realizar subastas de liquidez a plazos de dos y tres años, de ahí la importancia de que Alemania vea que se están adoptando medidas para avanzar hacia la unión fiscal definitiva, lo que podría dar pie a que accediese a ampliar el mandato del BCE. En cualquier caso, reiteramos la necesidad de adoptar medidas con celeridad antes de que el mercado imponga otras soluciones, puesto que la situación actual no pueda prolongarse por mucho más tiempo. Para muestra un botón: en enero, el Tesoro italiano debe refinanciar más de 30.000 millones de euros en bonos.

Claves de esta semana

Los **20.000 millones euros en subastas de Italia, Bélgica, Francia y España**, y las reuniones del **Ecofin** y del **Eurogrupo** (martes y miércoles) que podrían arrojar algo de luz sobre la articulación definitiva del EFSF y la gestión de la crisis soberana, serán catalizadores muy importantes. En materia estrictamente macro, atención a los **datos de empleo del mes de noviembre en EEUU** (viernes).

Tipología de Activos

Renta Variable

Semana de cuantiosas pérdidas en todos los índices bursátiles, que se anotaron caídas medias del 5% marcadas por la intensificación de las tensiones en el frente soberano europeo, lo que explica el peor comportamiento relativo de la renta variable europea (tanto desarrollada como emergente) frente a otras regiones como EEUU (-2,3% en el Dow Jones Industrial) o Asia y Latam. En el mapa de la renta variable, los sectores más ligados a ciclo como Autos y Materiales Básicos tuvieron fuertes cesiones y, una vez más, el sector Financiero europeo lideró las pérdidas de la semana, con una banca italiana sometida a un agudo castigo.

Recomendamos... INFRAPONDERAR. El deterioro de la prima de riesgo sistémico se configuró como el principal catalizador bajista de los activos de riesgo toda vez que el frente ciclo continúa arrojando señales relativamente positivas (subidas de la confianza empresarial en Alemania y referencias macro estables en EEUU). Constatamos la poca visibilidad en la clase de activo en el corto plazo, mientras no se realicen avances contundentes respecto a la situación soberana europea (ya sea vía BCE o EFSF). En este sentido, recordar que las citas del Ecofin y Eurogrupo (29 y 30 de noviembre) podrían arrojar algo de luz al respecto. En caso de no hacerlo, la volatilidad podría continuar hasta la próxima reunión del 9 de diciembre (Consejo Europeo).

Renta Fija

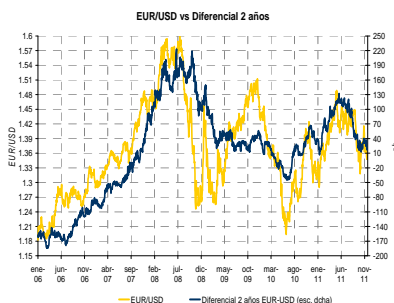
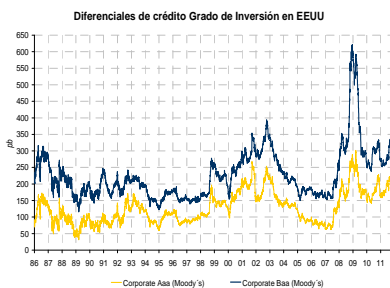
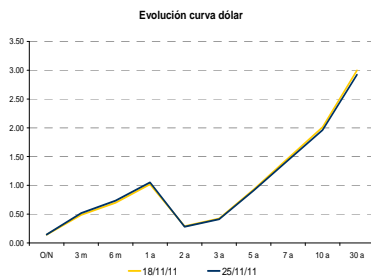
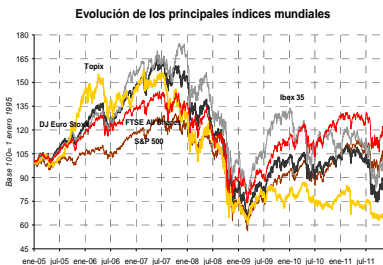
Repunte generalizado en las curvas Tesoro europeas, lo que demuestra la continuidad del paso de riesgo "específico" a riesgo "sistémico" en la percepción de los problemas soberanos europeos. Así, la semana pasada, la TIR de la curva alemana a 10 años avanzó casi 30 pb (hasta 2,25%) tras una mala subasta, mientras que en el resto de países continúa el proceso de aplanamiento de pendientes debido al incremento de los rendimientos de los plazos más cortos.

Recomendamos... INFRAPONDERAR TESORO EUR/ INFRAPONDERAR TESORO USD. Continuamos al margen de las referencias "núcleo" (Alemania y EEUU) donde seguimos sin ver valor. Así, en renta fija Gobiernos centramos nuestra exposición en las referencias a corto plazo españolas (inferiores a 18 meses), donde pensamos que existen oportunidades importantes dadas las rentabilidades actuales en un contexto en el que vemos una probabilidad muy marginal de que ocurra un escenario de ruptura de la zona Euro o un *default* del Tesoro español. A nivel corporativo, continuamos reforzando la apuesta por crédito *High Yield* en EEUU, dado que vuelve a aflorar valor debido a la ampliación de diferenciales reciente, con una situación de las compañías bastante diferente a la de 2008. Hay que destacar que, de momento, sólo vemos atractivo en esta clase de activo en EEUU y no en Europa. Por último, destacar el atractivo de la renta fija soberana emergente (sólidos fundamentos internos), cuyo recorrido potencial en divisa fuerte (dólares) es importante debido al movimiento reciente de los diferenciales de crédito. En este sentido, nuestras apuestas se concentrarían en LatAm y Asia, y nos mantendríamos al margen de Europa del Este debido a los riesgos de contagio.

Divisas

Depreciación de la divisa europea, que profundizó hasta referencias inferiores a la cota de 1,33 en su cruce con el dólar estadounidense.

Recomendamos... SOBREPONDERAR DÓLAR. En el corto plazo, el grado de tensión institucional en Europa continuará dominando la evolución del cruce EUR/USD. A 12 meses vista, pensamos que el dólar podría dirigirse hacia referencias más próximas a su nivel de equilibrio frente al euro (nivel de 1,21).



Deuda	Tipo	Var.			Acum. Año	Dif Ale	Var.	
		Sem	Men	Men			Sem	Men
Alemania	2 años	0,43	2	-17	-43			
	3 años	0,62	8	-16	-42			
	5 años	1,21	18	-9	-62			
	10 años	2,27	35	9	-70			
	30 años	2,84	27	-8	-58			
Francia	2 años	1,86	20	71	90	143	18	88
	3 años	2,15	20	75	92	153	12	90
	5 años	2,85	22	74	71	163	5	82
	10 años	3,70	23	54	33	143	-13	45
	30 años	4,29	17	36	41	145	-10	44
Italia	2 años	7,67	126	292	479	723	124	309
	3 años	7,68	111	239	437	706	103	255
	5 años	7,66	108	191	378	645	91	200
	10 años	7,17	51	114	235	490	16	105
	30 años	7,21	6	51	175	438	-21	59
España	2 años	6,07	48	214	262	564	46	231
	3 años	6,24	52	208	231	562	44	223
	5 años	6,32	40	159	157	511	22	168
	10 años	6,70	14	119	124	443	-21	110
	30 años	6,99	-14	75	103	415	-40	83
R.Unido	2 años	0,47	-2	-9	-63	3	-5	9
	3 años	0,60	-3	-18	-98	-2	-11	-3
	5 años	1,14	5	-26	-107	-8	-13	-17
	10 años	2,32	10	-31	-111	5	-25	-40
	30 años	3,18	-2	-37	-105	34	-29	-30
EEUU	2 años	0,27	1	-2	-32	-16	-1	16
	5 años	0,95	5	-19	-107	-27	-13	-10
	10 años	2,01	4	-32	-132	-26	-31	-41
	30 años	2,97	1	-43	-141	14	-26	-35
	Japón	2 años	0,15	2	0	-4	-29	0
3 años		0,21	4	1	1	-42	-4	16
5 años		0,38	7	0	-3	-83	-11	8
10 años		1,06	10	1	-7	-121	-25	-8
30 años		2,02	7	2	1	-82	-19	10

Pendiente		Hoy			
		23-nov	28-oct	31/12/2010	
Alemania	5 - 2 años	78	63	70	97
	10 - 5 años	105	88	88	113
	10 - 2 años	183	151	157	210
Francia	5 - 2 años	98	96	96	118
	10 - 5 años	85	85	105	123
	10 - 2 años	183	181	200	240
Italia	5 - 2 años	-1	17	100	101
	10 - 5 años	-49	8	27	93
	10 - 2 años	-50	25	127	194
España	5 - 2 años	25	34	80	130
	10 - 5 años	37	63	78	70
	10 - 2 años	62	97	158	200
R.Unido	5 - 2 años	67	60	84	111
	10 - 5 años	118	113	123	122
	10 - 2 años	185	172	207	232
EEUU	5 - 2 años	67	64	84	142
	10 - 5 años	106	107	120	130
	10 - 2 años	173	170	204	273
Japón	5 - 2 años	24	19	24	23
	10 - 5 años	68	65	66	72
	10 - 2 años	92	84	90	95

Materias primas	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd
Crudo (Brent)	108,10	1,25%	1,56%	-2,46%	14,63%
Crudo (W. Texas)	96,77	0,94%	-0,66%	4,06%	5,90%
Índice CRB	305,45	-0,42%	-2,88%	-5,45%	-8,22%
Índice Rogers Intl	932,13	-0,42%	-2,37%	-4,36%	-8,63%
Oro Futuro	1707	1,26%	-1,05%	-2,30%	20,09%
Cobre Futuro	7230	-0,48%	-3,92%	-3,98%	-24,69%

Bolsas	Divisa local	Último				
		% Día	% Sem	% Men	% Ytd	
EEUU	Dow Jones	11231,78	-0,23%	-4,58%	-8,17%	-2,99%
	S&P 500	1158,67	-0,27%	-4,72%	-9,84%	-7,87%
	NASDAQ C.	2441,51	-0,75%	-5,66%	-10,80%	-7,97%
Europa	FTSE 100	5164,65	0,72%	-1,11%	-9,43%	-12,46%
	CAC 40	2905,68	1,70%	0,37%	-13,23%	-23,63%
	DAX	5581,82	1,62%	-0,43%	-12,04%	-19,27%
	Ibex 35	7891,8	1,65%	-1,61%	-14,45%	-19,95%
	MIB 30	14132,78	1,40%	-2,60%	-15,14%	-29,94%
	PSI 20	5261,39	1,06%	-1,27%	-11,51%	-30,66%
	DJ Euro Stoxx 50	2145,33	1,61%	-0,69%	-12,88%	-23,18%
DJ Stoxx 50	2155	1,07%	-0,42%	-8,76%	-16,68%	
Latam	México Bolsa	34573,04	-2,12%	-4,26%	-5,82%	-10,32%
	Bovespa	54894,49	-0,70%	-3,24%	-7,76%	-20,79%
	Argentina Merval	2426	0,00%	-4,04%	-19,54%	-31,15%
	Chile Select	3955,553	-1,46%	-7,26%	-8,59%	-19,73%
Asia	Nikkei	8287,49	1,56%	-1,04%	-8,43%	-18,98%
	Hang Seng	18045,11	2,01%	-0,99%	-9,86%	-21,66%
Mundial	MSCI World	1097,81	-0,18%	-2,93%	-12,47%	-14,24%



Tipos de cambio	Último				
	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	
EUR/USD	1,3294	0,4%	-1,6%	-6,1%	-0,5%
EUR/GBP	0,8591	0,1%	-0,5%	-2,2%	0,2%
EUR/CHF	1,2342	0,2%	-0,3%	1,0%	-1,1%
EUR/YEN	103,321	0,4%	3,2%	-3,7%	-4,8%
GBP/USD	1,548	0,3%	-1,1%	-4,0%	-0,7%
USD/CHF	0,928	-0,2%	1,3%	7,6%	-0,6%
USD/YEN	77,720	0,0%	1,0%	2,6%	-4,3%
USD/MXN	14,102	-1,2%	0,7%	7,6%	14,2%
USD/ARS	4,238	-0,6%	-0,5%	0,1%	6,5%
USD/CLP	527,100	0,0%	1,6%	7,4%	12,6%
USD/BRL	1,892	0,2%	4,6%	12,0%	13,9%

Tipos de interés de contado y futuros 3 meses	EUR				USD				GBP				JPY			
	1 dia	1 Sem	1 Mes	3 Meses	1 dia	1 Sem	1 Mes	3 Meses	1 dia	1 Sem	1 Mes	3 Meses	1 dia	1 Sem	1 Mes	3 Meses
dic 11	1,397	(+2)	0,629	(-3)	1,115	(+2)	0,335	-	1,223	(-1)	0,808	(+1)	1,200	(-4)	0,350	-
mar 12	1,183	(-1)	0,843	(+3)	1,235	(-6)	0,360	(+)	1,188	(+)	0,850	(+3)	1,255	(-8)	0,360	(+1)
jun 12																
sep 12																

(*) 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.
L-28	10:00	Área euro	Evolución agregado monetario M3	Octubre	3,1%	2,6% (ia3m)
	13:00	Alemania	GfK (confianza del consumidor)	Diciembre	5,1	5,3
	14:00	Alemania	IPCA	Noviembre	2,4%	2,5% (ia)
	16:00	EEUU	Venta de viviendas nuevas	Octubre	313.000	313.000
		OCDE	Previsiones de crecimiento			
		BCE	Compra de bonos del SMP			
		Unión Europea-EEUU	Cumbre UE - EEUU			
	Tesoro de Italia	Subasta de Bonos (12 años)				
M-29	9:00	España	Ventas minoristas	Octubre	-8,0%	-5,5% (ia)
	9:00	España	IPC (preliminar)	Noviembre	2,7%	3,0% (ia)
	11:00	Área euro	Confianza del consumidor (final)	Noviembre	-7,0	-30,1
	16:00	EEUU	S&P Case Shiller	Septiembre	3,0%	-5,88% (ia)
		EEUU	Confianza del consumidor (C. Board)	Noviembre	44,0	39,8
		España	Ejecución presupuestaria del Estado			
		Área euro	Eurogrupo			
	Tesoro de Italia	Subasta de Bonos (varios plazos)				
X-30	0:50	Japón	Producción industrial	Octubre	1,1%	-3,3% (m)
	8:00	Alemania	Ventas al por menor	Octubre	0,1%	0,4% (m)
	8:45	Francia	Consumo de las familias	Octubre	0,2%	-0,5% (m)
	9:00	España	Permisos de construcción	Septiembre	n.d.	n.d.
	11:00	Área euro	IPCA (preliminar)	Noviembre	3,0%	3,0% (ia)
	12:00	España	Balanza corriente	Septiembre	n.d.	n.d.
	14:15	EEUU	ADP	Noviembre	130.000	110.000
	15:45	EEUU	PMI de Chicago	Noviembre	58,5	58,4
		Ecofin	Ecofin			
		BCE	Subasta de liquidez (3 meses)			
		Reserva Federal	Beige Book			
J-1	9:15	España	PMI manufacturas	Noviembre	n.d.	n.d.
	9:45	Italia	PMI manufacturas	Noviembre	42,8	43,3
	9:50	Francia	PMI manufacturas	Noviembre	47,6	47,6
	9:55	Alemania	PMI manufacturas	Noviembre	47,9	47,9
	10:00	Área euro	PMI manufacturas	Noviembre	46,4	46,4
	10:30	Reino Unido	PMI manufacturas	Noviembre	47,0	47,4
	16:00	EEUU	Demandas semanales de subsidios de desempleo	24-28 NOV	390.000	393.000
		EEUU	Gasto en construcción	Octubre	0,3%	0,2% (m)
		EEUU	ISM de manufacturas	Noviembre	51,5	50,8
		BCE	Conferencia de Draghi			
	Tesoro de España	Subasta de Bonos (varios plazos)				
V-2	9:00	España	Paro registrado	Noviembre	n.d.	n.d.
	14:30	EEUU	Creación de empleo	Noviembre	120.000	n.d.
		EEUU	Tasa de paro	Noviembre	9,0%	9,0%

(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