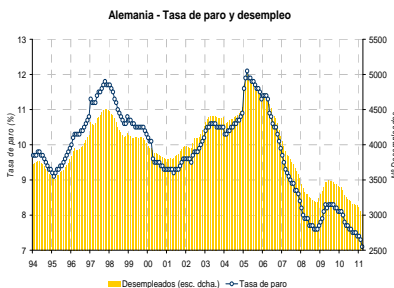
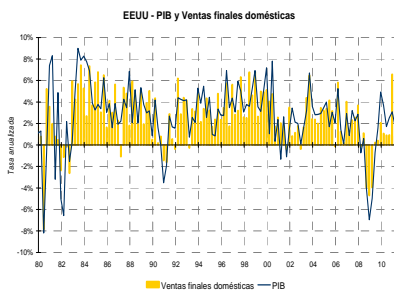
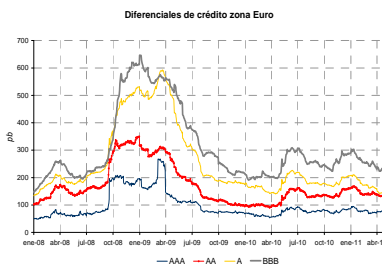
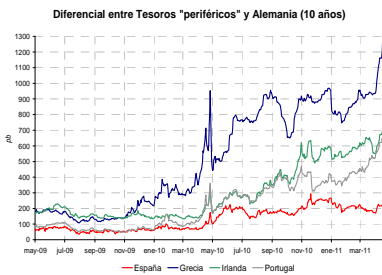


## Claves de la semana pasada

- La **moderación** que experimentó el **crecimiento del PIB de EEUU en 1T11** (desde el 3,1% trimestral anualizado del trimestre precedente hasta un 1,8%) afortunadamente tuvo un acentuado matiz transitorio –ralentización del consumo por el encarecimiento de la factura energética, menor gasto en defensa, un sector exterior algo más débil, así como los efectos que han tenido las condiciones climatológicas adversas sobre el gasto en construcción y la inversión en estructuras- que debería revertir en trimestres venideros. Además, **la confianza empresarial en el sector manufacturero sorprendió al alza en abril, tanto en EEUU** (ISM de manufacturas se sitúa en 60,4 puntos, con los componentes clave de empleo y nuevos pedidos por encima de 60) **como en la zona Euro** (PMI repuntando desde 57,5 hasta 58,0).

## Ponemos el foco en...

La situación por Estados miembros en el seno de la Unión Económica y Monetaria (UEM) continúa siendo muy heterogénea a diferente escala. En la parcela de actividad, lo más positivo es que la economía alemana sigue cosechando los frutos de las políticas de ajuste y de reformas previamente adoptadas. Ello encuentra reflejo en unos índices de confianza empresarial situados muy cerca de máximos históricos y un mercado laboral que es el espejo en el que la práctica totalidad de economías OCDE gustaría mirarse. Con escasos desequilibrios domésticos, el principal punto de vulnerabilidad que podría vislumbrarse en el horizonte más próximo para Alemania es la fortaleza del euro, aunque la solidez que sigue exhibiendo la demanda emergente y la paulatina ganancia de cuota de mercado en estas economías de las exportaciones teutonas constituyen atenuantes. En Francia, el crecimiento es más moderado, pero su dinámica interna es la que se aproximaría más al patrón germano entre los integrantes de la zona Euro. Situación diametralmente opuesta es la de las economías “periféricas”, cuyas tasas de crecimiento se mueven entre la recesión y, en el mejor de los casos, un práctico estancamiento. Las diferencias entre las economías de la región son asimismo significativas en cuanto a los saldos por cuenta corriente y las balanzas fiscales, lo que, evidentemente, no deja indiferente a los mercados. En este punto, el contraste entre Alemania y los países “periféricos” es abismal, adquiriendo la situación tintes preocupantes en los países objeto de las presiones de los mercados. La primera economía de la UEM combina un excedente exterior superior al 5% del PIB –no ajeno a la elevada tasa de ahorro y a la ganancia de competitividad en los mercados foráneos- con un déficit público del 3% y una deuda bruta próxima al 80%. Mientras tanto, el alumno menos aplicado del segmento “periférico”, Grecia, conjuga un déficit por cuenta corriente equivalente al 10%, con una brecha fiscal próxima al 9,5% y una deuda del 140%. No es tarea fácil acoplar estas diferencias dentro de una unión monetaria con un tipo de cambio fijo. A ello hay que añadir las dificultades asociadas al bajo crecimiento que suele acompañar a las políticas de ajuste, ya que la deuda es difícilmente sostenible si el tipo de interés supera el crecimiento del PIB nominal. Dicho de otra forma, una presión excesiva de las medidas de ajuste puede hacer inviable la situación y no dejar otra salida que una reestructuración de la deuda, escenario que parece descontar el mercado en el caso de Grecia. El problema de Grecia no es tanto una cuestión de liquidez, puesto que los vencimientos de deuda previstos para los tres próximos ejercicios estarían cubiertos con el importe del rescate al que se ha acogido, como de capacidad de pago, de solvencia a medio plazo. Solvencia que va a estar subordinada tanto a (i) su potencial para generar ingresos –en lógica duda en el escenario recesivo en el que se halla instalada la economía helena- como a (ii) los tipos de financiación que deba asumir cuando vuelva a financiarse a mercado. Si llegado el momento, ambas variables –crecimiento económico y tipos de interés- ponen en jaque la sostenibilidad de su deuda pública, sí podría plantearse un proceso de reestructuración. En el más corto plazo, el principal elemento de drenaje de presión sería la concreción en la cumbre de la Unión Europea del próximo 25 de junio de la ampliación de la capacidad financiera y de funcionamiento de los mecanismos de estabilidad, que facilitaría la ampliación del plazo del pago del rescate para Grecia (actualmente es de 7,5 años).



## Claves de esta semana

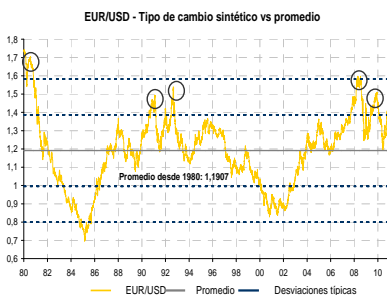
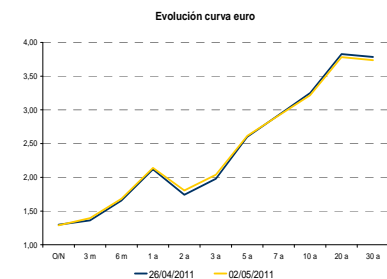
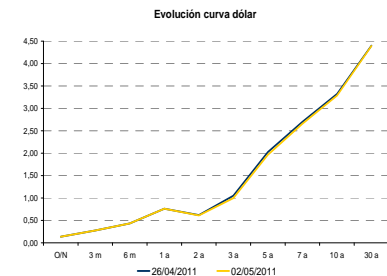
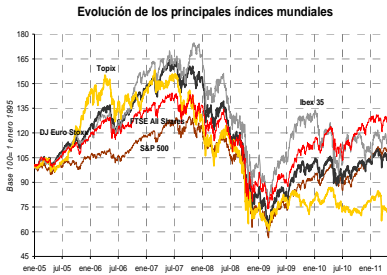
La referencia macro más relevante serán los **datos laborales de abril en EEUU** (viernes), donde esperamos una generación neta de 200.000 empleos. Por su parte, **no esperamos cambios en política monetaria ni en el Reino Unido ni en la zona Euro el próximo jueves**. Lo más importante será ver qué palabras utiliza Trichet: “vigilant” significaría subida de tipos en junio; “very accommodative” implicaría probablemente mantenimiento de tasas en la siguiente reunión, pero dejar la puerta abierta a alzas de tipos en las venideras.

## Tipología de Activos

### Renta Variable

Semana muy positiva, la pasada, para el activo, actuando el discurso todavía acomodaticio por parte de la Reserva Federal como revulsivo. Peor comportamiento relativo de los mercados emergentes: la reciente subida de tipos de 50 pb en la India es una señal indicativa de que todavía queda margen de endurecimiento en buena parte de estas economías, sobre todo en las asiáticas, aunque es una circunstancia que debería estar ya ampliamente descontada de manera implícita en las cotizaciones.

**Recomendamos... SOBREPONDERAR.** A corto plazo, las bolsas pueden seguir hallando soporte, además de en la propia Fed, en los altos niveles de liquidez en balance y el bajo apalancamiento, que favorecen el incremento en dividendos, la compra de acciones y la actividad de M&A. Sin embargo, el *momentum* en las sorpresas económicas puede disminuir a corto plazo, por lo que un *guidance* positivo de las empresas será fundamental para poder consolidar/superar los máximos del año. Importante esta semana será que los registros de empleo de abril en EEUU sean fuertes y otorguen confianza a los inversores.



### Renta Fija

Con reunión de la Fed de por medio, el saldo neto de la última semana en el mercado de deuda pública fue de (i) relativa estabilidad en los tramos largos de las curvas “núcleo” y (ii) mejor comportamiento relativo de las “periféricas”, con la excepción de Portugal. El diferencial a 10 años entre España y Alemania cede hasta la zona de los 200 pb. En esta vertiente, en los próximos días contaremos con una nueva apelación al mercado primario por parte del Tesoro español (emisión de bonos a 5 años el jueves) y portugués (letras a 3 meses el miércoles).

**Recomendamos... INFRAPONDERAR TESORO EUR/ INFRAPONDERAR TESORO USD.** El contexto de consolidación del crecimiento e inflación al alza debería seguir propiciando una paulatina normalización de la curva estadounidense y alemana a partir de la segunda mitad del ejercicio, lo que continúa anulando el atractivo de las apuestas por duración. Seguimos pensando que la curva española es la que más valor ofrece dentro de un abanico de oportunidades en deuda soberana más estrecho.

### Divisas

El principal damnificado por la complacencia de la Fed sigue siendo el dólar, situándose en la actualidad en referencias en torno a 1,48 en su cruce frente al euro.

**Recomendamos... SOBREPONDERAR DÓLAR.** De cara a esta semana, las novedades concernientes a la crisis soberana en la UEM y el mensaje del BCE constituirán los dos principales catalizadores para la cotización EUR/USD, que técnicamente continúa poniendo a prueba el nivel de resistencia de 1,4850. En el caso de ausencia de sorpresas negativas en el primer frente y si el BCE emite un mensaje agresivo que despliegue la alfombra roja a una segunda subida de tipos en junio, la referencia técnica citada se vería amenazada, abriéndose margen de recorrido hasta la cota de 1,51. Seguimos pensando, no obstante, que el escenario más benigno para el cruce EUR/USD debería haber sido ya puesto en precio en su cotización. En el seno del BCE empieza a observarse con cierta inquietud la exuberancia (poco “racional” por fundamentales) que exhibe la moneda única europea, sobre todo porque puede reabrir el debate sobre si la reciente subida de tipos de abril no supondrá un *remake* –por errónea– del alza de tasas de julio de 2008. No hay que olvidar tampoco, las referencias a la política cambiaria que hizo el miércoles Bernanke, señalando que “un dólar fuerte y estable está dentro de los intereses de EEUU y de la economía mundial” y que “una economía en crecimiento debería ayudar a su cotización”.

Deuda		Var.		Acum.		Dif		Var.	
	Tipo	Sem	Men	Año	Ale	Sem	Men		
Alemania	2 años	1,81	8	-1	94				
	3 años	2,07	7	-2	103				
	5 años	2,64	3	-6	80				
	10 años	<b>3,26</b>	1	-11	30				
	30 años	3,71	-4	-11	30				
Francia	2 años	1,82	5	-2	86	1	-3	-1	
	3 años	2,20	4	-3	98	13	-3	-1	
	5 años	2,90	1	-7	76	26	-2	0	
	10 años	<b>3,58</b>	-3	-15	21	32	-5	-4	
	30 años	4,11	-4	-11	23	39	0	0	
Italia	2 años	3,01	-12	54	13	120	-20	55	
	3 años	3,43	-11	29	12	136	-17	31	
	5 años	3,98	-10	11	9	134	-13	17	
	10 años	<b>4,72</b>	-9	-8	-10	146	-10	3	
	30 años	5,57	-8	-7	11	186	-4	4	
España	2 años	3,29	-28	14	-16	149	-36	15	
	3 años	3,85	-26	36	-8	178	-33	38	
	5 años	4,52	-24	8	-24	188	-26	14	
	10 años	<b>5,28</b>	-23	-4	-18	202	-24	8	
	30 años	5,88	-18	-13	-8	217	-14	-2	
R.Unido	2 años	1,07	-8	-31	-3	-74	-16	-30	
	3 años	1,54	-9	-33	-4	-53	-16	-31	
	5 años	2,18	-10	-32	-2	-45	-13	-26	
	10 años	<b>3,49</b>	-12	-26	7	23	-13	-15	
	30 años	4,22	-12	-18	-1	51	-8	-7	
EEUU	2 años	0,61	1	-19	2	-120	-7	-18	
	5 años	1,98	-4	-27	-4	-66	-7	-21	
	10 años	<b>3,30</b>	-3	-17	-2	4	-4	-6	
	30 años	4,42	-1	-11	4	71	3	0	
	Japón	2 años	0,19	-1	-2	1	-161	-9	-1
3 años		0,25	-1	0	6	-182	-8	2	
5 años		0,46	-3	-5	6	-217	-6	1	
10 años		<b>1,21</b>	-1	-8	8	-205	-2	4	
30 años		2,16	3	-3	15	-155	7	7	

Materias primas	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd
Crudo (Brent)	123,76	-0,66%	-0,14%	4,28%	31,24%
Crudo (W. Texas)	113,52	-0,36%	1,47%	5,17%	24,23%
Índice CRB	368,17	-0,64%	0,44%	2,02%	10,63%
Índice Rogers Intl	1145,22	-0,65%	-0,11%	1,91%	12,26%
Oro Futuro	1544,4	-0,82%	2,75%	8,14%	8,65%
Cobre Futuro	9320,0	-0,01%	-2,71%	-0,43%	-2,92%



Pendiente		Hoy			
		28-abr	03-abr	31/12/2010	
Alemania	5 - 2 años	83	88	88	97
	10 - 5 años	62	64	67	113
	10 - 2 años	145	152	155	210
Francia	5 - 2 años	108	112	112	118
	10 - 5 años	68	72	76	123
	10 - 2 años	176	184	188	240
Italia	5 - 2 años	97	95	140	101
	10 - 5 años	74	73	93	93
	10 - 2 años	171	168	233	194
España	5 - 2 años	122	118	129	130
	10 - 5 años	76	75	88	70
	10 - 2 años	198	193	216	200
R.Unido	5 - 2 años	111	113	112	111
	10 - 5 años	131	132	125	122
	10 - 2 años	242	245	237	232
EEUU	5 - 2 años	137	142	145	142
	10 - 5 años	132	131	122	130
	10 - 2 años	269	273	267	273
Japón	5 - 2 años	27	29	30	23
	10 - 5 años	75	73	77	72
	10 - 2 años	102	102	107	95

Bolsas	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	
<i>Divisa local</i>						
EEUU	Dow Jones	12807,4	-0,02%	2,62%	3,48%	10,62%
	S&P 500	1361,22	-0,18%	1,94%	2,16%	8,24%
	NASDAQ C.	2864,08	-0,33%	1,35%	2,67%	7,96%
Europa	FTSE 100	6088,41	0,30%	1,10%	2,63%	3,19%
	CAC 40	4097,19	-0,28%	1,28%	1,05%	7,69%
	DAX	7500,31	-0,36%	1,95%	4,46%	8,48%
	Ibex 35	10840,6	-0,34%	1,78%	1,03%	9,96%
	MIB 30	22303,7	-0,42%	1,69%	1,53%	10,56%
	PSI 20	7687,59	-0,36%	1,38%	-2,22%	1,31%
	DJ Euro Stoxx 50	3001,18	-0,26%	1,55%	1,29%	7,46%
Latam	México Bolsa	36592,6	-1,00%	-0,73%	-3,13%	-5,08%
	Bovespa	65462,8	-1,01%	-2,25%	-5,49%	-5,54%
	Argentina Merval	3395,64	-0,30%	-0,16%	-2,20%	-3,63%
Asia	Chile Select	4826,07	0,07%	1,55%	2,40%	-2,06%
	Nikkei	10004,2	1,57%	3,33%	3,05%	-2,20%
Mundial	Hang Seng	23744,2	0,10%	-1,63%	-0,24%	3,08%
	MSCI World	1391,86	0,23%	1,84%	3,76%	8,73%

Tipos de cambio		Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd
EUR/USD		1,4810	-0,4%	1,2%	4,2%	10,8%
EUR/GBP		0,8920	0,1%	0,4%	1,1%	4,0%
EUR/CHF		1,2791	-0,5%	-0,4%	-2,5%	2,5%
EUR/YEN		119,961	-0,7%	-2,3%	0,5%	10,5%
GBP/USD		1,660	-0,5%	0,8%	3,0%	6,5%
USD/CHF		0,864	-0,1%	-1,6%	-6,4%	-7,5%
USD/YEN		81,000	-0,2%	-0,9%	-3,5%	-0,2%
USD/MXN		11,532	0,3%	-0,3%	-2,8%	-6,6%
USD/ARS		4,079	0,0%	-0,1%	0,7%	2,5%
USD/CLP		462,650	-0,1%	0,0%	-2,5%	-1,1%
USD/BRL		1,589	0,9%	1,5%	-1,3%	-4,3%

Tipos de interés de contado y futuros 3 meses		EUR	USD	GBP	JPY
1 día		1,289 (-15)	0,110	0,557 (+3)	0,060
1 Semana		1,250 (+3)	1,100 (+97)	0,575 (+1)	0,080 (-4)
1 Mes		1,145 (+4)	0,175 (-2)	0,555 (-10)	0,070 (-5)
3 Meses		1,410 (+5)	0,245 (-1)	0,730	0,160
6 Meses		1,700 (+3)	0,410 (-3)	1,115	0,300
9 Meses		1,930	0,595 (-1)	1,365	0,440
12 Meses		2,125 (-2)	0,765	1,585	0,520 (-4)
jun 11		1,563 (+4)	0,287 (-2)	0,835 (-3)	0,330 (+)
sep 11		1,833 (+4)	0,347 (-2)	0,945 (-4)	0,325
dic 11		2,058 (+5)	0,447 (-2)	1,125 (-4)	0,325
mar 12		2,257 (+6)	0,608 (-2)	1,325 (-5)	0,330 (-)

(\*) Variación semanal

## Agenda de la semana

### Calendario semanal de principales indicadores económicos y financieros

Fecha	Hora (CET)	País	Indicador	Fecha	Previsión	Dato ant.
L-2	9:00	<b>España</b>	PMI de manufacturas*	Abril	50,6	51,6
	9:15	<b>Francia</b>	PMI de manufacturas*	Abril	57,5	56,9
	9:45	<b>Italia</b>	PMI de manufacturas*	Abril	55,5	56,2
	9:55	<b>Alemania</b>	PMI de manufacturas*	Abril	62,0	61,7
	10:00	<b>Zona Euro</b>	PMI de manufacturas*	Abril	58,0	57,7
	16:00	<b>EEUU</b>	Gasto en construcción*	Marzo	1,4%	-2,4%(m)
			Venta de viviendas nuevas*	Abril	60	61,2
M-3	10:00	<b>España</b>	Confianza del consumidor (ICO)	Abril	n.d.	68,3
	10:30	<b>Reino Unido</b>	PMI de manufacturas	Abril	57,0	57,1
	11:00	<b>Zona Euro</b>	Precios industriales	Marzo	0,6%	0,7%(m)
	16:00	<b>EEUU</b>	Pedidos industriales	Marzo	6,5%	6,6%(ia)
					1,7%	-0,1%(m)
					9,3%	9,3%(ia)
X-4	8:45	<b>Francia</b>	Balanza comercial	Marzo	n.d.	-6.553 M
	9:00	<b>España</b>	Paro registrado	Abril	n.d.	34.406
	9:15	<b>España</b>	PMI de servicios	Abril	n.d.	48,7
	9:15	<b>Francia</b>	PMI de servicios	Abril	63,4	63,4
	9:45	<b>Italia</b>	PMI de servicios	Abril	53,0	53,3
	9:55	<b>Alemania</b>	PMI de servicios	Abril	57,7	57,7
	10:00	<b>Zona Euro</b>	PMI de servicios	Abril	56,9	56,9
	11:00	<b>Zona Euro</b>	Ventas al por menor	Marzo	0,1%	-0,1%(m)
	16:00	<b>EEUU</b>	ISM de servicios	Abril	0,2%	0,4%(ia)
				58	57,3	
J-5	10:30	<b>Reino Unido</b>	PMI de servicios	Abril	56,0	57,1
	13:00		BoE- Comité de Política Monetaria		0,50%	0,50%
	13:45	<b>Zona Euro</b>	BCE - Consejo de Gobierno		1,25%	1,25%
	16:00	<b>EEUU</b>	CLU (avance)	1T11	0,8%	-0,6%(TA)
			Productividad no agrícola (avance)		1,1%	2,6%(TA)
			Demandas semanales de subsidios de desempleo	Abril	410.000	429.000
V-6	9:00	<b>España</b>	Producción industrial	Marzo	n.d.	0,2%(m)
					n.d.	3,6%(ia)
	10:30	<b>Reino Unido</b>	Precios industriales	Abril	1,6%	0,5%(m)
					16,4%	5,3%(ia)
	12:00	<b>Alemania</b>	Producción industrial	Marzo	0,3%	1,6%(m)
					10,2%	14,7%(ia)
14:30	<b>EEUU</b>	Creación de empleo	Abril	200.000	216.000	
			Tasa de paro	Abril	8,8%	8,8%

(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 Central Hispano 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 Central Hispano 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