

## Claves de la semana pasada

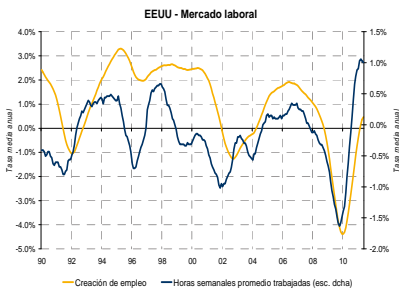
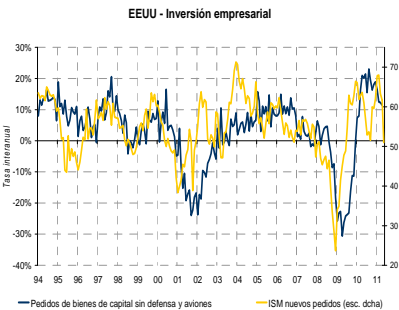
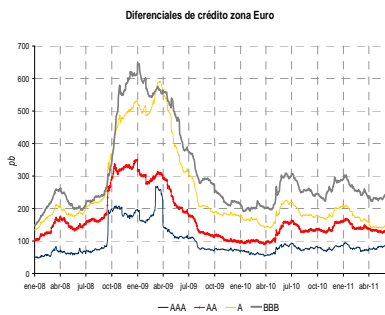
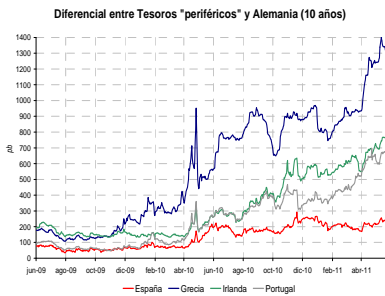
- **Decepción en los indicadores macro publicados** a lo largo de la semana pasada en EEUU. Con respecto al mercado laboral, el **ritmo de creación de empleo en mayo (54.000 puestos de trabajo) fue claramente inferior al de los meses anteriores. Se acumulan asimismo señales de pérdida de pulso en el ciclo global.** Pero el hecho de que la corrección en indicadores adelantados se concentre en el sector manufacturero, sugiere un deterioro asociado a la contracción de la actividad industrial en Japón, y no una debilidad estructural de las bases que han sustentado la recuperación económica.

## Ponemos el foco en...

Tal y como estaba previsto, el FMI anunció el viernes que tanto este organismo, como la Unión Europea y el Banco Central Europeo, llegaron a un acuerdo con las autoridades griegas para continuar avanzando en el programa de ayuda a esta economía. La clave de estas negociaciones fue el apoyo parlamentario preliminar a un programa más ambicioso de consolidación fiscal, que incluye privatizaciones de aquí a 2015 por valor de 50.000 millones de euros. El comunicado del FMI subraya que las medidas fiscales adicionales permitirían que el Gobierno heleno alcance sus objetivos fiscales para 2011 en adelante. En el lado del gasto, las medidas incluyen un recorte significativo del empleo público, la reestructuración o cierre de entidades públicas y la racionalización de transferencias tributarias. En el lado de los ingresos, el Gobierno reducirá las exenciones fiscales, aumentará los impuestos sobre propiedades, así como hará mayores esfuerzos en la lucha contra el fraude fiscal. De cara a las próximas semanas, la mayoría del PASOK en el Parlamento (156 escaños sobre un total de 300) debería permitir que se apruebe sin grandes dificultades el nuevo plan de consolidación fiscal, lo que, a priori, liberaría fondos adicionales de la UE para cubrir el déficit de financiación del próximo año (25.000 millones de euros) y, posiblemente, el de 2013 (35.000 millones de euros). Lo más probable es que el anuncio oficial del apoyo de la UE se haga en el marco de la cumbre de Jefes de Estado del 23/24 de junio, aunque no descartamos que se produzca unos días antes, en la reunión del Ecofin (20 de junio). Este anuncio despejaría el camino para que se hiciera entrega del siguiente tramo del rescate (12.000 millones de euros) que Grecia necesita para hacer frente a sus compromisos más inmediatos. No obstante, todavía quedan importantes cuestiones por resolverse. En primer lugar, falta por saber de donde saldrán los fondos para cerrar el déficit de financiación, aunque todo parece indicar que provendrán del EFSF en vez de préstamos bilaterales, ya que no requiere una nueva aprobación parlamentaria como estos, a la que seguramente se opondrían países como Alemania y/o Finlandia. La cantidad de fondos adicionales que se entregará a Grecia dependerá en buena medida del proceso de privatización que se realice, aunque continúan existiendo dos opciones encima de la mesa. La primera trataría de cubrir el déficit de financiación exclusivamente en 2012 (25.000 millones), más una cuantía adicional para hacer frente a posibles desviaciones; la alternativa intentaría cubrir el déficit previsto para 2012 y 2013 (60.000 millones de euros). La opción escogida dependerá también de si algunos acreedores se acogen voluntariamente al plan anunciado por el presidente del Eurogrupo, que implicaría un alargamiento de vencimientos para la deuda griega. En este punto, hay que recalcar que cualquier alargamiento de plazos, utilizando los tipos actuales de mercado, no ayudaría de cara a la sostenibilidad de la deuda helena a largo plazo; al contrario, acentuaría la ya de por sí deteriorada dinámica de deuda/PIB. Pensamos que la mayor parte de inversores privados no querría incurrir en las pérdidas que supondría este *rollover* de la deuda en sus balances, aunque sí parece probable que los tenedores domésticos (bancos, fondos de pensiones, aseguradoras) pudiesen aceptarlo a cambio de mayores garantías de recapitalización por parte del Gobierno. Además, los bonos en manos del BCE bajo el mandato del SMP (*Securities Market Programme*; aproximadamente 40.000 millones de euros) podrían acogerse a este programa. En cuanto al resto de instituciones financieras, dependerá del tipo de institución y el país. Por ejemplo, pensamos que los *Landesbanken* germanos podrían ser persuadidos por el Gobierno de la bondad de esta medida. En definitiva, parece probable que cerca de 50% de los bonistas podría acogerse al programa de extensión de vencimientos, lo que ayudaría a retrasar la inevitable reestructuración de la deuda soberana griega. Cuanto más se aleje en el tiempo dicha reestructuración, más posibilidades habrá de evitar el contagio al resto de "periféricos", así como a las entidades financieras.

## Claves de esta semana

La semana estará marcada por las **reuniones de política monetaria del BCE y del Banco de Inglaterra** (jueves 9), dónde la clave será ver si, en esta última, el lenguaje de Trichet prepara el terreno para una subida de tipos de interés en julio.



## Tipología de Activos

### Renta Variable

La semana pasada nos dejó un cierre del mes de mayo con caídas superiores al 3% en renta variable europea. Los sectores más defensivos - Salud; +2,7% y Alimentación +1,3%- actuaron como refugio.

**Recomendamos... SOBREPONDERAR.** A pesar de los peores datos cíclicos de las últimas semanas (especialmente provenientes de EEUU), pensamos que la economía estadounidense se enfrenta a un *soft patch* de carácter transitorio que no debería empañar las perspectivas macro de largo plazo. Dichas perspectivas siguen siendo favorables para el conjunto de activos de riesgo. No obstante, hasta que no se vayan afianzando las soluciones a la problemática soberana griega, es difícil que encontremos visibilidad a corto plazo en la clase de activo. Volvemos a destacar el buen perfil de rentabilidad/riesgo que presenta en la actualidad la renta variable frente a las alternativas.

### Renta Fija

A lo largo de la última semana, el factor cíclico ha tenido preponderancia sobre el soberano en el comportamiento de las curvas Tesoro. La acumulación de señales de ralentización a escala global en el plano de los indicadores de confianza empresarial ha reabierto el debate sobre el alcance de la moderación que pudiera producirse a corto plazo, provocando un sensible aplanamiento en las curvas soberanas *core*, con relajaciones más intensas en los tramos largos, que ha llevado a las referencias a 10 años estadounidense y alemana a quebrar el soporte del 3% en TIR.

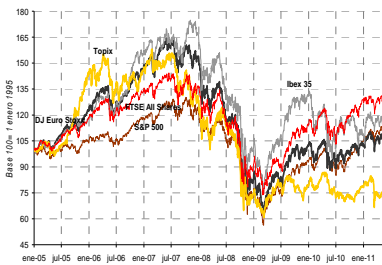
**Recomendamos... INFRAPONDERAR TESORO EUR/ INFRAPONDERAR TESORO USD.** El umbral para que la Fed vuelva a activar los mecanismos de expansión cuantitativa es esta vez más alto que en 2010, teniendo en cuenta además que (i) los *breakeven* de inflación se hallan en cotas mucho más elevadas de lo que estaban en los prolegómenos del QE1 ó QE2, (ii) la tasa de paro ha descendido, y (iii) la inflación subyacente es más alta, y ya está inmersa en el rango de confort del banco central. Por esta circunstancia, pensamos que el margen de recorrido bajista en TIR del bono americano a 10 años es mucho más limitado en alcance y prolongación en el tiempo que el que propició el *soft patch* que se produjo a estas alturas el año pasado y que lo precipitó hasta la cota del 2,40%. En el caso de la curva Euro, el margen de cesiones adicionales en la TIR del bono alemán a 10 años, siempre que el escenario de riesgo se deteriorara, podría encontrar suelo en la zona del 2,75%.

### Divisas

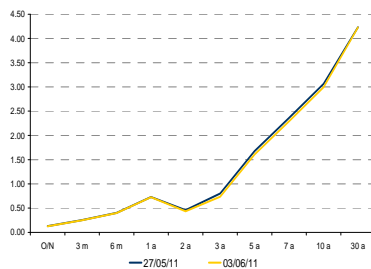
Los mercados divisas apenas prestaron atención a la problemática europea y se centraron en el reciente deterioro del fondo macro en EEUU, depreciándose así el dólar en su cruce con el euro hasta niveles de 1,46.

**Recomendamos... SOBREPONDERAR DÓLAR.** En la próxima reunión del Banco Central Europeo no esperamos un tono más *dovish* que el mostrado en la anterior debido a que la moderación de los indicadores recientemente conocidos a nivel europeo podría reflejar más una contracción en la actividad industrial en Japón y no tanto un deterioro estructural del ciclo económico. En cualquier caso, el tono de Trichet determinará el comportamiento a corto plazo del euro. A tenor de los fundamentos más de fondo (probable ampliación de la brecha de crecimiento entre EEUU y la zona Euro a favor de la economía estadounidense en la segunda mitad del año, menor divergencia entre la política monetaria de la Fed y la del BCE, nivel de equilibrio por PPA, desviación de la cotización respecto al promedio histórico...), los niveles actuales continúan pareciendo insostenibles en el medio plazo. Seguimos apostando, por tanto, por una apreciación del dólar más consistente a lo largo de la segunda mitad del ejercicio.

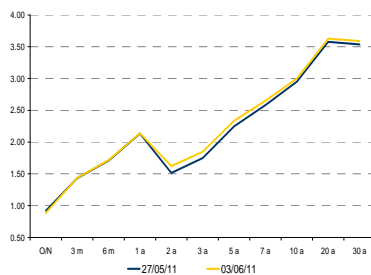
Evolución de los principales índices mundiales



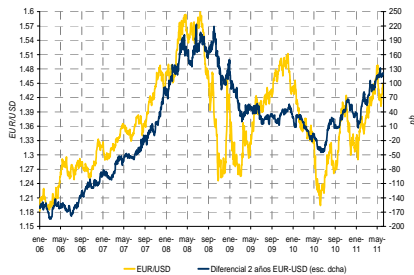
Evolución curva dólar



Evolución curva euro



EUR/USD vs Diferencial 2 años

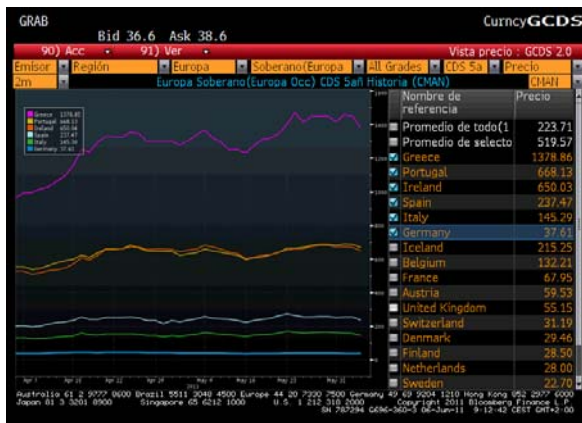


Deuda		Var.		Acum.		Dif		Var.	
	Tipo	Sem	Men	Año	Año	Ale	Sem	Men	
Alemania	2 años	1,67	8	-10	80				
	3 años	1,82	7	-19	79				
	5 años	2,32	8	-23	49				
	10 años	<b>3,03</b>	5	-15	6				
	30 años	3,55	5	-11	13				
Francia	2 años	1,88	7	11	92	22	-1	20	
	3 años	1,98	5	-18	75	16	-2	1	
	5 años	2,62	6	-20	48	30	-2	3	
	10 años	<b>3,34</b>	0	-17	-2	31	-5	-2	
	30 años	3,97	3	-10	9	43	-2	0	
Italia	2 años	2,88	-18	-7	0	122	-26	3	
	3 años	3,35	-16	-3	3	152	-23	16	
	5 años	3,89	-16	-5	1	157	-23	18	
	10 años	<b>4,66</b>	-14	0	-15	164	-19	15	
	30 años	5,43	-12	-8	-3	188	-17	3	
España	2 años	3,37	-19	7	-9	171	-27	17	
	3 años	3,98	-17	12	5	216	-24	31	
	5 años	4,52	-17	0	-24	220	-25	22	
	10 años	<b>5,27</b>	-12	3	-19	224	-17	17	
	30 años	5,85	-9	0	-11	230	-14	11	
R.Unido	2 años	0,88	-4	-14	-22	-79	-12	-4	
	3 años	1,26	-8	-16	-32	-56	-15	3	
	5 años	1,88	-9	-18	-33	-44	-17	5	
	10 años	<b>3,30</b>	-2	-11	-13	27	-7	3	
	30 años	4,18	2	-7	-4	64	-3	3	
EEUU	2 años	0,44	-4	-11	-16	-123	-12	-2	
	5 años	1,63	-10	-24	-39	-70	-18	-1	
	10 años	<b>3,05</b>	-5	-12	-27	2	-10	2	
	30 años	4,32	4	-1	-6	78	-1	10	
	Japón	2 años	0,18	0	-2	-1	-149	-8	8
3 años		0,21	-2	-3	1	-162	-9	16	
5 años		0,42	1	-1	1	-190	-7	22	
10 años		<b>1,16</b>	3	1	3	-187	-2	15	
30 años		2,06	3	-4	5	-149	-2	7	

Pendiente					
		Hoy	01-jun	06-may	31/12/2010
Alemania	5 - 2 años	66	66	79	97
	10 - 5 años	70	73	62	113
	10 - 2 años	136	139	141	210
Francia	5 - 2 años	74	75	105	118
	10 - 5 años	72	77	68	123
	10 - 2 años	146	153	173	240
Italia	5 - 2 años	101	99	99	101
	10 - 5 años	77	76	72	93
	10 - 2 años	178	175	171	194
España	5 - 2 años	115	113	123	130
	10 - 5 años	75	70	71	70
	10 - 2 años	190	182	194	200
R.Unido	5 - 2 años	100	105	104	111
	10 - 5 años	141	135	135	122
	10 - 2 años	242	240	240	232
EEUU	5 - 2 años	119	125	132	142
	10 - 5 años	142	137	130	130
	10 - 2 años	261	262	262	273
Japón	5 - 2 años	25	24	24	23
	10 - 5 años	74	72	72	72
	10 - 2 años	98	96	96	95

Materias primas						
	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	
Crudo (Brent)	115,30	-0,52%	0,10%	4,96%	22,27%	
Crudo (W. Texas)	100,56	0,16%	0,33%	-9,45%	10,05%	
Índice CRB	348,61	0,20%	1,54%	3,34%	4,75%	
Índice Rogers Intl	1082,52	0,19%	0,63%	-4,41%	6,12%	
Oro Futuro	1547,3	0,36%	0,72%	3,73%	8,86%	
Cobre Futuro	9099	2,01%	0,88%	-2,68%	-5,22%	

Bolsas						
Divisa local		Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd
EEUU	Dow Jones	12138,4	-0,11%	-2,44%	-3,96%	4,84%
	S&P 500	1295,53	-0,36%	-2,67%	-3,33%	3,01%
	NASDAQ C.	2724,66	-0,30%	-2,58%	-3,64%	2,71%
Europa	FTSE 100	5863,16	0,14%	-1,27%	-1,90%	-0,62%
	CAC 40	3863,4	-0,70%	-2,01%	-4,80%	1,54%
	DAX	7084,57	-0,34%	-1,06%	-5,44%	2,46%
	Ibex 35	10157,7	-1,24%	-0,97%	-4,27%	3,03%
	MIB 30	20525	-1,37%	-1,28%	-6,51%	1,74%
	PSI 20	7520,5	-1,19%	-0,68%	-3,76%	-0,89%
	DJ Euro Stoxx 50	2765,33	-0,85%	-1,74%	-6,35%	-0,98%
Latam	México Bolsa	34859,2	-0,75%	-2,19%	-1,00%	-9,58%
	Bovespa	63726,7	-0,95%	-0,36%	-1,07%	-8,05%
	Argentina Merval	3155,27	-0,31%	-2,76%	-4,84%	-10,45%
Asia	Chile Select	4844,49	-0,68%	-0,02%	0,64%	-1,69%
	Nikkei	9380,35	-1,18%	-1,31%	-4,86%	-8,30%
Mundial	Hang Seng	22949,6	-1,31%	-0,73%	-0,90%	-0,37%
	MSCI World	1320,11	-0,40%	-1,36%	-2,88%	3,13%



Tipos de cambio						
	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	
EUR/USD	1,4602	-0,2%	2,3%	1,4%	9,2%	
EUR/GBP	0,8930	0,3%	3,0%	1,6%	4,2%	
EUR/CHF	1,2225	0,0%	0,4%	-3,2%	-2,1%	
EUR/YEN	117,079	-0,3%	-4,4%	1,2%	7,9%	
GBP/USD	1,635	-0,5%	-0,7%	-0,2%	4,9%	
USD/CHF	0,837	0,2%	-1,8%	-4,6%	-10,4%	
USD/YEN	80,180	-0,1%	-0,9%	-0,2%	-1,2%	
USD/MXN	11,698	0,5%	0,8%	0,7%	-5,3%	
USD/ARS	4,094	0,2%	0,2%	0,3%	2,9%	
USD/CLP	468,230	0,1%	0,2%	-0,1%	0,0%	
USD/BRL	1,581	0,5%	-0,9%	-1,7%	-4,8%	

Tipos de interés de contado y futuros 3 meses						
	EUR	USD	GBP	JPY		
1 día	0,886 (-4)	0,105 (-4)	0,531 (+1)	0,050 (-2)		
1 Sem ana	1,025 (+2)	0,160 (+5)	0,500 -	0,185 (-1)		
1 Mes	1,165 (+7)	0,130 -	0,530 -	0,065 (-6)		
3 Meses	1,275 (-14)	0,200 -	0,730 -	0,150 (+1)		
6 Meses	1,630 (-9)	0,380 -	1,050 (-1)	0,310 (+6)		
9 Meses	1,930 (-2)	0,560 -	1,300 (-1)	0,535 (+13)		
12 Meses	2,145 (-2)	0,930 (+4)	1,560 (+2)	0,475 -		
jun 11	1,468 (+)	0,256 (-1)	0,825 (-1)	0,330 (-)		
sep 11	1,723 (+4)	0,328 (-1)	0,905 (-1)	0,330 -		
dic 11	1,895 (+6)	0,392 (-1)	1,015 (-1)	0,330 -		
mar 12	2,013 (+7)	0,472 (-2)	1,135 (-3)	0,340 -		

(\*) Variación semanal

## Agenda de la semana

### Semanal de principales indicadores económicos y financieros

Fecha	Hora (GET)	País	Indicador	Fecha	Previsión	Dato ant.
L-6	9:00	<b>España</b>	Producción industrial	Abril	-1.6%	-0.9% (ia)
	11:00	<b>Zona Euro</b>	Precios industriales	Abril	0.9%	0,7% (m)
					6.7%	6,7% (ia)
M-7	11:00	<b>Zona Euro</b>	Ventas al por menor	Abril	0.3%	-1,0% (m)
					0.0%	-1,7% (ia)
	12:00	<b>Alemania</b>	Pedidos industriales	Abril	2.0%	-4,0% (m)
					9.0%	9,7% (ia)
X-8	1:50	<b>Japón</b>	Balanza comercial	Abril	379	240,3 mm JPY
			Balanza por cuenta corriente	Abril	182.1	1679,1 mm JPY
	8:00	<b>Alemania</b>	Balanza comercial	Abril	14,900	18.900 M EUR
	8:45	<b>Francia</b>	Balanza comercial	Abril	-5,950	-5.746 M EUR
	11:00	<b>Zona Euro</b>	PIB (preliminar)	1T11	0.8%	0,8% (T)
					2.5%	2,5% (ia)
	12:00	<b>Alemania</b>	Producción industrial	Abril	0.2%	0,7% (m)
				10.0%	11,2% (ia)	
J-9	1:50	<b>Japón</b>	PIB (final)	1T11	-0.8%	-0.9% (T)
					-0.8%	-0,7% (ia)
	7:30	<b>Francia</b>	Creación de empleo	1T11	n.d.	0,2% (T)
					n.d.	0,8% (ia)
	10:30	<b>Reino Unido</b>	Balanza comercial	Abril	-2,950	-3.005 M GBP
	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%
	14:30	<b>EEUU</b>	Balanza comercial	Abril	-48,900	-48.200 M USD
		Demandas semanales de subsidios de desempleo	6 - 10 Junio	419,000	422,000	
V-10	1:50	<b>Japón</b>	Índice de actividad terciario	Abril	2.7%	-6,0% (m)
					-1.7%	2,8% (ia)
	8:00	<b>Alemania</b>	IPCA (final)	Mayo	-0.2%	-0,2% (m)
					2.4%	2,4% (ia)
	8:45	<b>Francia</b>	Producción industrial	Abril	0.4%	-0,9% (m)
					3.9%	3,3% (ia)
	10:00	<b>Italia</b>	PIB (final)	1T11	0.1%	0,1%(T)
					1.0%	1,0% (ia)
	10:30	<b>Reino Unido</b>	Producción industrial	Abril	0.0%	0,3% (m)
					1.3%	0,7% (ia)
			Mayo	0.3%	0,8% (m)	
				5.3%	5,3% (ia)	

(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