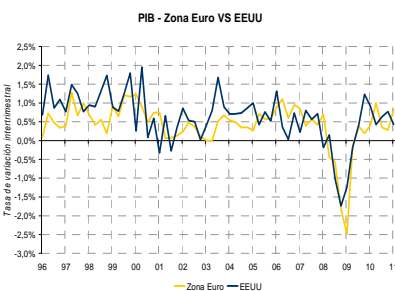
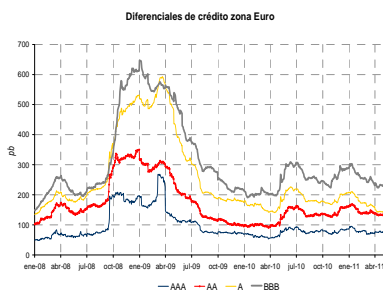
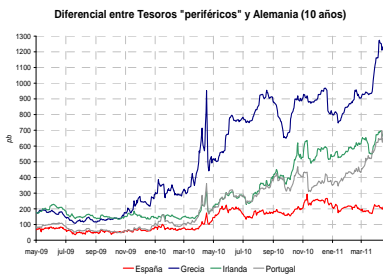


## Claves de la semana pasada

- El avance de los registros de crecimiento del PIB de la zona Euro en 1T11 se saldó con **sorpresas favorables** (+0,8% intertrimestral en el conjunto de la región), sobre todo en las economías “núcleo” (Alemania lo hizo en un 1,5% t/t y Francia en un 1,0%) y **no tanto en las “periféricas”** (España creció un 0,3%, mientras que Italia sólo un 0,1%). Sin conocerse aún la composición por partidas, sobre los componentes de demanda interna se habría cimentado la sólida tracción en las economías germana y gala. En cambio, la fragilidad de la demanda doméstica explicaría el crecimiento anémico en la “periferia”. De cara a los próximos trimestres, sin embargo, la desaceleración en el crecimiento europeo parece inevitable: (i) los indicadores adelantados podrían haber tocado techo, (ii) intensificación del proceso de consolidación fiscal en los países “periféricos”, (iii) distorsión en las cifras de actividad industrial por el terremoto de Japón.



Calendario de eventos importantes en relación a la "periferia" UEM		
Fecha	País	Acontecimiento
25 de mayo	FR	Elecciones legislativas
11 may	GRE	Huelga de 24h convocada por los sindicatos
13 may	FR	Tercera sesión parlamentaria para aprobar las ayudas a Portugal
16 may	UEM	Reunión del Ecofin
17 may	UE	Reunión del Ecofin
17 may	ESP	Subasta de deuda pública
18 may	POE	Subasta de deuda pública
18 may	FR	Reunión del Consejo Europeo
18 may	ESP	Subasta de deuda pública
18 may	POE	Protestas multitudinarias contra los paquetes de asistencia planeados
20 may	POE	Publicación de los datos de déficit público hasta abril de 2011
22 may	ESP	Elecciones autonómicas
22 may	POE	Comienzo de campaña electoral en Portugal
24 may	ESP	Subasta de deuda pública
25-27 may	GR	Cumbre del G8
25 de mayo	GRE	El Gobierno detallará el plan de privatización para 2011 y de ajuste presupuestario
26 de mayo	GRE	El FMI evaluará el grado de ejecución del plan de ajuste
31 de mayo	IRE	El Gobierno debe autorizar la reducción salarial anunciada
31 de mayo	IRE	El Gobierno debe anunciar la reforma del sistema de desempleo y beneficios sociales
1 de junio	ESP	Reuniones a tres bandas entre Gobierno, sindicatos y empresarios
1 jun	POE	Subasta de deuda pública
2 jun	ESP	Subasta de deuda pública
3 jun	POE	Elecciones parlamentarias
14 jun	UE	Reunión del Ecofin
15 jun	UE	Reunión del Ecofin
16 jun	POE	Subasta de deuda pública
24 jun	UE	Reunión del Consejo Europeo (conexión EFSF y ESM)
24 de junio	IRE	Reunión del Gobierno de aplicación de los medidas de ajuste propuestas
30 de junio	IRE	Fecha límite para abovar la edad mínima de jubilación
1 de julio	POE	Publicación preliminar de estados de la banca europea

## Ponemos el foco en...

El riesgo de reestructuración de la deuda griega sigue siendo elevado, una vez se ha demostrado la necesidad de un nuevo rescate para cubrir las necesidades de financiación helenas en 2012 y 2013. Sin embargo, el término reestructuración tiene un significado muy amplio, que incluye alternativas con efectos muy distintos en función del mecanismo de minoración de las obligaciones del deudor: 1) reducción de cupones; 2) retraso en el pago de cupones; 3) recorte del principal, y/o 4) aplazamiento de los pagos del principal. También hay que tener en cuenta el carácter de la reestructuración, que puede ser voluntario u obligatorio, así como el momento de la misma. Y es que las implicaciones para el mercado podrían ser menos importantes si la reestructuración no es inmediata, lo que daría tiempo a que las entidades acreedoras fortalezcan sus balances, se diseñe un mecanismo de ayuda permanente sólido, y que Grecia y el resto de países en dificultades (evitando contagios) avancen en los procesos de ajuste. En cualquier caso, una reestructuración de la deuda griega (si es inmediata y no es fruto de un acuerdo) puede minar la credibilidad de la zona Euro y dificultar la aprobación del mecanismo de estabilidad permanente (ESM). En este contexto, conviene echar la vista atrás y recordar uno de los episodios más importantes de reestructuración de deuda soberana. Corría el año 1982, cuando México anunció que no podía hacer frente a los compromisos adquiridos con sus acreedores, en lo que fue el primer caso de una oleada de *defaults* que sacudió Latinoamérica y algún país africano. En un primer momento, los países desarrollados y organismos internacionales (con el FMI a la cabeza) respondieron ayudando con nuevos préstamos a cambio de exigir planes de ajuste fiscal. Por tanto, se abordó el problema como si de una crisis de liquidez se tratara. Al darse cuenta de que el endeudamiento de estos países no paraba de crecer y de que se encontraban en un periodo de recesión o de crecimiento plano debido al ajuste fiscal (interesante paralelismo con la situación actual de Grecia) se lanzó un nuevo plan de ayuda en 1985 (plan Brady) que consistía en nuevos créditos a cambio, no ya de recortes fiscales, sino de reformas orientadas a fomentar el crecimiento con la idea de que al aumentar el PIB, la carga de la deuda disminuiría progresivamente. Este segundo intento fracasó también, y en 1989 se creó el plan Brady (ideado por el secretario del Tesoro de EEUU de entonces), un mecanismo de ayuda más flexible que ofrecía varias posibilidades a las bancas acreedoras basadas en un canje de bonos a 30 años por el denostado papel soberano y que incluía varias combinaciones de quita (principal, cupones etc...) que rondaban el 35% sobre la carga total de deuda. Además, los nuevos bonos fueron parcialmente garantizados por el Tesoro estadounidense. Aunque el éxito del plan Brady no fue unánime (en México sí, pero en otros países como en Argentina los resultados fueron desastrosos) sí que cabe pensar en una alternativa similar para Grecia. Y es que al igual que en el caso de LatAm, Grecia se encuentra ante un problema de solvencia cuya solución puede pasar por un plan Brady a la europea, mediante la base del Mecanismo de Estabilidad Permanente (ESM) como garante de los bonos a canjear por la deuda griega, a cambio, por supuesto, de algún tipo de descuento. En cualquier caso, Europa necesita un plan de rescate que sea capaz de reducir la deuda de los países “periféricos” y de reforzar los balances de los bancos para controlar las pérdidas derivadas de la reestructuración. Curioso que en esa época, Trichet fuera el presidente del Club de París, principal foro de negociación donde los deudores en dificultades negocian con los países acreedores.

## Claves de esta semana

De Europa a EEUU: el foco de atención macro en los próximos días se desplaza al otro lado del Atlántico, donde se publican **datos de actividad industrial y residencial**. En la zona Euro, la **política** –en forma de gestión de la crisis soberana- cobrará mayor importancia que la macro (hoy se reúne el Eurogrupo y mañana el Ecofin).

## Tipología de Activos

### Renta Variable

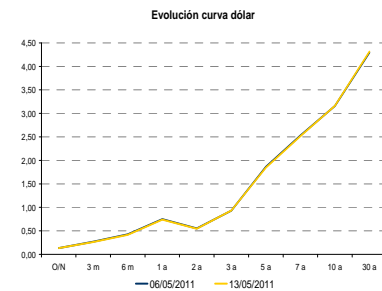


Las cesiones en bolsa generalizadas de la semana pasada (más intensas en los índices europeos que en los americanos) en paralelo a la prima de riesgo soberano, se contuvieron por (i) una agenda macro en líneas generales constructiva (en EEUU, confianza del consumidor al alza e inflación subyacente bajo control, y en Europa, robustas cifras de crecimiento en economías “núcleo”) y (ii) una valoración relativa más atractiva después de la cesión de los tipos de interés a largo plazo, tanto en EEUU como en Alemania, hasta aproximarse a la frontera del 3%.

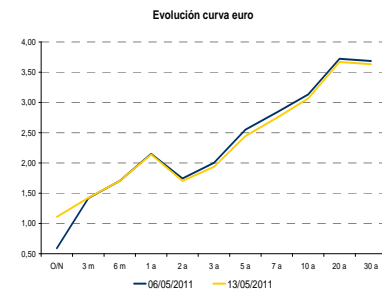
**Recomendamos... SOBREPONDERAR.** El esqueleto del escenario constructivo para el activo desde una óptica estratégica se mantiene vigente. Sin embargo, sin que a corto plazo se adquiera mayor visibilidad en determinados frentes (grado de inflexión de los indicadores adelantados, margen de endurecimiento adicional de la política monetaria, profundización de la crisis soberana...) parece complicado que el mercado pueda avanzar en la dirección alcista con cierta consistencia, lo que va a seguir demandando un elevado dinamismo en el juego táctico.

### Renta Fija

La dilución de los temores a un proceso de reestructuración inmediato de la deuda griega permitió la contención de la presión alcista en las curvas soberanas “periféricas” del inicio de la semana, en un contexto de relajaciones en las curvas “núcleo”.

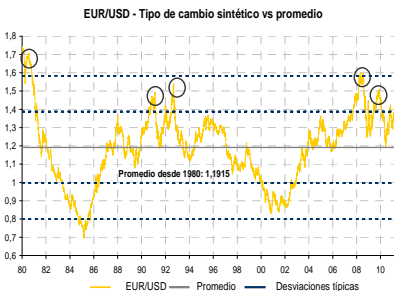


**Recomendamos... INFRAPONDERAR TESORO EUR/ INFRAPONDERAR TESORO USD.** Interpretamos los movimientos recientes en las curvas estadounidense y alemana como una nueva oportunidad para reducir duraciones. El contexto de consolidación del crecimiento e inflación al alza debería seguir propiciando una paulatina normalización de ambas curvas 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 Tesoros reducido, aunque podría estar sujeta a nuevos episodios de “huida hacia la calidad” en un contexto de mayor inestabilidad soberana vía Grecia. En la esfera corporativa, las valoraciones, flujos y *momentum* (tasas de quiebra y revisiones de *rating*) son factores que soportan al crédito *High Yield*, aunque el margen de recorrido empieza a ser más limitado.



### Divisas

A lo largo de los últimos días, el dólar ha prolongado su dinámica correctiva reciente frente al euro, apreciándose un 1,3% la semana pasada. Dos elementos se hallan detrás de este movimiento: (i) el descenso del precio del crudo (por un dato de inventarios de gasolina en EEUU más fuerte de lo esperado), y (ii) la incertidumbre imperante en materia soberana en la zona Euro.



**Recomendamos... SOBREPONDERAR DÓLAR.** El catalizador casi exclusivo para la cotización EUR/USD en el muy corto plazo va a ser cualquier novedad relativa a Grecia que pudiera surgir de las reuniones del Eurogrupo (lunes 16) y el Ecofin (martes 17), citas que en cualquier caso deberían ser una fuente de volatilidad. A tenor del agresivo movimiento de apreciación del dólar en las últimas semanas, lo lógico sería que se produjera un respiro en la tónica reciente, pero seguimos apostando por el dólar a medio/largo plazo por los factores que hemos venido enumerando en nuestras últimas publicaciones: (i) ampliación de la brecha de crecimiento EEUU-Zona Euro a favor del primero a partir del segundo trimestre del año, (ii) mayor margen de sorpresas alcistas en tipos en la curva dólar que en la euro, (iii) valoración (el cruce cotiza una desviación típica por encima de su promedio desde 1980 y el nivel de equilibrio de acuerdo a nuestro modelo de PPA estaría en la cota de 1,21).

Deuda		Var.		Acum.	Dif		Var.
	Tipo	Sem	Men	Año	Ale	Sem	Men
Alemania	2 años	1,77	7	-8	91		
	3 años	1,91	-3	-21	88		
	5 años	2,42	-5	-29	58		
	10 años	<b>3,07</b>	-3	-31	11		
	30 años	3,58	-2	-27	16		
Francia	2 años	1,73	0	-15	77	-4	-7
	3 años	2,09	-3	-18	86	18	0
	5 años	2,70	-6	-28	57	28	-1
	10 años	<b>3,42</b>	-4	-29	6	35	-1
	30 años	4,03	-2	-20	14	45	0
Italia	2 años	2,92	-7	-5	4	115	-14
	3 años	3,33	-8	-6	2	142	-5
	5 años	3,87	-10	-9	-2	145	-5
	10 años	<b>4,61</b>	-6	-12	-21	154	-3
	30 años	5,48	-5	-10	2	191	-3
España	2 años	3,38	-3	6	-7	161	-10
	3 años	3,91	-6	-1	-2	199	-4
	5 años	4,51	-9	-14	-25	209	-5
	10 años	<b>5,26</b>	-6	-15	-19	219	-3
	30 años	5,87	-4	-11	-9	230	-2
R.Unido	2 años	0,98	-1	-22	-12	-79	-8
	3 años	1,40	0	-29	-18	-51	3
	5 años	2,05	1	-29	-16	-37	6
	10 años	<b>3,38</b>	-1	-25	-4	31	2
	30 años	4,23	-2	-10	0	65	0
EEUU	2 años	0,53	-2	-17	-7	-124	-9
	5 años	1,82	-3	-31	-20	-60	2
	10 años	<b>3,18</b>	0	-26	-14	11	3
	30 años	4,34	-1	-17	-4	77	1
	Japón	2 años	0,18	-1	-3	0	-158
3 años		0,24	0	-5	4	-167	2
5 años		0,45	1	-9	4	-197	6
10 años		<b>1,15</b>	-1	-15	2	-192	2
30 años		2,04	-4	-20	3	-154	-2

Materias primas		Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd
Crudo (Brent)		112,77	-0,91%	-2,52%	-9,10%	19,59%
Crudo (W. Texas)		99,65	0,69%	2,54%	-6,96%	9,05%
Índice CRB		338,53	-0,01%	0,35%	-6,68%	1,72%
Índice Rogers Intl		1048,01	0,12%	0,63%	-6,86%	2,73%
Oro Futuro		1493,2	-0,03%	-0,67%	0,53%	5,05%
Cobre Futuro		8788	0,66%	-0,48%	-7,59%	-8,46%



Pendiente					
		Hoy	11-may	16-abr	31/12/2010
Alemania	5 - 2 años	65	77	87	97
	10 - 5 años	65	64	67	113
	10 - 2 años	130	140	153	210
Francia	5 - 2 años	98	104	111	118
	10 - 5 años	72	69	72	123
	10 - 2 años	169	173	183	240
Italia	5 - 2 años	95	98	99	101
	10 - 5 años	74	70	78	93
	10 - 2 años	169	169	177	194
España	5 - 2 años	112	119	132	130
	10 - 5 años	76	72	78	70
	10 - 2 años	188	191	210	200
R.Unido	5 - 2 años	106	104	113	111
	10 - 5 años	133	136	129	122
	10 - 2 años	240	240	243	232
EEUU	5 - 2 años	130	131	144	142
	10 - 5 años	136	133	131	130
	10 - 2 años	266	264	274	273
Japón	5 - 2 años	26	24	33	23
	10 - 5 años	70	72	76	72
	10 - 2 años	96	96	109	95

Bolsas						
Divisa local		Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd
EEUU	Dow Jones	12595,8	-0,79%	-0,34%	2,06%	8,79%
	S&P 500	1337,77	-0,81%	-0,18%	1,37%	6,37%
	NASDAQ C.	2828,47	-1,21%	0,03%	2,31%	6,62%
Europa	FTSE 100	5903,18	-0,38%	-0,66%	-1,55%	0,05%
	CAC 40	3969,15	-1,24%	-0,95%	-0,13%	4,32%
	DAX	7332,84	-0,95%	-1,05%	2,15%	6,05%
	Ibex 35	10289,1	-0,65%	-1,03%	-2,55%	4,36%
	MIB 30	21560,2	-0,94%	-0,49%	-1,20%	6,87%
	PSI 20	7740,02	-0,34%	-0,37%	0,16%	2,00%
DJ Euro Stoxx 50	DJ Euro Stoxx 50	2865,4	-1,01%	-1,27%	-1,84%	2,60%
	DJ Stoxx 50	2608,19	-0,42%	-0,73%	-0,10%	0,84%
Latam	México Bolsa	35045,1	-0,33%	-0,47%	-5,25%	-9,09%
	Bovespa	63235,3	-1,20%	-1,83%	-5,17%	-8,76%
	Argentina Merval	3378,18	-0,34%	1,88%	-0,09%	-4,13%
Chile Select	4851,01	-0,26%	0,78%	3,88%	-1,55%	
Asia	Nikkei	9558,3	-0,94%	-2,41%	-0,35%	-6,56%
	Hang Seng	22973,7	-1,30%	-0,80%	-4,31%	-0,27%
Mundial	MSCI World	1343,17	-0,59%	-0,78%	0,38%	4,93%

Tipos de cambio						
	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	
EUR/USD	1,4118	0,1%	-1,3%	-0,8%	5,6%	
EUR/GBP	0,8719	0,1%	-0,4%	-0,5%	1,7%	
EUR/CHF	1,2593	0,0%	0,6%	-1,4%	0,9%	
EUR/YEN	114,342	0,5%	2,7%	-2,6%	5,4%	
GBP/USD	1,619	0,1%	-0,9%	-0,3%	3,9%	
USD/CHF	0,892	-0,1%	2,0%	-0,6%	-4,5%	
USD/YEN	80,990	0,3%	0,6%	-1,7%	-0,2%	
USD/MXN	11,729	-0,2%	0,7%	-0,3%	-5,0%	
USD/ARS	4,085	0,1%	0,1%	0,3%	2,7%	
USD/CLP	467,650	-0,1%	0,1%	-1,6%	-0,1%	
USD/BRL	1,636	0,1%	0,9%	2,6%	-1,4%	

Tipos de interés de contado y futuros 3 meses						
	EUR	USD	GBP	JPY		
1 día	1,110 (+52)	0,135 (+3)	0,514 (-1)	0,050 -	-	
1 Semana	1,150	0,140 (+2)	0,500	0,155 (+6)	-	
1 Mes	1,115 (-3)	0,160 (-2)	0,555 -	0,070 -	-	
3 Meses	1,250 (-17)	0,235 (-2)	0,730 (-9)	0,160 -	-	
6 Meses	1,720 -	0,390 (-4)	1,090 -	0,300 -	-	
9 Meses	1,950 -	0,575 (-1)	1,345 (-1)	0,440 -	-	
12 Meses	2,135 (-5)	0,745 -	1,570 -	0,520 -	-	
jun 11	1,522 (+1)	0,264 (-2)	0,835 (+)	0,325 -	-	
sep 11	1,802 (+2)	0,317 (-1)	0,915 (-2)	0,325 (+1)	-	
dic 11	1,998 (+1)	0,412 (+)	1,065 (-2)	0,325 (+1)	-	
mar 12	2,132 (-)	0,543 (-)	1,225 (-3)	0,325 (+1)	-	

(\*) Variación semanal

## Agenda de la semana

### Calendario semanal de principales indicadores económicos y financieros

Fecha	Hora (CET)	País	Indicador	Fecha	Previsión	Dato ant.
<b>L-16</b>	1:50	<b>Japón</b>	Pedidos de maquinaria *	Marzo	-10,0%	1,9% (m)
					-8,0%	31,7% (ia)
	7:00		Confianza del consumidor *	Abril	33,1	38,6
	10:00	<b>Italia</b>	Balanza comercial *	Marzo	-3.943 M	-3.633 M
	11:00	<b>Zona Euro</b>	IPCA *	Abril	0,6%	1,4% (m)
					2,8%	2,7% (ia)
	14:30	<b>EEUU</b>	Balanza comercial *	Marzo	2,8	-3,0 m.mill. EUR
		Índice de la Fed de Nueva York *	Mayo	11,9	21,7	
		Índice NAHB *	Mayo	16,0	16,0	
<b>M-17</b>	10:30	<b>Reino Unido</b>	IPC	Abril	0,7%	0,3% (m)
					4,1%	4,1% (ia)
	11:00	<b>Alemania</b>	Índice ZEW	Mayo	4,0	7,6
	14:30	<b>EEUU</b>	Permisos de construcción	Abril	590.000	594.000 (a)
			Viviendas iniciadas	Abril	570.000	549.000 (a)
	15:15	<b>EEUU</b>	Producción industrial	Abril	0,4%	0,8% (m)
				5,9%	5,9% (ia)	
			Utilización de capacidad productiva	Abril	77,6%	77,4%
<b>X-18</b>	1:50	<b>Japón</b>	Índice de actividad terciaria	Marzo	-5,8%	0,8% (m)
					-2,6%	0,2% (ia)
	9:00	<b>España</b>	PIB (final)	1T11	0,3%	0,3% (T)
					0,8%	0,8% (ia)
10:30	<b>Reino Unido</b>	Variación del desempleo	Marzo	1.000	700	
<b>J-19</b>	1:50	<b>Japón</b>	PIB preliminar	1T11	-0,5%	-0,3% (T)
					1,5%	2,5% (ia)
	6:30	<b>Japón</b>	Producción industrial (final)	Marzo	n.d.	-15,3% (m)
					n.d.	-12,9% (ia)
	10:30	<b>Reino Unido</b>	Ventas al por menor	Marzo	0,8%	0,2% (m)
					2,2%	0,9% (ia)
	11:00	<b>Italia</b>	Balanza por cuenta corriente	Marzo	n.d.	-6.337 M
		<b>España</b>	Balanza comercial	Marzo	n.d.	-3.249 M
	14:30	<b>EEUU</b>	Demandas semanales de subsidio de desempleo	16 - 20 mayo	420.000	434.000
	16:00		Venta de viviendas existentes	Abril	5.200	5.100 m
		Índice de indicadores adelantados	Abril	0,1%	0,4% (m)	
				5,2%	5,1% (ia)	
<b>V-20</b>	6:30	<b>Japón</b>	Índice de actividad en la industria	Marzo	-6,1%	1,8% (m)
					-3,4%	2,9% (ia)
	8:00	<b>Alemania</b>	Precios de producción	Abril	0,6%	0,3% (m)
				6,0%	6,2% (ia)	
10:00	<b>Zona Euro</b>	Balanza por cuenta corriente	Marzo	n.d.	-7.200 M	

(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; (n.d.) Dato no disponible

**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