

## Claves de la semana pasada

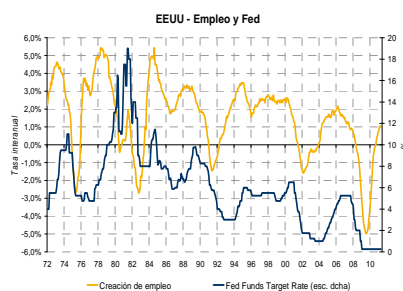
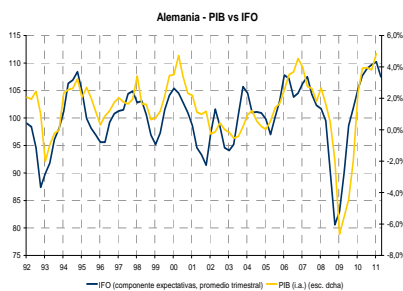
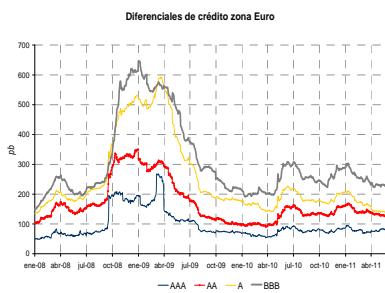
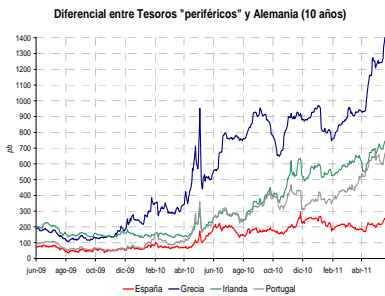
- Pocos avances en un frente soberano “periférico”** que se ha caracterizado en los últimos días por (i) la nula coordinación dentro la “troika” Unión Europea, BCE y FMI respecto a la adopción de soluciones para Grecia, (ii) la falta de apoyo de la oposición griega al Gobierno a la hora de dar el visto bueno al nuevo paquete de medidas, que incluye recortes adicionales en el presupuesto equivalentes a 6.000 millones de euros y un plan de ventas de activos públicos por 50.000 mill.€, y (iii) la incertidumbre creciente respecto a la aprobación del pago del siguiente tramo de ayuda del FMI a Grecia.

## Ponemos el foco en...

La semana pasada, la variable ciclo arrojó algunas conclusiones interesantes a ambos lados del Atlántico. Lo más positivo del desglose del crecimiento alemán en 1T11 (+1,5% intertrimestral) es que la contribución por componentes (demanda doméstica y exterior) fue mucho más equilibrada, con un importante protagonismo de la inversión. Por tanto, ya no es sólo el comercio exterior el que soporta el crecimiento teutón, algo de suma importancia ante los desafíos que particularmente debe afrontar Europa a corto y medio plazo. La robustez de su mercado laboral, en conjunción con el repunte de la propensión a contratar empleados por parte de las empresas germanas, constituye una señal cuando menos tranquilizadora de cara al afianzamiento de la economía alemana en coordenadas de crecimiento sólido, lo que no es óbice para que a partir del 2T11 se produzca una moderación, que estaría vinculada al sector exterior y a la desaparición del efecto rebote que tuvo lugar en 1T11 debido al clima adverso acaecido en el último tramo de 2010. De cara a los próximos trimestres, por tanto, la desaceleración en el crecimiento europeo parece inevitable porque: (i) los indicadores adelantados podrían haber tocado techo, (ii) se intensificará el proceso de consolidación fiscal en los países “periféricos”, y (iii) el seísmo nipón provocará cierta distorsión en las cifras de actividad industrial. Precisamente, sería el tono más saludable de los fundamentos domésticos el factor explicativo del comportamiento muy aceptable del sentimiento empresarial alemán, medido por el índice IFO, en el mes de mayo. El mantenimiento del índice en niveles históricamente altos (114,2) explicaría como las perspectivas en clara mejoría para la demanda interna que maneja el tejido empresarial germano estarían actuando de escudo protector frente a la fortaleza del euro, el encarecimiento del precio de los insumos vía materias primas o varios indicadores a nivel global que señalarían que el *momentum* de crecimiento se estaría desacelerando en cierta medida, circunstancia esta última muy vinculada a Japón. Por lo que respecta a EEUU, poniendo encima de la mesa los tres últimos indicadores de confianza manufacturera que se han publicado en mayo, parece inevitable que el ISM de manufacturas se aleje con cierta claridad de la cota de los 60 puntos a muy corto plazo, aunque la percepción de riesgo de *double dip* asociada a este movimiento sería sensiblemente inferior de la que se extendió por el mercado hace justo un año por estas fechas. Dos diferencias importantes al respecto: (i) el “efecto Japón”, que debería revertir a corto plazo e impulsar la actividad de forma global, y (ii) los fundamentos del proceso de recuperación, que se encuentran en una fase más madura. Por ello, nos parecen insuficientes estas señales de moderación recientes para que la Reserva Federal pudiera plantearse a corto plazo el lanzamiento de un tercer programa de compra de activos (QE3). Hasta el momento, pensamos que el banco central estadounidense ha sabido gestionar de forma correcta sus herramientas de política monetaria. En primer lugar, apurando el margen de la política monetaria convencional (bajando los tipos de interés nominales a mínimos), y en segundo, generando inflación a través de la vía más heterodoxa, creando así un marco propicio para el crecimiento al situar los tipos reales en mínimos de hace más de 30 años. Pero el consumidor no es precisamente inmune a esta política reflacionista, y la Fed no parece dispuesta a generar más presión por este lado de tal forma que siga erosionándose poder adquisitivo. Por ello, a fecha de hoy parece improbable que presenciemos una tercera ronda de “generosidad” por parte de la autoridad monetaria norteamericana.

## Claves de esta semana

A pesar de la festividad de hoy lunes en el mercado **estadounidense**, es **en esta economía donde debemos centrar el foco en los próximos días**, con dos referencias prioritarias: (i) el **ISM manufacturero** (miércoles 1), donde esperamos una moderación de acuerdo a otras encuestas cualitativas publicadas a lo largo del mes de mayo, y (ii) los **datos de creación de empleo** (viernes 3), que podrían mantener el ritmo de generación neta de puestos de trabajo de los últimos meses cercano a los 200.000. Precisamente, ha sido el epígrafe de empleo el que mejor ha aguantado el tipo dentro de la citada desaceleración en los índices de sentimiento empresarial.



## Tipología de Activos

### Renta Variable

Rebote bursátil en la parte final de la semana que aleja a los principales índices de zona de soportes clave de medio plazo.

**Recomendamos... SOBREPONDERAR.** Aunque la bruma “periférica” puede seguir atenazando al activo a muy corto plazo, se acumulan señales adicionales que refuerzan un mensaje positivo a medio: (i) incremento del atractivo por valoración frente a la renta fija, (ii) sentimiento inversor extremadamente bajista.

### Renta Fija

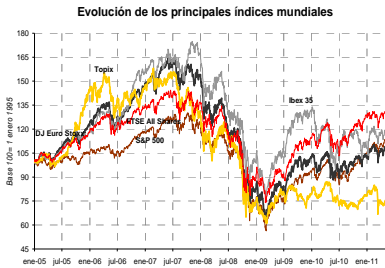
La búsqueda de refugio en la calidad de la deuda *core* ha sido la pauta dominante, provocando, por ejemplo, que la TIR del bono alemán a 10 años haya llegado a caer por debajo del 3%.

**Recomendamos... INFRAPONDERAR TESORO EUR/ INFRAPONDERAR TESORO USD.** Si nos remontamos a hace justo un año, en mayo de 2010 se quebró precisamente este soporte, precipitándose el movimiento bajista hasta la cota del 2,10% a finales de agosto. En aquel momento, Grecia también tuvo un papel protagonista en el movimiento (se materializó el rescate), pero hay una diferencia sustancial en clave de ciclo entre aquel episodio y el actual que puede ser determinante para prever cuál podría ser la profundidad del movimiento actual. Esta diferencia es la consolidación de la recuperación en una gran mayoría de las economías -a tenor de la composición más equilibrada de sus cuadros macro- a diferencia del fantasma de la deflación que sobrevolaba el mercado hace un año y que fue precisamente el desencadenante para que la Fed unos meses atrás introdujera su segundo programa de expansión cuantitativa. No debemos olvidar que hace un año todavía manejábamos un 40% de probabilidades de que se produjera una recaída de las principales economías en la recesión y que la tesis del *double dip* se extendió como una mancha de aceite aquel verano. Por esta cuestión, que no es baladí, y teniendo en cuenta además que el signo de la política monetaria del BCE ha dado un giro de 180 grados, pensamos que el margen de cesiones adicionales en la TIR del bono alemán a 10 años, siempre que el escenario de riesgo se deteriorara, encontraría suelo en la zona del 2,75%. Un deterioro del escenario de riesgo pasaría por un nuevo flujo de noticias negativas desde Grecia, que en el peor de los casos implicaría una reestructuración inminente. No siendo nuestro escenario central, las implicaciones del mismo recomiendan no incrementar el peso en los activos de riesgo en las semanas venideras.

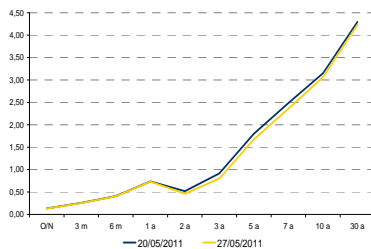
### Divisas

A pesar de (i) la incertidumbre relativa a la aprobación del desembolso del siguiente tramo del paquete de ayuda del FMI a Grecia, (ii) la ausencia de un mensaje unidireccional a nivel institucional respecto a la propia problemática helena, ó (iii) el estrechamiento de rentabilidades entre la curva euro y dólar, la recuperación de los activos de riesgo en el segundo tramo de la semana pasada fue suficiente para que el cruce EUR/USD ganara terreno, poniendo a prueba la resistencia técnica en 1,4280.

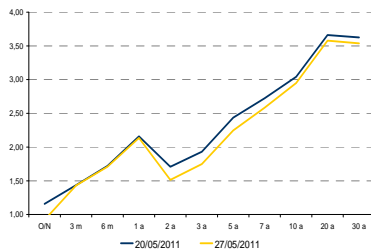
**Recomendamos... SOBREPONDERAR DÓLAR.** La ruptura de la cota técnica citado, abriría margen de recorrido para el cruce a más corto plazo hasta la horquilla 1,43-1,45. Niveles que, a tenor de los fundamentos más tácticos (incertidumbre “periférica”) o más de fondo (probable ampliación de la brecha de 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...), parecen 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.



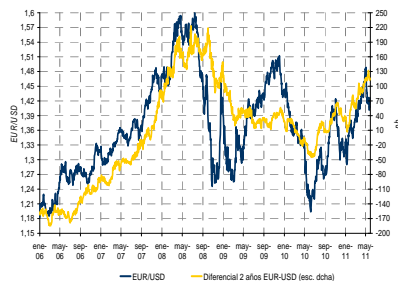
Evolución curva dólar



Evolución curva euro



EUR/USD vs Diferencial 2 años



Deuda	Tipo	Var.			Acum. Año	Dif Ale	Var.		
		Sem	Men	Men			Sem	Men	Men
Alemania	2 años	1,58	-12	-20	71				
	3 años	1,75	-10	-28	71				
	5 años	2,25	-9	-35	42				
	10 años	<b>2,99</b>	-2	-25	3				
	30 años	3,51	-2	-19	10				
Francia	2 años	1,81	-15	2	85	23	-4	21	
	3 años	1,92	-14	-24	70	18	-5	4	
	5 años	2,58	-10	-29	44	32	-1	5	
	10 años	<b>3,35</b>	-5	-21	-1	36	-3	3	
	30 años	3,96	-3	-13	8	45	-1	5	
Italia	2 años	3,03	-4	1	15	146	8	20	
	3 años	3,47	-3	4	16	172	7	33	
	5 años	4,01	0	0	13	176	10	35	
	10 años	<b>4,78</b>	-2	5	-3	179	0	30	
	30 años	5,54	-4	-3	8	203	-2	16	
España	2 años	3,55	-16	25	9	197	-4	45	
	3 años	4,12	-23	27	19	237	-13	55	
	5 años	4,66	-17	12	-9	241	-8	47	
	10 años	<b>5,36</b>	-16	7	-9	237	-13	31	
	30 años	5,91	-14	1	-5	240	-12	20	
R.Unido	2 años	0,92	-6	-28	-18	-65	6	-9	
	3 años	1,34	-8	-23	-24	-41	2	6	
	5 años	1,97	-7	-24	-24	-28	2	11	
	10 años	<b>3,32</b>	-6	-14	-11	33	-3	10	
	30 años	4,16	-8	-5	-7	65	-6	14	
EEUU	2 años	0,48	-5	-13	-12	-110	7	7	
	5 años	1,72	-6	-25	-29	-53	3	10	
	10 años	<b>3,10</b>	-6	-22	-22	11	-3	3	
	30 años	4,29	-2	-16	-9	78	0	3	
	Japón	2 años	0,18	0	-3	-1	-140	12	17
3 años		0,23	0	-3	3	-152	10	26	
5 años		0,41	-2	-7	0	-184	8	28	
10 años		<b>1,13</b>	-1	-8	0	-186	2	17	
30 años		2,03	-4	-13	2	-149	-2	6	

Pendiente		Hoy			
		25-may	30-abr	31/12/2010	
Alemania	5 - 2 años	67	65	83	97
	10 - 5 años	73	67	64	113
	10 - 2 años	140	132	147	210
Francia	5 - 2 años	76	72	108	118
	10 - 5 años	77	73	69	123
	10 - 2 años	154	144	177	240
Italia	5 - 2 años	98	94	99	101
	10 - 5 años	77	80	72	93
	10 - 2 años	175	174	171	194
España	5 - 2 años	112	114	125	130
	10 - 5 años	69	68	75	70
	10 - 2 años	180	181	200	200
R.Unido	5 - 2 años	101	106	100	111
	10 - 5 años	133	133	125	122
	10 - 2 años	235	239	225	232
EEUU	5 - 2 años	125	126	137	142
	10 - 5 años	137	136	134	130
	10 - 2 años	262	263	271	273
Japón	5 - 2 años	24	25	27	23
	10 - 5 años	72	71	74	72
	10 - 2 años	96	96	101	95

Materias primas	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd
Crudo (Brent)	114,90	-0,23%	1,88%	-8,85%	21,85%
Crudo (W. Texas)	100,59	0,36%	1,11%	-10,79%	10,08%
Índice CRB	346,27	0,86%	1,38%	-6,55%	4,05%
Índice Rogers Intl	1083,08	0,68%	1,60%	-5,13%	6,17%
Oro Futuro	1534,8	-0,10%	1,28%	-1,39%	7,98%
Cobre Futuro	9199	1,98%	1,41%	-1,31%	-4,18%

Bolsas	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd	
EEUU	Dow Jones	12441,58	0,31%	-0,56%	-2,88%	7,46%
	S&P 500	1331,1	0,41%	-0,16%	-2,38%	5,84%
	NASDAQ C.	2796,86	0,50%	-0,23%	-2,67%	5,43%
Europa	FTSE 100	5938,87	0,98%	-0,16%	-2,16%	0,66%
	CAC 40	3962,85	0,30%	1,43%	-3,51%	4,15%
	DAX	7199,11	0,50%	1,09%	-4,20%	4,12%
	Ibex 35	10259,9	-0,01%	1,76%	-5,69%	4,07%
	MIB 30	20884,45	0,26%	1,71%	-6,84%	3,53%
	PSI 20	7621,64	-0,22%	0,28%	-0,73%	0,44%
	DJ Euro Stoxx 50	2823,68	0,15%	1,05%	-6,23%	1,10%
DJ Stoxx 50	2618,19	0,02%	1,65%	-1,62%	1,23%	
Latam	México Bolsa	35819,2	0,22%	1,47%	-3,09%	-7,09%
	Bovespa	64294,96	0,31%	2,71%	-2,78%	-7,23%
	Argentina Merval	3265,82	-0,08%	-3,54%	-4,12%	-7,32%
	Chile Select	4841,646	0,04%	0,47%	0,40%	-1,74%
Asia	Nikkei	9504,97	-0,18%	0,47%	-3,50%	-7,08%
	Hang Seng	23242,63	0,54%	2,34%	-2,02%	0,90%
Mundial	MSCI World	1338,47	0,87%	1,89%	-3,61%	4,56%



Tipos de cambio	Último	% Día	% Sem	% Men	% Ytd
EUR/USD	1,4282	0,1%	1,7%	-4,0%	6,9%
EUR/GBP	0,8668	0,1%	-0,6%	-2,8%	1,1%
EUR/CHF	1,2141	-0,3%	-2,0%	-5,5%	-2,7%
EUR/YEN	115,470	0,1%	-3,4%	-4,4%	6,4%
GBP/USD	1,648	-0,1%	2,3%	-1,3%	5,7%
USD/CHF	0,850	-0,4%	-3,7%	-1,6%	-9,0%
USD/YEN	80,850	0,0%	-1,2%	-0,4%	-0,4%
USD/MXN	11,610	-0,1%	-1,0%	0,9%	-6,0%
USD/ARS	4,085	-0,1%	0,0%	0,1%	2,7%
USD/CLP	466,850	0,0%	-1,3%	0,9%	-0,2%
USD/BRL	1,595	-0,2%	-2,5%	1,3%	-3,9%

Tipos de interés de contado y futuros 3 meses	EUR	USD	GBP	JPY
1 día	0,921 (-2,4)	0,145 (+4)	0,519 (+)	0,075 (+2)
1 Semana	1,050 (-5)	0,180 (+7)	0,590 (+9)	0,195 (+7)
1 Mes	1,185 (+7)	0,250 (+2)	0,660 (+11)	0,120 -
3 Meses	1,410 -	0,550 (+31)	0,825 (+10)	0,145 (-2)
6 Meses	1,665 (-6)	0,635 (+23)	1,080 (-1)	0,325 (+3)
9 Meses	1,950 (-1)	0,785 (+22)	1,305 (-4)	0,440 -
12 Meses	2,170 (-1)	0,890 (+16)	1,515 (-6)	0,525 (+1)
Jun 11	1,473 (-4)	0,267 (-1)	0,835 (+)	0,335 (+)
sep 11	1,688 (-8)	0,332 (-1)	0,905 (+)	0,330 -
dic 11	1,837 (-10)	0,392 (-2)	1,035 (+)	0,330 -
mar 12	1,943 (-12)	0,477 (-5)	1,175 (-2)	0,340 (+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-30</b>	9:00	<b>España</b>	IPC armonizado <preliminar)*< pre=""></preliminar)*<>	Mayo	3,4%	3,5%(ia)
		<b>Reino Unido</b>	Festivo en mercado			
		<b>EEUU</b>	Festivo en mercado			
<b>M-31</b>	1:30	<b>Japón</b>	Producción industrial (preliminar)	Abril	2,2%	-15,5%(m)
			Tasa de paro		-12,4%	-13,1%(ia)
	8:00	<b>Alemania</b>	Ventas al por menor	Abril	4,7%	4,6%
					1,8%	-2,1%(m)
	8:45	<b>Francia</b>	Consumo de las familias	Abril	-0,1%	-3,5%(ia)
					-0,3%	-0,7%(m)
	9:55	<b>Alemania</b>	Tasa de paro	Abril	2,5%	2,6%(ia)
					7,0%	7,1%
	11:00	<b>Zona Euro</b>	IPCA (preliminar)	Mayo	0,1%	0,6%(m)
					2,8%	2,8%(ia)
	15:30	<b>España</b>	Tasa de paro	Abril	9,9%	9,9%
Balanza por cuenta corriente			Marzo		n.d.	-5.400 M EUR
Índice Case Shiller			Mayo		-3,3%	-3,3%(ia)
15:45	PMI de Chicago	63,0		67,6		
<b>X-1</b>	7:30	<b>Francia</b>	Creación de empleo	1T11	n.d.	0,2%(T)
					n.d.	0,8%(ia)
	9:15	<b>España</b>	PMI manufacturero	Mayo	n.d.	50,6
					54,0	55,5
	9:45	<b>Italia</b>	PMI manufacturero	Mayo	55,0	55,0
					58,2	58,2
	9:50	<b>Francia</b>	PMI manufacturero (final)	Mayo	54,8	54,8
					54,0	54,6
	9:55	<b>Alemania</b>	PMI manufacturero (final)	Mayo	170.000	179.000
					0,4%	-1,4%(m)
	10:00	<b>Zona Euro</b>	PMI manufacturero (final)	Mayo	-10,7%	-8,9%(ia)
			58,0		60,4	
10:30	<b>Reino Unido</b>	PMI manufacturero	Mayo			
14:15	<b>EEUU</b>	Encuesta ADP empleo	Abril			
		Gasto en construcción				
16:00		ISM manufacturero	Mayo			
<b>J-2</b>	9:00	<b>España</b>	Paro registrado	Mayo	n.d.	-64.309
			Confianza del consumidor		Mayo	n.d.
	14:30	<b>EEUU</b>	CLU (preliminar)	1T11	0,8%	1,0%(TA)
			Productividad no agrícola (preliminar)		1T11	1,7%
		Demandas semanales de subsidios de desempleo	30 mayo - 2 junio	416.000	424.000	
<b>V-3</b>	9:15	<b>España</b>	PMI servicios	Mayo	n.d.	50,4
					51,5	52,2
	9:45	<b>Italia</b>	PMI servicios	Mayo	62,8	62,8
					54,9	54,9
	9:50	<b>Francia</b>	PMI servicios (final)	Mayo	55,4	55,4
					54,2	54,3
	9:55	<b>Alemania</b>	PMI servicios (final)	Mayo	195.000	244.000
					8,9%	9,0%
	10:00	<b>Zona Euro</b>	PMI servicios (final)	Mayo	54,0	52,8
10:30	<b>Reino Unido</b>	PMI servicios	Mayo			
14:30	<b>EEUU</b>	Creación de empleo no agrícola	Mayo			
		Tasa de paro				
16:00		ISM de servicios	Mayo			

(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