

# Observatorio Económico

## Australia

Hong Kong, 16 de marzo de  
2012  
Análisis Económico

Asia

Economista Jefe del Grupo  
**Stephen Schwartz**  
Stephen.schwartz@bbva.com.hk

Economista Senior  
**Fielding Chen**  
Fielding.chen@bbva.com.hk

## El margen de maniobra en la política económica limita los riesgos

*Australia ha estado en el punto de mira en las últimas semanas, no solo por la acalorada contienda política intrapartidaria del último mes, sino también por la inquietud de los inversores acerca de las perspectivas tras un resultado del PIB del 4T 2011 más débil de lo previsto y un crecimiento del empleo decepcionante. También pesan sobre la confianza las preocupaciones por el estado de la economía mundial y la desaceleración de China, que es el mayor mercado de exportación de Australia. Así pues, resulta oportuno valorar la evolución y las perspectivas de la economía australiana. Basándonos en una reciente visita a Australia, seguimos siendo optimistas acerca de sus perspectivas, en especial si tenemos en cuenta el margen de maniobra política para abordar los riesgos.*

### Resumen:

- Después de capear la crisis financiera mundial de 2008-09 mejor que otras economías avanzadas, la economía de Australia sigue teniendo un buen comportamiento, con un crecimiento positivo del PIB y una inflación estable. Aunque el crecimiento se ralentizó en 2011, debido en parte al impacto de las inundaciones de Queensland, que afectaron al suministro de alimentos y al funcionamiento de las minas de carbón, se prevé un repunte de la economía en 2012-13 en línea con un crecimiento potencial del 3-4%.
- Con una ratio de deuda pública sobre el PIB en torno al 27%, las principales agencias de calificación colocan a Australia en la categoría AAA. La credibilidad del régimen de inflación objetivo del Banco de Reserva de Australia, que ancla la inflación en el rango meta oficial del 2-3%, es también un punto a favor.
- Además de la sólida gestión económica, el buen comportamiento de Australia se debe hasta cierto punto a la suerte de contar con una gran riqueza de recursos naturales y a sus estrechos vínculos con Asia. Los elevados precios de las materias primas y el crecimiento de Asia han dado como resultado un auge sin precedente de estos recursos, lo que ha permitido a Australia convertirse en uno de los mayores exportadores de carbón y mineral de hierro del mundo. China es el mayor mercado de exportación de Australia con el 25% del total en comparación con el 5% de hace una década; Japón, Corea y la India también son mercados importantes, y junto con China suponen aproximadamente el 60% del total de las exportaciones.
- Sin embargo, si escarbamos por debajo de la superficie, nos encontramos con varios desafíos y riesgos. Entre ellos, los más importantes son los síntomas del "Mal holandés" que son consecuencia del auge de los recursos; así, la minería y la apreciación de la moneda han desplazado a la producción manufacturera y a otras actividades tradicionales.
- Las políticas de las autoridades se basan en la premisa de que el auge de los recursos es permanente y no cíclico. Por consiguiente, en vez de dar apoyo a los sectores aquejados de problemas que necesitan ajustes inminentes, las políticas están dirigidas a ahorrar los beneficios durante el boom y a facilitar el movimiento de la producción hacia la minería y sus actividades asociadas.
- El enfoque de las autoridades no está exento de riesgos, pues conlleva una creciente dependencia del sector de los recursos y de la demanda continua desde China. En

concreto, si se produjera un colapso en el precio de las materias primas o un aterrizaje brusco de China (que a nuestro juicio es improbable; véase el informe [Situación China](#)) el resultado podría ser unas fuertes presiones bajistas sobre la trayectoria de crecimiento de Australia. En ese caso, la flexibilidad monetaria y el margen para aplicar estímulos políticos serían amortiguadores importantes.

- Otros factores de riesgo tienen relación con la dependencia de los bancos de la financiación mayorista y con los elevados precios de la vivienda, así como con los niveles de deuda de consumo. Por ahora todos estos factores parecen manejables. Aunque el sector bancario sigue dependiendo de la financiación mayorista, las ratios de vulnerabilidad han mejorado desde la crisis financiera mundial de 2008-09. Además, la estricta supervisión bancaria y la disposición a adoptar políticas proactivas deberían contribuir a contener los riesgos. Al mismo tiempo, los fundamentos económicos apoyan los precios de la vivienda, y el ahorro de las familias va en aumento.

## Evolución económica y perspectivas

- A pesar de los choques externos, Australia ha experimentado un robusto crecimiento en los últimos años gracias a su sólida gestión económica y a su proximidad geográfica con Asia. Durante las últimas décadas, el enfoque de la política ha pasado de basarse en un alto grado de regulación que incluía un tipo de cambio fijo y controles salariales a comienzos de la década de 1980, al sistema de hoy en día basado en la liberalización de los mercados, una fuerte independencia del Banco Central y un tipo de cambio flexible. Al mismo tiempo, los fuertes vínculos económicos con Asia han impulsado el crecimiento a través de la demanda de exportaciones de materias primas, y han sido un amortiguador crucial contra la desaceleración de las economías avanzadas.
- Como prueba de estas fortalezas, la economía desafió las predicciones de fuerte contracción durante la crisis financiera mundial de 2008-09. A pesar de tener déficit por cuenta corriente y de depender del endeudamiento externo y de la financiación bancaria mayorista, la economía australiana registró un crecimiento positivo durante la crisis financiera mundial, en contraste con las profundas contracciones que experimentaron prácticamente todas las economías desarrolladas. Una postura política proactiva que incluía estímulos fiscales y la ampliación de la garantía sobre la deuda bancaria, junto con la fuerte demanda de materias primas desde China, fueron las claves.
- Sin embargo, las circunstancias actuales presentan un panorama más heterogéneo. Por un lado, los indicadores macroeconómicos generales siguen siendo bastante robustos (Tabla 1 y Figura 1): se prevé que el crecimiento del PIB repunte en línea con el potencial, la inflación se mantiene bien dentro del rango objetivo oficial del 2-3%, y la economía funciona cerca del pleno empleo.
- Por otra parte, según la evolución reciente, las perspectivas parecen más desafiantes. Un tipo de cambio muy por encima de su nivel de equilibrio y unos términos de intercambio en máximos históricos debido a la fortaleza de los precios de las materias primas han debilitado los sectores de la economía ajenos a la actividad minera. En uno o dos años, el Tesoro de Australia calcula que el sector de la minería crecerá un 12% anual, mientras que la previsión de crecimiento para otros sectores no mineros se queda en un 2% (véase el informe "Mid-Year Economic and Fiscal Outlook 2011-12" del Tesoro de Australia).
- El crecimiento general del PIB fue solo un 2,0% en 2011 y la creación de empleo fue débil. El crecimiento del PIB se desaceleró en el cuarto trimestre y fue decepcionante (0,4% t/t desest. frente al consenso: 0,8%). Más recientemente, la tasa de desempleo aumentó hasta el 5,2% en febrero después de que el crecimiento del empleo por debajo de lo previsto demostrara que el fuerte resultado de enero había sido temporal.

- Los sectores de las ventas minoristas, el turismo y la producción manufacturera tradicional se ven golpeados con especial dureza. El consumo privado ha dado lugar a un modesto crecimiento de las ventas minoristas (solo un 2-3% en 2011, en comparación con el promedio del 6,4% del periodo de 2002-2007, es decir, el periodo anterior a la crisis financiera mundial), pues los consumidores se han vuelto más cautos y siguen reduciendo sus niveles de deuda.
- La confianza de consumidores y empresas sigue débil tras haber tocado fondo en agosto de 2011. El pesimismo persiste debido al bajo rendimiento de los sectores no mineros, como hemos mencionado antes. Lo bueno de que la confianza de los consumidores y el gasto se mantengan débiles es el aumento del ahorro de las familias, cuya tasa se ha incrementado hasta llegar aproximadamente al 10% del PIB en comparación el nivel próximo a cero que había antes de la crisis financiera mundial. Este incremento es positivo, pues contribuye a frenar el crecimiento de la deuda de los hogares (en torno al 150% de la renta disponible), así como a contener el déficit por cuenta corriente.
- Sin embargo, parte de la debilidad económica de 2011 se debe a los persistentes efectos de las inundaciones de Queensland a comienzos del año pasado, que provocaron el cierre de importantes minas de carbón e interrumpieron el suministro de alimentos y las conexiones de transporte. Con el regreso de las actividades mineras de Queensland a su cauce y el aumento de la demanda por el gasto de la reconstrucción, prevemos un repunte del crecimiento hasta aproximadamente el 3% en 2012 (Tabla 1).
- Basándose en el punto de vista de las autoridades de que el auge de las materias primas es permanente, alimentado por la fuerte demanda de China, la India y otros mercados emergentes, el enfoque político es permitir que el ajuste se produzca.
- Así pues, el Banco de Reserva de Australia (RBA) sigue adherido al régimen de objetivo de inflación que lleva en vigor desde 1993, que tiene por meta mantener la inflación dentro de un promedio del 2-3% durante el ciclo económico. Esto le permite al RBA establecer unas condiciones monetarias generales en línea con las necesidades cíclicas de la economía.

Tabla 1

**Perspectivas económicas de Australia**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012 (P)
Crecimiento del PIB real (% a/a)	4,9	2,3	1,5	2,4	2,0	3,2
Consumo privado (% a/a)	5,5	2,0	1,0	2,9	3,4	3,3
Inversión (% a/a)	12,9	6,3	-4,2	6,0	8,4	6,1
Inflación (% a/a, promedio)	2,3	4,4	1,8	2,8	3,4	2,6
Tipo de cambio (USD/AUD, fdp)	0,88	0,69	0,90	1,02	1,02	1,02
Tipo de interés de referencia (% fdp)	6,74	4,25	3,75	4,75	4,25	3,75
Saldo presupuestario (% del PIB)	1,9	1,1	-3,4	-4,3	-3,3	-0,9
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	-6,4	-4,5	-4,2	-2,5	-2,2	-2,8

Fuente: BBVA Research

- La inflación subyacente se contuvo dentro del rango objetivo oficial del 2-3% durante el pasado año, mientras que la inflación general fue más volátil. A comienzos de 2011 el índice general de precios subió debido al aumento de los precios de los alimentos tras las inundaciones de Queensland y llegó a su punto máximo del 3,6% a/a en el segundo trimestre para moderarse después hasta el 3,1% en el cuarto trimestre (Australia solo publica los resultados de la inflación trimestralmente).
- Tras efectuar un agresivo recorte de los tipos de interés durante la crisis financiera mundial (del 7,25% al 3,00%), en octubre de 2009 el RBA fue el primero de los principales bancos centrales del mundo que comenzó a subir los tipos de interés. Pero

en vista de los nuevos riesgos para las perspectivas externas y de la debilidad interna, el RBA volvió a dar un giro y recortó los tipos de interés dos veces de forma consecutiva en noviembre y diciembre de 2011, hasta dejarlos en el 4,25% actual. Sin embargo, el RBA no cumplió las expectativas de los mercados que pronosticaban otro recorte de los tipos en febrero, aduciendo la estabilización de las perspectivas mundiales, los pasos positivos que se habían dado en Europa, la moderada expansión de EE. UU y el continuo crecimiento de China. Esta postura también se ha mantenido en marzo.

- Siendo coherente con su régimen de inflación objetivo, el RBA permite la libre fluctuación del dólar australiano. La moneda ha fluctuado en un amplio margen desde la crisis financiera mundial; tocó fondo con el cambio del USD/AUD en el 0,65 en octubre de 2008 y actualmente está en el 1,05 debido al alza del comercio, así como al gran diferencial de los tipos de interés en territorio nacional. Esta flexibilidad de la divisa desempeña un papel importante para servir de amortiguador y proteger la economía contra los choques externos y la volatilidad de los precios de las materias primas. Sin embargo, como hemos señalado anteriormente, el elevado tipo de cambio ha debilitado la competitividad de los sectores no mineros de la economía, y prevemos que la moneda experimente cierta depreciación, hasta situarse aproximadamente en el 1,02 a finales de año.
- Dadas las previsiones de que tanto el índice general de precios como la inflación subyacente se mantengan dentro del rango objetivo del 2-3% en 2012, y en vista de que el crecimiento ha vuelto a su senda, el RBA ha indicado que los niveles actuales de los tipos de interés le parecen adecuados. Sin embargo, en su declaración sobre política monetaria del 6 de marzo, dejó la puerta abierta para aplicar nuevos recortes de los tipos “en caso de que se produzca un debilitamiento considerable de la demanda”. Así pues, esperamos que el RBA baje los tipos de interés una vez más, probablemente en el segundo trimestre, hasta el 4,00%.
- El gobierno tiene como objetivo devolver la política fiscal al superávit en 2012/13 (el año fiscal termina el 30 de junio), después de presentar déficits desde la crisis financiera mundial. El fundamento para volver a llevar el presupuesto al superávit es guardar las ganancias inesperadas de los recursos que se derivan del auge de las materias primas.
- La deuda pública es todavía muy baja, solo un 27,5% del PIB en 2011, a pesar de que se incrementó después de la crisis financiera mundial (la ratio de deuda pública era un 11,7% en 2007). El bajo nivel de deuda ofrece un amplio margen para aplicar medidas de estímulo si es necesario para contrarrestar una contracción económica.
- El déficit por cuenta corriente se redujo hasta el 2,2% del PIB en 2011, lo que se debe en parte al aumento del ahorro de las familias. El modesto tamaño y la composición del déficit lo hacen menos preocupante: gran parte del mismo se explica por el pronunciado aumento de la inversión en el sector de la minería y por las salidas netas de fondos de la cuenta de ingresos debido a que el comercio de mercancías está más equilibrado (y estaba en superávit en 2011).

## Riesgos para las perspectivas

- Los riesgos principales para las perspectivas se asocian con: (i) la creciente dependencia de la economía del sector de recursos y de la demanda de China, (ii) la dependencia de los bancos de la financiación mayorista y (iii) los elevados precios de la vivienda y el endeudamiento de las familias. Aunque las principales agencias siguen calificando el crédito soberano de Australia como AAA, la persistencia del déficit por cuenta corriente y los elevados niveles de endeudamiento externo lo hacen vulnerable a los choques de financiación externa. En particular, los bancos de menor tamaño pueden ser vulnerables a los choques externos, lo que podría dar como resultado un elevado desempleo y una fuerte caída de los precios de la vivienda.

- No hay duda de que la economía sigue siendo vulnerable a una pronunciada caída de los precios de las materias primas o al aterrizaje brusco de China. Sin embargo, el riesgo de que ocurra algo así a corto plazo parece bajo desde nuestro punto de vista, dado que continúan las perspectivas de fuerte demanda de las materias primas por parte de las economías emergentes y la dada alta probabilidad de que China evite un aterrizaje brusco. En términos más generales, la dependencia de la economía del sector de recursos presenta riesgos, pero estos riesgos se compensan mediante: (i) el tipo de cambio flexible, que actúa como amortiguador contra los choques externos, (ii) el margen para aplicar estímulos fiscales y monetarios y (iii) la sólida supervisión bancaria.
- La dependencia de los bancos de la financiación mayorista y el endeudamiento externo en particular, sigue siendo un riesgo fundamental, y a menudo se hace referencia a ello como el “talón de Aquiles” de la economía australiana. La causa de esta dependencia es el persistente déficit por cuenta corriente, que ha alcanzado un promedio en torno al 4,5% del PIB en los últimos años (aunque en la actualidad es considerablemente más bajo, alrededor del 2% del PIB). Los depósitos solo representan aproximadamente la mitad de los pasivos totales y la ratio préstamo-depósito está en torno al 120%. Las presiones procedentes de la deuda soberana europea y la crisis financiera agravan estos riesgos.
- Hay, sin embargo, dos factores positivos. En primer lugar, la tendencia de las ratios principales ha ido en la buena dirección desde la crisis financiera mundial, lo que se debe en parte a una supervisión bancaria más estricta y a la aceleración de la implantación de los principios de Basilea III: el mix de financiación ha mejorado gracias al incremento de los depósitos y las ratios préstamo-depósito han caído (Figura 2). Además, la dependencia de los bancos europeos se ha reducido como cuota de financiación externa, desde más del 50% en 2008, hasta justo por encima del 20% en la actualidad. En segundo lugar, es reconfortante lo bien que capearon los bancos el choque financiero durante la crisis financiera mundial. Esto puede atribuirse a la postura política proactiva de las autoridades, que incluía la ampliación de la garantía sobre la deuda bancaria durante el periodo de octubre de 2008 a marzo de 2010 (que luego no fue utilizada por ninguna institución financiera). Todavía sigue en vigor una garantía de depósitos (hasta 250.000 AUD por depósito), y creemos que habría una buena disposición a restablecer una garantía más amplia en caso de choque externo.
- Por último, es necesario vigilar el riesgo de que se produzca una corrección a la baja en los precios de la vivienda y el elevado endeudamiento de las familias. Los precios de la vivienda se han triplicado desde el final de la década de 1990, y la ratio de deuda de las familias sobre la renta disponible sigue siendo alta, en torno al 150%. Sin embargo, desde 2009 los precios de la vivienda se han moderado y la ratio de deuda de las familias se ha estabilizado. Además, a menos que se produzca un pronunciado aumento del desempleo hasta niveles del 8-9% (desde el 5% aproximado actual), los precios de la vivienda siguen apoyándose en la demanda subyacente y en el crecimiento demográfico, así como en la escasez de la oferta. También se prevé que las tasas de morosidad se mantengan bajas dadas las modestas ratios entre el importe del préstamo y el valor del bien (en torno al 63%) y la fuerte cultura de pago de las hipotecas. El uso generalizado de seguros hipotecarios también debería contribuir a proteger a los bancos en caso de contracción económica.

## Perspectivas del sector financiero

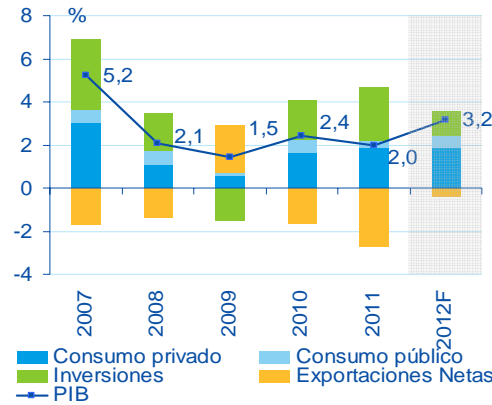
- A pesar de los riesgos descritos más arriba, las perspectivas del sector financiero de Australia siguen siendo sólidas en nuestra opinión. La rentabilidad es elevada debido a los amplios márgenes financieros, y los modelos empresariales están orientados hacia las actividades de préstamo que forman el núcleo del negocio, con una dependencia relativamente baja de valores e instrumentos financieros complejos. Las ratios de capital son fuertes y el sólido marco normativo contribuye a limitar los riesgos. Dicho

esto, el crecimiento del crédito se mantiene moderado en tan solo un 3,5% a/a, ya que la economía continúa con su proceso de desapalancamiento.

- El sector bancario está muy concentrado, los cuatro bancos más importantes representan el 75% del total de los activos. A este respecto, en diciembre de 2010 se anunció una iniciativa política para aumentar la competitividad mediante la reducción de los costes de transacción de los consumidores para cambiar sus actividades de un banco a otro. Como consecuencia de ello, ahora es más fácil, por ejemplo, refinanciar hipotecas, cambiar cuentas y comparar comisiones y tipos de interés entre los bancos (véase el informe "Competitive and Sustainable Banking" de 2010 del Tesoro de Australia).
- Los bancos continúan diversificando sus fuentes de financiación, una evolución favorable en vista de la vulnerabilidad que plantea la dependencia de la financiación mayorista. A este respecto, la competencia por los depósitos está aumentando, aunque el resultado es un incremento en los costes de financiación de los bancos. Otro factor que ayuda a los bancos a diversificar sus fuentes de financiación es la aceptación de la financiación mediante bonos cubiertos de octubre de 2011 (tras la primera emisión de bonos cubiertos efectuada por ANZ en noviembre, los principales bancos han emitido ahora un total de 22.000 millones de AUD).
- La supervisión y la regulación bancaria se centra ahora en la implementación de los requisitos de Basilea III en un calendario acelerado. Dado que las instituciones de captación de depósitos ya están en posición de cumplir los nuevos criterios de capital, la autoridad supervisora (APRA) ha propuesto implementar los nuevos criterios a partir del 1 de enero de 2013 (por delante del calendario establecido en Basilea III, lo que permite su introducción progresiva en un periodo de dos años). Ahora el objetivo es implementar las ratios de liquidez con vistas a mejorar el mix de financiación y la ratio de financiación estable neta. Las autoridades también están evaluando actualmente las propuestas internacionales sobre entidades "demasiado grandes para quebrar", los "living wills" o "voluntades en vida" y las iniciativas IFSI (Instituciones Financieras Sistémicamente Importantes).
- Otro objetivo es mejorar la regulación de los fondos de pensiones que se administran de forma privada y en los que se exige a los empleadores que hagan una aportación del 9% de los salarios de los empleados. Estos fondos han aumentado de tamaño, hasta situarse en torno a 1,6 billones de AUD, lo que equivale a más del 100% del PIB.
- Según nuestras previsiones, el FMI emprenderá otro Programa de Evaluación del Sector financiero (FSAP por sus siglas en inglés) en 2012, como seguimiento del que emprendió en 2006.

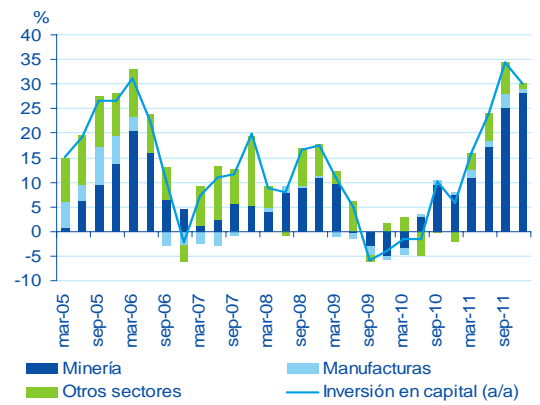
**Figura 1: evolución económica reciente**

**El crecimiento se ha mantenido razonablemente bien**



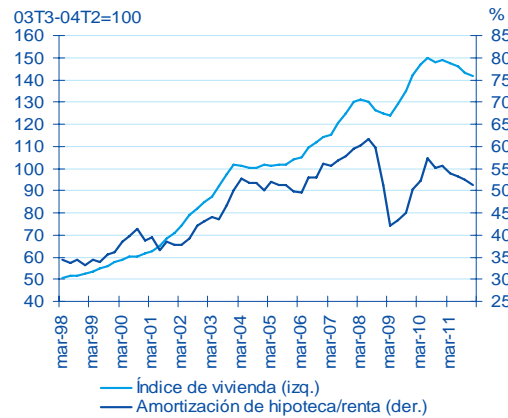
Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

**La inversión aumenta, especialmente en el sector minero**



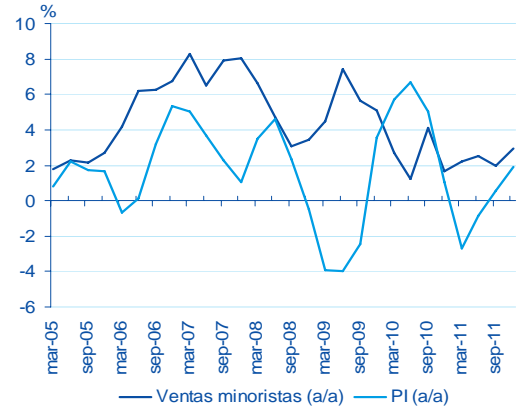
Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

**Los precios de la vivienda han empezado a caer**



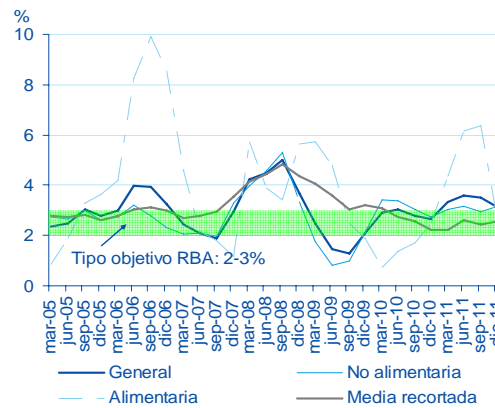
Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

**Las ventas minoristas y la producción industrial son débiles**



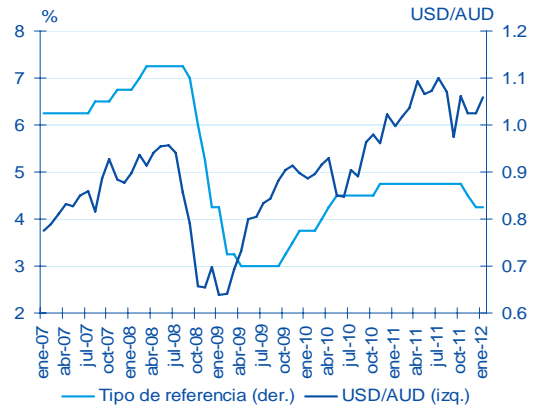
Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

**La inflación se mantiene dentro del rango objetivo**



Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

**Los tipos de interés son casi neutros, mientras que la moneda está muy fuerte**

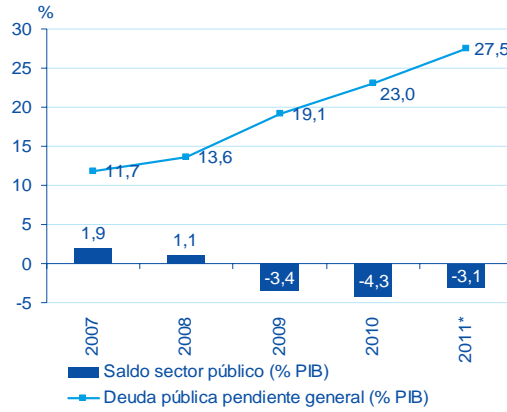


Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research



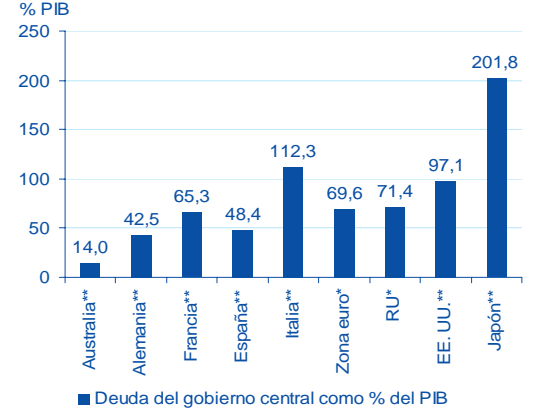
Figura 1 (cont.): evolución económica reciente

**Las finanzas públicas se asientan sobre una base firme...**



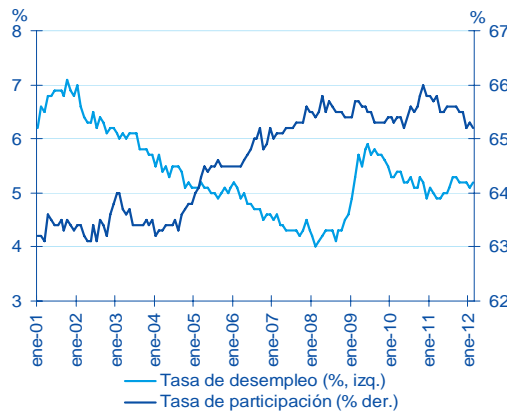
\* 3T 2011  
Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

**...en comparación con países homólogos fuertemente endeudados**



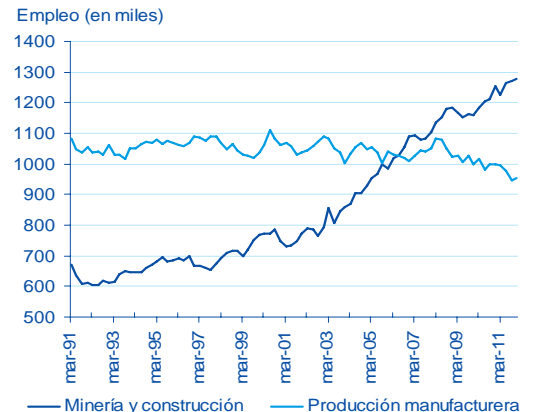
\*Datos de 2010; \*\* Datos de 2011  
Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

**El desempleo está cerca de mínimos históricos**



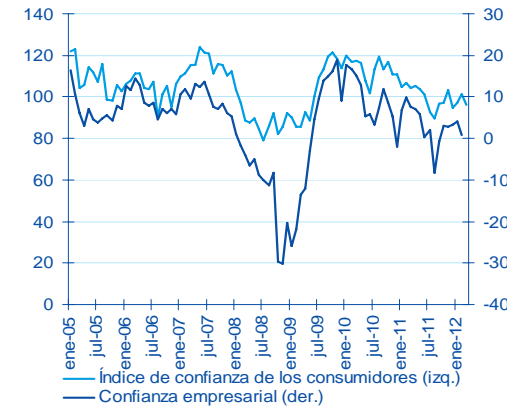
Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

**El empleo del sector manufacturero se debilita**



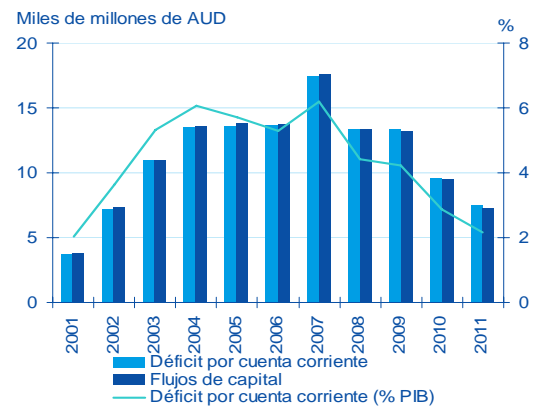
Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

**La confianza de consumidores y empresarios no repunta**



Fuentes: Haver Analytics, Westpac-Melbourne Institute, National Australia Bank y BBVA Research

**El déficit por cuenta corriente se ha reducido**

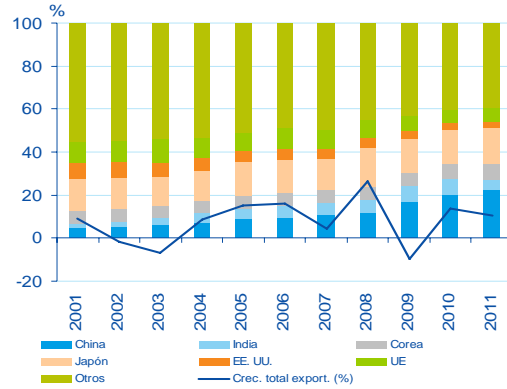


Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research



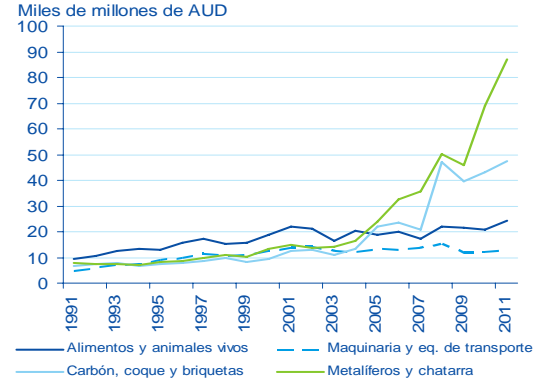
Figura 1 (cont.): evolución económica reciente

**China es el mayor mercado de exportación individual de Australia**



Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

**El mineral de hierro y el carbón son las principales exportaciones de materias primas**



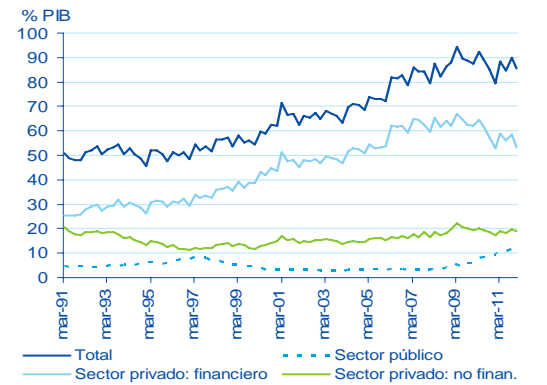
Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

**Los términos de intercambio están en máximos históricos**



Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

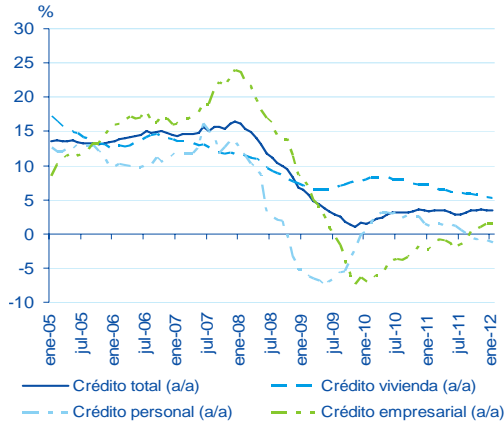
**La deuda externa comienza a reducirse**



Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

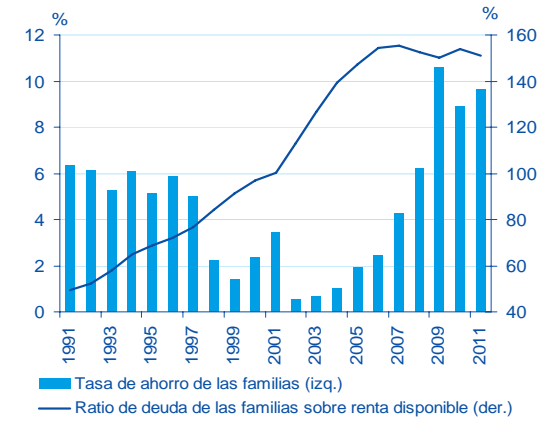
Figura 2: Dinero y banca

**El crecimiento del crédito sigue siendo moderado**



Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

**El incremento de la tasa de ahorro de los hogares contribuye a contener la deuda de las familias**



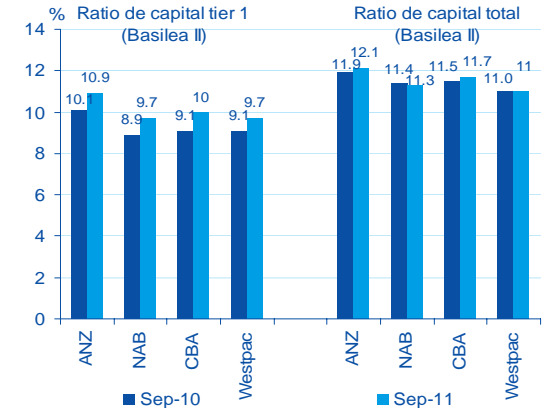
Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

**Las ratios préstamos-depositos de los bancos tienden a caer**



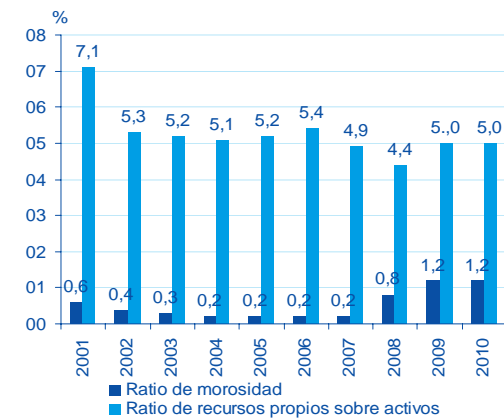
Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

**El nivel de solvencia de los bancos es fuerte**



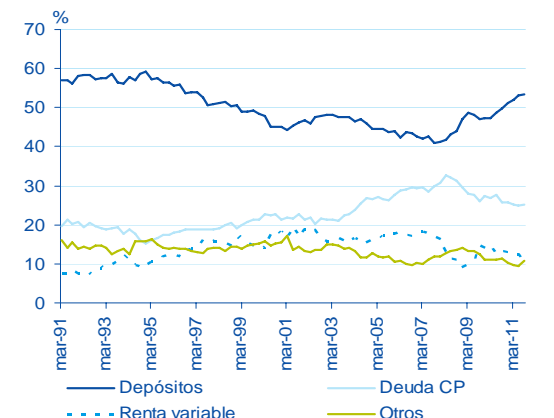
Fuente: Jang y Sheridan (2012), "Bank Capital Adequacy in Australia", Documento de trabajo del FMI WP/12/25

**La calidad de los activos se mantiene alta**



Fuentes: Banco Mundial y BBVA Research

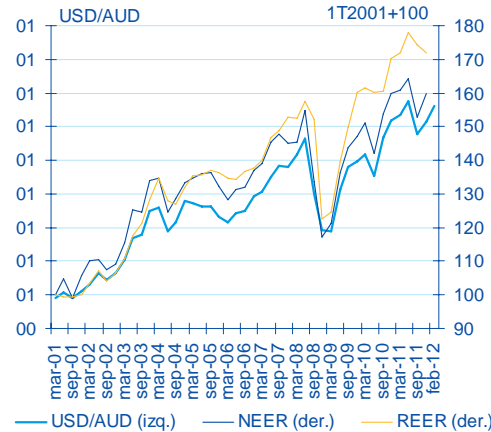
**Los bancos siguen dependiendo de la financiación mayorista**



Fuentes: Banco Mundial y BBVA Research

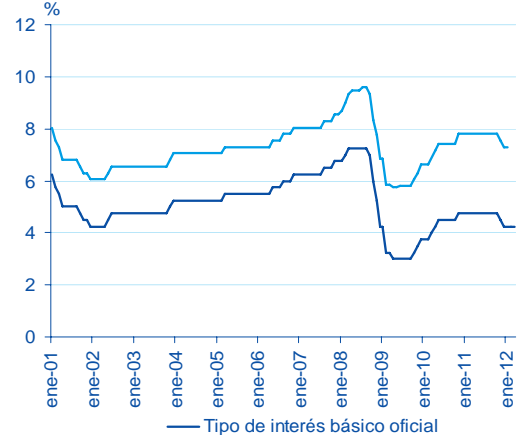
Figura 3: Mercados financieros

**El dólar australiano se ha apreciado notablemente**



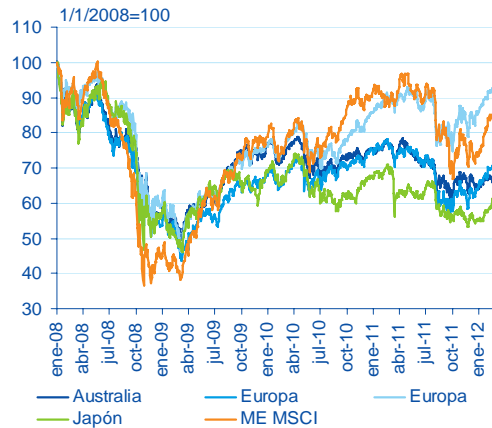
Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

**Los tipos de interés de los créditos para vivienda son todavía bajos**



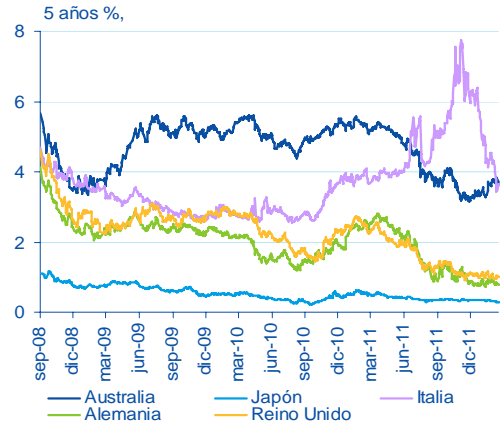
Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

**El rendimiento del mercado de valores australiano ha sido bajo**



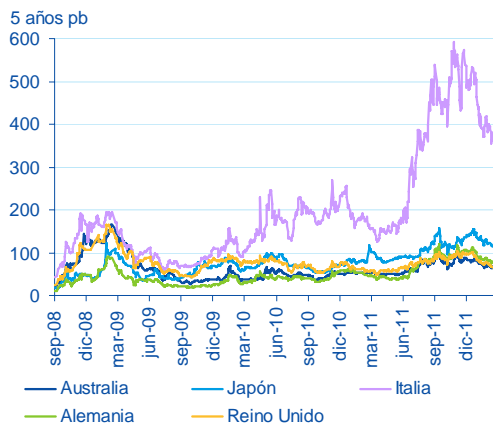
Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

**Los bonos AAA de Austria ofrecen rentabilidades atractivas...**



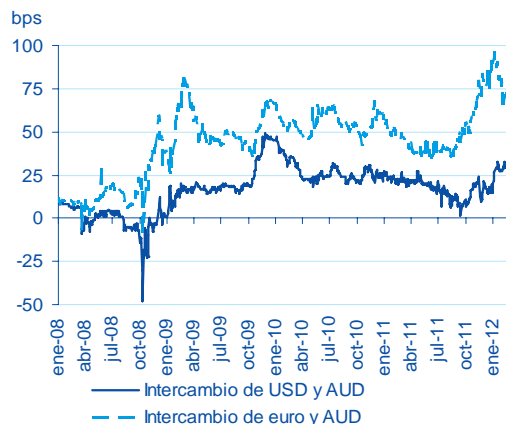
Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

**...y son menos arriesgados en función de los diferenciales de los CDS**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

**El aumento de los diferenciales del swap de divisas cruzado\* es indicio del aumento de los costes de financiación para los bancos**



\*coste de la cobertura de los flujos de efectivo en la emisión de bonos en divisas  
Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya **que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

BBVA, S.A. es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.