

Observatorio Semanal

Global

Madrid, 7 de noviembre de 2011
Análisis Económico

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com
+34 91 374 44 32

Cristina Varela Donoso

cvarela@bbva.com
+34 91 537 7825

Javier Amador

javier.amador@bbva.com
+34 91 374 31 61

María Martínez Álvarez

maria.martinezalvarez@bbva.com
+34 91 537 66 83

Felipe Insunza

felipe.insunza@bbva.com
+34 91 537 76 80

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com
+34 91 5373776

EEUU.

Kim Fraser

kim.fraser@bbvacompass.com
+1 713 881 0655

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk
+852 2582 3281

Apoyo de los Bancos Centrales, pero falta de acuerdo en el G-20

• La euforia inicial que aportó el paquete europeo se ha desvanecido

En los mercados financieros se ha producido un retroceso en la asunción de riesgos a medida que la euforia inicial que aportó el paquete europeo se ha desvanecido. Además, la ausencia de compromiso para invertir en el SPV europeo por parte de los gobiernos japonés o chino suscitó dudas acerca de la capacidad de este producto para atraer inversores. Asimismo, la declaración del FMI tras la reunión del G-20 no incluyó referencia alguna al apoyo al SPV europeo. La capacidad de los países periféricos para implementar las medidas impuestas por los programas de contingencia es fuente de preocupación. Portugal también pedirá una "mayor flexibilidad" a la troika antes de su programa de revisión, que tendrá lugar este mes de noviembre, mientras que Irlanda pedirá una relajación de sus condiciones de crédito. Por otra parte, Italia ha permitido al FMI y la UE supervisar el progreso de sus reformas estructurales. Entretanto, en el G-20 no se llegó a ningún acuerdo concreto ni se hicieron progresos en la crisis de la deuda europea. La postura china sobre la flexibilidad del tipo de cambio se mantiene invariable. Esta semana, las reuniones del Eurogrupo y del Ecofin centrarán la atención de los inversores, pues podrían ofrecer más pistas sobre el apalancamiento del FEEF.

• El BCE recorta los tipos de interés y se une a la FED en su rebaja de las perspectivas económicas

El BCE decidió por unanimidad recortar el tipo de referencia principal en un 0,25%, rebajándolo hasta el 1,25% en la primera reunión de Draghi. La autoridad monetaria europea considera que las sombrías perspectivas de la actividad predominan sobre la inflación. Prevemos otro recorte de 25 pb si el BCE mantiene este enfoque preventivo. Por otro lado, la Reserva Federal dejó el miércoles su política monetaria sin cambios y rebajó sus perspectivas económicas, además de seguir señalando los riesgos a la baja para el crecimiento. Creemos que hay muchas probabilidades de que en enero se produzca una nueva ronda de compras de MBS. Además, Asia está experimentando sus propios cambios. De hecho, el Banco de Reserva de Australia recortó esta semana los tipos de interés, antes de que se produjera el movimiento del BCE. Y en las últimas semanas también han flexibilizado sus políticas monetarias Singapur, Indonesia y Japón. Pero no se prevén recortes agresivos de los tipos de interés.

Destacados



Mercados



Calendario

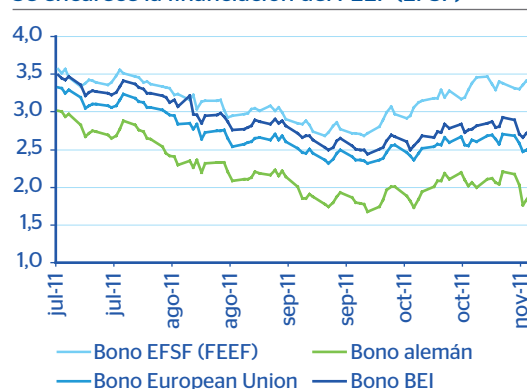


Datos de Mercados



Gráfico 1

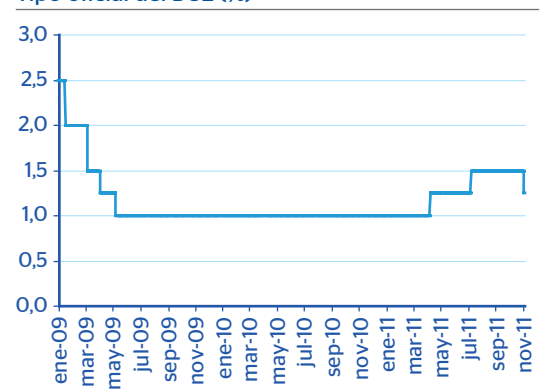
Se encarece la financiación del FEEF (EFSF)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2

Tipo oficial del BCE (%)



Fuente: BCE y BBVA Research

Análisis Económico

El BCE se acerca de nuevo al 1%

El Consejo de gobierno decidió por unanimidad recortar el tipo de referencia principal en 0,25%, hasta el 1,25%, un movimiento que no se había previsto. Prevemos otro recorte de 25 pb si el BCE mantiene este enfoque preventivo. Esta sorprendente medida fue tomada en la primera reunión de Mario Draghi como presidente del BCE. El recorte de los tipos se ha justificado por la materialización de los riesgos bajistas para la actividad económica, junto con el pronunciado descenso de la confianza a comienzos de octubre. El Consejo de gobierno declaró que “algunos de estos riesgos se han materializado, por lo que es muy probable que se haga una significativa revisión a la baja de las previsiones y proyecciones del crecimiento medio del PIB real en 2012”. Además, cuando le preguntaron a Draghi acerca de los riesgos para la actividad, respondió que “lo que observamos es que el lento crecimiento iba hacia una leve recesión a finales de año”. Los argumentos para tomar decisiones audaces son convincentes, pero sorprenden hasta cierto punto después del enfoque adoptado recientemente por el Consejo de gobierno. Sin embargo, es comprensible bajo un punto de vista preventivo o pragmático si tenemos en cuenta el balance de riesgos a los que se enfrenta la zona euro. Si se mantiene este enfoque más realista, podemos esperar un nuevo recorte para diciembre.

En la declaración también se puso énfasis en que “las tensiones actuales de los mercados financieros probablemente enfriarán el ritmo de crecimiento económico de la zona euro en la segunda mitad de este año y posteriormente”. La expresión “y posteriormente” muestra que el eventual impacto que tendrá el empeoramiento de la crisis de la deuda sobre el crecimiento de la zona euro podría ser duradero y que las presiones sobre los precios, los costes y los salarios (presiones inflacionistas) deberían moderarse también. En este contexto, el peso del argumento de la inflación (actualmente en el 3%) frente a la pronunciada caída que se prevé en la actividad parece haberse reducido. Compartimos este punto de vista, ya que seguimos creyendo que la inflación se moderará hacia el final del año debido a los efectos base favorables en los precios de la energía junto con la debilidad de la demanda interna, y que volverá a estar por debajo del objetivo del BCE a finales del 1T de 2012.

Gran parte del turno de preguntas se centró en el Programa de compra de deuda (SMP por sus siglas en inglés). A este respecto, Draghi no cambió la línea de Trichet. Destacó que el SMP es temporal y limitado en términos de cuantía, y lo justificó como medio para restablecer los canales de transmisión monetaria. También hizo hincapié en que los gobiernos tienen que centrarse en las reformas internas, estabilizar sus finanzas públicas y embarcarse en medidas que estimulen el crecimiento con el fin de reducir las tensiones en los mercados de deuda. Asimismo, señaló que la función del BCE como prestamista de último recurso “no está realmente en el cometido del BCE”. No obstante, esperamos que el BCE mantenga la compra de bonos tanto tiempo como sea necesario.

En la declaración del FOMC el debate gravita hacia un mayor estímulo

Por otro lado, la Reserva Federal dejó el miércoles su política monetaria sin cambios y rebajó sus perspectivas económicas, además de seguir señalando los riesgos a la baja para el crecimiento. La Fed logró una votación de 9 a 1 a favor de un progreso estable. Los tres dirigentes que habían votado en contra de la flexibilización en septiembre apoyaron la declaración. La falta de información nueva en la declaración refleja el fuerte debate interno que hay dentro de la Fed con respecto a la necesidad de aplicar estímulos adicionales. Creemos que hay muchas probabilidades de que se produzcan nuevas compras de activos a gran escala de MBS, pero el momento en que sucederá no es seguro dadas las posibles perturbaciones que pueden derivarse de las negociaciones europeas y de la comisión fiscal de EE. UU. Creemos que el primer paso del FOMC hacia la aplicación de un nuevo estímulo conllevará un nuevo mecanismo de comunicación en diciembre. Nuestra impresión es que Bernanke parece estar más dispuesto a vincular las medidas a condiciones específicas, más que a publicar las previsiones de la Fed. Esto permitirá al FOMC dar un paso más antes de entrar en otro programa de compra de activos a gran escala que requerirá un apoyo más fuerte por parte de sus miembros. En la reunión de diciembre cabe la posibilidad de que se tomen medidas más drásticas sólo en caso de que las condiciones financieras empeoren considerablemente. Además, en la reunión de enero se producirá un cambio en el comité y los nuevos miembros se inclinarán más hacia los puntos de vista de Bernanke. Por consiguiente, aunque no tenemos la certeza, creemos que hay muchas probabilidades de que en enero se produzca una nueva ronda de compras de MBS. Dado que el mecanismo de transmisión se ha “atenuado” y que el desempleo sigue siendo elevado, la Fed tratará una vez más de impulsar la inversión residencial involucrándose en compras de activos a gran escala.

El BCE y la FED rebajan las perspectivas económicas

La declaración del FOMC parece indicar que aunque el crecimiento se ha fortalecido en el tercer trimestre del año, las condiciones económicas generales siguen sin ser lo suficientemente sólidas como para reducir sensiblemente la tasa de desempleo. El crecimiento continúa limitado por el desapalancamiento de las familias, la incertidumbre financiera mundial, la lentitud de la inversión

Home



Mercados



Calendario



Datos de Mercados



residencial y las restricciones en las condiciones de crédito. Las nuevas previsiones de la Reserva Federal indican una rebaja de las perspectivas para la economía. En concreto, el FOMC bajó su límite de estimación para el PIB de 2012-2013 y aumentó su previsión de la tasa de desempleo del mismo periodo. Los miembros del FOMC recortaron los límites de la estimación del crecimiento del PIB para 2012 al 3,5-2,3% desde el 4,0-2,2% anterior. Además, incrementaron los límites de previsión de las tasas de desempleo de 2012-2013 hasta el 8,1-8,9% desde el 8,7-7,5 anterior. Compartimos la opinión de la Fed en cuanto a las sombrías perspectivas económicas. Nuestras previsiones del PIB se sitúan en el margen inferior de sus estimaciones. No obstante, las incertidumbres podrían incrementar los riesgos a la baja.

En Europa, la materialización de algunos riesgos bajistas para la actividad económica junto con el fuerte descenso de la confianza a comienzos de octubre se revelaron como los principales motores que han desencadenado el recorte de los tipos de referencia del BCE. Estamos de acuerdo en que los datos del tercer trimestre confirmaron tanto un resurgimiento de la crisis financiera como el bajo impulso de crecimiento mundial, pero realmente no hay ninguna novedad con respecto a septiembre, cuando el personal del BCE hizo una estimación de crecimiento anual del PIB del 1,3% para 2012. Sin embargo, los datos sobre la confianza, especialmente el índice de gerentes de compras, fueron decepcionantes en octubre, lo que apunta a una ligera contracción en el último trimestre del año. Aunque los datos disponibles para este trimestre son muy limitados, dados los últimos acontecimientos de la zona euro, se reducen las probabilidades que se reflejaban en nuestro escenario central de llegar a una solución rápida y definitiva de la crisis europea y, por tanto, los riesgos se inclinan a la baja. "Por consiguiente, no podemos descartar que la economía de la zona euro se contraiga en el último trimestre, con una economía muy débil en la primera mitad de 2012 si no desaparecen las turbulencias de la zona. En ese caso, nuestra previsión de crecimiento del 1% en 2012 estaría claramente en riesgo. El escenario sería aún más negativo si la evolución de la crisis en Grecia termina en una resolución desordenada".

El crecimiento de China sigue moderándose en línea con un aterrizaje suave

El valor del índice de gerentes de compras de octubre se publicó a comienzos de esta semana y se situó por debajo de las expectativas, pero en nuestra opinión todavía está en línea con un aterrizaje suave. En general, los mercados asiáticos se tomaron el resultado con calma, aunque el resultado inferior a lo previsto lastró en cierta medida la confianza de los mercados mundiales, especialmente en un contexto en el que se han producido nuevas incertidumbres acerca de Grecia y en el que continúa la inquietud por un aterrizaje brusco en China. En concreto, el índice de gerentes de compras cayó hasta el 50,4% en octubre después de dos meses consecutivos en los que se registraron incrementos (desde el 50,7% en julio hasta el 51,2% en septiembre) y se quedó muy por debajo de las expectativas (consenso: 51,8%; BBVA: 51,7%). Aunque el resultado del índice de gerentes de compras es el valor más bajo desde marzo de 2009, todavía sigue dentro de la zona de expansión por encima de 50 y refleja una caída gradual hacia un aterrizaje suave. Además, el índice de gerentes de compras del sector privado (HSBC), que se publicó el mismo día, se incrementó hasta el 51,0% desde el 49,9% de septiembre, subiendo por encima de la zona de expansión (+ de 50) por primera vez desde julio de 2010. El resultado más débil del índice de gerentes de compras oficial se debe principalmente a la mayor debilidad de los pedidos nuevos (con un peso del 30%), incluidos los pedidos de exportación, lo que podría ser reflejo del debilitamiento de la demanda externa y es coherente con el menor crecimiento de las exportaciones observado en los datos de septiembre (17,1% a/a). Resulta alentador que el subcomponente de la producción (con un peso del 25%) se mantuviera pujante, registrando sólo una caída marginal, hasta el 52,3% en octubre en comparación con el 52,7% registrado el mes anterior. En conjunto, creemos que la tendencia está en línea con nuestro escenario de aterrizaje suave, en el que esperamos una moderación del crecimiento del PIB en el 4T hasta el 8,4% a/a desde el 9,1 a/a en 3T (lo que da como resultado un crecimiento anual previsto del 9,1% en 2011). En cuanto a la política monetaria, el valor más débil del índice de gerentes de compras aumenta las probabilidades de que se efectúe cierta flexibilización selectiva de la política monetaria, que en los próximos meses podría incluir nuevas medidas para ampliar el crédito a las PYMES y posibles recortes en los coeficientes de reservas obligatorias para los bancos de menor tamaño. En esta coyuntura no es muy probable que se produzcan recortes en los tipos de interés dado que la preocupación de las autoridades sigue siendo la inflación. La próxima semana (9-15 de noviembre) se publicarán una serie de indicadores de actividad real importantes que incluyen la inflación, el comercio, la producción industrial, la inversión, las ventas, la masa monetaria y las reservas de divisas. En este momento esperamos que la inflación caiga en octubre hasta un nivel en torno al 5,3% desde el 6,1% de septiembre, debido a los efectos base y a la moderación de los precios a nivel secuencial, y la producción y las ventas minoristas se mantendrán fuertes. Estos datos se observarán con atención en busca de indicios de solidez de la economía ante el debilitamiento de la demanda externa.

Home



Mercados



Calendario



Datos de Mercados



Análisis de Mercados

Mercados

*Tipos de Interés Global**Tipos de Interés Europa y EEUU***José Miguel Rodríguez**josemiguel.rodriguez@grupobbva.com
+34 91 374 68 97*Crédito Europa***Antonio Vilela**antonio.vilela@grupobbva.com
+34 91 374 56 84**Divisas: fuertes correcciones en el EUR tras el anuncio del primer ministro griego**

El aumento de la preferencia por el riesgo evidenciado en el mercado de FX tras la decisión adoptada la semana pasada por las autoridades de la UE, resultó ser efímero. El fuerte repunte inicial experimentado por las divisas sensibles al riesgo se vio frenado por la cautela de los inversores ante los eventos de riesgo que iban a tener lugar a lo largo de la semana. Las reuniones del FOMC, del BCE y del G20 centraban la atención del mercado frenando las compras de activos de riesgo. No obstante, un acontecimiento que no estaba previsto resultó ser el detonante del aumento de la aversión al riesgo y del repunte de la volatilidad. El primer ministro griego Papandreu anunciaba el lunes un referéndum para que la sociedad griega aceptara las medidas aprobadas en la reunión de líderes europeos del pasado 27 de octubre. La medida sorprendía tanto al mercado como a los líderes europeos, penalizando al EUR y a las divisas de beta elevada. Finalmente, el referéndum no se llevará a cabo. En un segundo plano quedaron la infinidad de datos macro publicados a ambos lados del atlántico, la rebaja de las previsiones de crecimiento por parte de la Fed o el recorte de los tipos de interés de referencia por parte del BCE. Parece evidente que hasta que no se aclare la situación europea, la volatilidad continuará presente y los acontecimientos que habitualmente mueven el mercado seguirán en un segundo plano.

Crédito: la tragedia griega hace aumentar la volatilidad

Los mercados de crédito siguen sujetos a una fuerte volatilidad. En las últimas sesiones de negociación se fueron perdiendo las ganancias de la semana pasada tras la Cumbre de la UE y el anuncio de recapitalización bancaria. Los movimientos intradía son habituales; el mercado reacciona a cada mínima noticia sobre Grecia (propuesta de referéndum negada más tarde, dimisión de Papandreu, gobierno de transición, etc.). En cuanto a los CDS, hubo ampliaciones generalizadas de dos dígitos en los índices sintéticos. El iTraxx Main se ha ampliado 17 p.b. en lo que va de semana, hasta 168 p.b.; el iTraxx Financials Senior y el iTraxx Financials Subordinated, 30 p.b. y 58 p.b. en el mismo periodo, hasta 241 p.b. y 454 p.b. respectivamente.

Uno de los grandes eventos de esta semana fue el anuncio por el BCE de nuevos detalles sobre el restablecido Programa de compra de deuda garantizada (CBPP2), anunciado por primera vez el 6 de octubre de 2011. El anuncio confirmó que las compras del Programa ascenderán a 40.000 millones de euros y se llevarán a cabo en los mercados primario y secundario entre noviembre de 2011 y octubre de 2012.

En este punto no es fácil valorar si el Programa de compra de deuda garantizada del BCE tendrá éxito en reanimar el mercado de emisiones primarias, que es clave para aliviar las inquietudes de financiación del sector bancario. El éxito del programa dependerá también de la resolución de la crisis griega y de más datos sobre el apalancamiento del FEEF, dirigido a evitar el riesgo de contagio a otros países periféricos. No obstante, el principal mensaje, con independencia de lo que ocurra en el mercado, es que la deuda garantizada sigue siendo la clase de activo que goza de mayor respaldo entre las autoridades europeas.

Home

Destacados

Calendario

Datos de Mercados

Análisis Económico

Europa

Agustín García
agustin.garcia@bbva.com
+34 91 3747938

EE.UU.

Kim Fraser
kim.fraser@bbvacompass.com
+1 713 881 0655

Asia

Zhigang Li
zhigang.li@bbva.com.hk
+852 2582 3162

Calendario: Indicadores

Zona euro: ventas minoristas (septiembre, 7 de noviembre)

Previsión: -0,3% m/m

Consenso: 0,0% m/m

Anterior: 0,1% m/m

Comentario: prevemos que las ventas minoristas habrán caído ligeramente en septiembre tras el incremento registrado en los meses precedentes. Aún así, estas cifras revelan que el promedio de las ventas minoristas en el 3T se ha incrementado tímidamente. En general, los datos reales apuntan a que la caída del consumo privado observada en el 2T debería transformarse en cifras positivas en el 3T. En cambio, la confianza de los consumidores sigue cayendo debido al aumento de la inquietud acerca de la crisis europea y a unas perspectivas económicas más sombrías en los próximos trimestres. Estas circunstancias podrían influir negativamente en el consumo de las familias. **Repercusión en los mercados:** una caída pronunciada de las ventas minoristas podría interpretarse como una nueva prueba de que la recuperación está perdiendo impulso.

Alemania: producción industrial (septiembre, 7 de noviembre)

Previsión: -0,5% m/m

Consenso: -0,9% m/m

Anterior: -1,0% m/m

Comentario: se prevé que la producción industrial habrá vuelto a caer en septiembre después de haber caído considerablemente en agosto. No obstante, estas caídas no contrarrestarían el fuerte repunte registrado en julio. A pesar de que estas cifras indican que es probable que el PIB haya repuntado en 3T11 tras mantenerse prácticamente estancado en el 2T. En cambio, los datos preliminares del 3T junto con la caída de los pedidos extranjeros dibujan un panorama menos optimista para el trimestre. **Repercusión en los mercados:** unas cifras decepcionantes en la producción industrial incrementarían los temores del mercado acerca de la sostenibilidad de la recuperación en el último trimestre del año.

EE.UU.: inventarios mayoristas (septiembre, 9 de noviembre)

Previsión: 0,5%

Consenso: 0,6%

Anterior: 0,4%

Comentario: los inventarios históricamente altos han sido una preocupación en las empresas, pero por fin parecen estar desacelerándose. Los datos de los últimos meses indican que los mayoristas comienzan a reducir sus antiguos inventarios mientras que la demanda de los consumidores experimenta un repunte. Sin embargo, las encuestas de la Reserva Federal regional indican que los inventarios son relativamente fuertes en el mes y que los bienes duraderos son más fuertes que los no duraderos. Aunque no es probable un descenso de los niveles de oferta, no esperamos una desaceleración en la acumulación de inventarios. **Repercusión en los mercados:** los informes sobre los inventarios mayoristas tienden a influir poco en el mercado. Sin embargo, una vuelta a la tasa de crecimiento de agosto podría conllevar desaceleraciones continuas de la actividad económica.

EE.UU.: balanza comercial internacional (septiembre, 10 de noviembre)

Previsión: -45.000 mll de \$

Consenso: -46.000 mll de \$

Anterior: -45.600 mll de \$

Comentario: se prevén caídas en las exportaciones de bienes y servicios debido a la desaceleración de la demanda provocada por Europa, pero los niveles se han mantenido fuertes en comparación con las tendencias históricas. Las importaciones comienzan su tendencia a la baja en términos interanuales. Las empresas siguen pesimistas acerca de las perspectivas económicas y es probable que se frenen a la hora de importar bienes de consumo y bienes de capital. Por tanto, la desaceleración de las exportaciones y de las importaciones no debería implicar cambios significativos en el déficit comercial. **Repercusión en los mercados:** este informe puede tener repercusiones importantes en las revisiones para el crecimiento del PIB del 3T11.

Home



Destacados



Mercados



Datos de Mercados



China: inflación IPC (octubre, 9 de noviembre)

Previsión: 5,4% a/a

Consenso: 5,5% a/a

Anterior: 6,1% a/a

Comentario: hasta ahora, la elevada inflación ha supuesto un límite para una posible flexibilización de la política monetaria. El índice general de precios comenzó a caer desde que llegara a su peak del 6,5% en julio, pero sigue siendo alarmantemente alto, pues se mantiene por encima del 6%. Esperamos una caída importante de la inflación interanual en octubre debido al descenso de los precios de los alimentos y a los efectos base. **Repercusión en los mercados:** un resultado por encima de lo previsto tendría efectos negativos en la confianza al reducir las probabilidades que se perciben de una flexibilización de la política monetaria para apoyar el crecimiento si es necesario en un contexto de debilitamiento de las perspectivas mundiales.

Datos de Mercado

			Cierre	Cambio semanal	Cambio mensual	Cambio anual
Tipo de interés (cambio en pbs)	EE.UU.	3-meses Libor	0,44	1	5	15
		Tipo 2 años	0,22	-7	-3	-14
		Tipo 10 años	2,03	-29	14	-50
	EMU	3-meses Euribor	1,49	-10	-7	44
		Tipo 2 años	0,39	-21	-10	-52
		Tipo 10 años	1,81	-37	-3	-61
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,373	-3,0	3,2	-2,4
		Libra-Euro	0,86	-2,2	-0,5	-1,0
		Franco Suizo-Euro	1,22	0,0	-0,7	-9,5
	América	Argentina (peso-dólar)	4,25	0,4	1,1	7,6
		Brasil (real-dólar)	1,76	4,1	-4,2	4,7
		Colombia (peso-dólar)	1917	2,9	-2,8	5,3
		Chile (peso-dólar)	495	0,9	-6,8	3,7
		México (peso-dólar)	13,52	3,2	-1,1	10,8
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,71	0,2	-2,1	-3,0
	Asia	Japón (Yen-dólar)	78,19	3,2	1,7	-3,9
		Corea (KRW-dólar)	1112,35	0,8	-6,3	0,5
		Australia (AUD-dólar)	1,033	-3,6	7,5	1,7
MMPP (Var %)		Brent de petróleo (\$/b)	110,9	0,9	7,9	25,8
		Oro (\$/onza)	1753,3	0,5	6,8	25,8
		Metales	536,1	-0,7	0,2	-4,0
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	8584	-6,9	1,3	-17,7
		EuroStoxx 50	2300	-6,6	5,5	-20,0
		EE.UU. (S&P 500)	1241	-3,4	8,5	1,2
	América	Argentina (Merval)	2760	-8,5	19,5	-17,7
		Brasil (Bovespa)	58006	-2,5	13,7	-20,1
		Colombia (IGBC)	13125	-3,0	3,4	-19,4
		Chile (IGPA)	20416	-1,4	13,3	-11,2
		México (CPI)	36552	-0,4	10,8	0,6
		Perú (General Lima)	19531	-2,6	11,3	-4,3
	Asia	Venezuela (IBC)	108204	1,8	8,5	60,0
		Nikkei225	8801	-2,8	5,0	-8,6
		HSI	19843	-0,9	22,1	-20,2
Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	168	18	-30	71
		Itraxx Xover	689	70	-154	259
		CDS Alemania	87	11	-21	51
	Riesgo Soberano	CDS Portugal	1005	37	-135	561
		CDS España	371	57	-5	123
		CDS EE.UU.	47	9	-4	---
		CDS Emergentes	275	13	-88	85
		CDS Argentina	866	21	-279	266
		CDS Brasil	140	6	-57	47
		CDS Colombia	139	3	-61	44
		CDS Chile	110	7	-46	44
		CDS México	141	11	-56	42
		CDS Perú	144	8	-57	41

Fuente: Bloomberg y Datastream

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 / Gobierno Corporativo".

BBVA 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.