

Madrid, 21 de junio de 2010

El ciclo europeo sigue siendo el eslabón más débil...

Análisis Económico

Escenarios Financieros

Daniel Navia

daniel.navia@grupobbva.com
+34 91 537 83 51

Marcos Dal Bianco

marcosjose.dal@grupobbva.com
+34 91 538 63 49

María Martínez Álvarez

maria.martinez.alvarez@grupobbva.com
+34 91 537 66 83

Ignacio González-Panizo

ignacio.gonzalez-panizo@grupobbva.com
+34 91 538 63 50

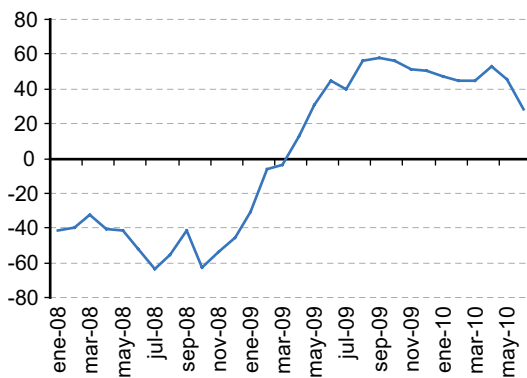
Europa se percibe cada vez más como la única de las principales regiones en la que los riesgos financieros y la evolución macroeconómica podrían ensombrecer la perspectiva mundial. A pesar de unos datos macro relativamente buenos, la evolución financiera ya está ejerciendo su influencia en la confianza, como se observó en el ZEW de Alemania. Los planes fiscales también influyen, de modo que los riesgos a corto plazo son claramente a la baja. Los datos preliminares del PMI de junio de la zona euro y los datos de confianza de empresas y consumidores en Alemania, Francia e Italia marcarán el camino esta semana.

... mientras continúa la fortaleza de las economías emergentes y EE.UU.

En cambio, el flujo de datos económicos de las economías emergentes y hasta cierto punto el de EE.UU. siguen apoyando el ciclo mundial y los mercados financieros, aunque los riesgos también son a la baja. En Asia, los últimos indicadores económicos contribuyeron a aliviar la inquietud del mercado de una desaceleración abrupta, en particular las fuertes exportaciones, la producción industrial y el crecimiento del PIB. En América Latina, la actividad también está tomando impulso, llevando a algunos bancos centrales, como el de Brasil y Chile, a acelerar su ciclo de ajuste. En EE.UU., la producción industrial y la manufacturera siguen guiando la recuperación, mientras que el mercado de trabajo continúa débil, como se refleja en las demandas de desempleo semanales que se mantienen altas. Por ello, no es probable que se modifique la política monetaria de EE.UU. en la reunión del FOMC de la próxima semana.

Gráfico 1

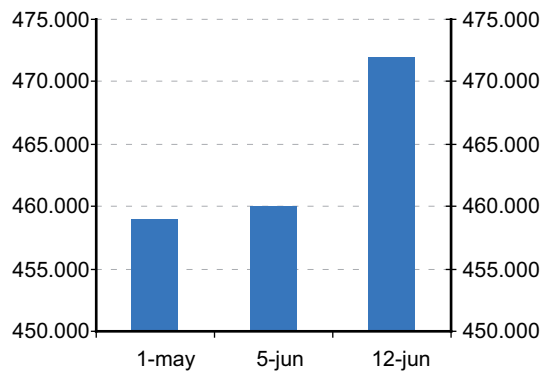
Alemania: Indicador de sentimiento económico ZEW (saldo neto)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

USA: Peticiones iniciales desempleo (fin de semana)



Fuente: BBVA Research

Mercados



Destacados



Calendario



Datos de los mercados



Destacados

Europa: los planes fiscales en el punto de mira

Siguen llegando noticias sobre la política fiscal de Europa. Los anuncios recientes ponen de manifiesto la falta de detalles específicos y de medidas creíbles en algunos casos, mientras que en otros ni siquiera se incluyen ajustes más duros de los que ya estaban descritos en los programas de estabilidad aprobados a principios de 2010.

EE.UU.: la Reserva Federal realizó su primera subasta de depósitos a plazo

La Fed llevó a cabo su primera subasta de depósitos a plazo a través de la nueva facilidad para ese fin. La primera venta por concurso fue una prueba satisfactoria para entender si el sistema podría funcionar correctamente en el futuro, especialmente si suponemos que el pasivo del balance de la Fed (frente a la alternativa de las ventas de activos, que difícilmente se produzcan en 2010) soportará inicialmente la carga de su estrategia de salida.

Análisis de Mercados Mercados

Nicolás Trillo
nicolas.trillo@grupobbva.com
+34 91 537 84 95

Divisas Europa
Estratega Jefe
Pablo Zaragoza
pzaragoza@grupobbva.com
+34 91 374 38 64

Estrategia
Estratega Jefe
Joaquín Gargía Huerga, CFA
jghuerga@grupobbva.com
+34 91 374 68 30

Crédito Europa
Analista Jefe
Javier Serna
javier.serna@grupobbva.com
+34 91 537 61 08

Tipos de Interés Global
Aurora Galán
aurora.galan@grupobbva.com
+34 91 537 78 41

La prima de riesgo global se modera

La relajación de la prima de riesgo global que hemos visto en el continuo descenso de la volatilidad bursátil desde sus máximos de mediados de mayo y la subida bursátil desde el inicio de semana, no ha tenido sin embargo reflejo en la prima de riesgo soberano Euro, que sigue muy vigente. Así, los spreads centro-periferia continúan ampliándose fundamentalmente en España, pero también en otros periféricos como Grecia y Portugal: el spread entre el Bund y el 10A español ha llegado a alcanzar los 221p.b. desde los 189 en que se encontraba a finales de la semana pasada, aunque tras las subastas en España ha retrocedido hasta la zona de 212 p.b. El resultado de las mismas ha sido positivo, reflejado sobre todo en la adjudicación del importe máximo previsto (3,500 millones euros).

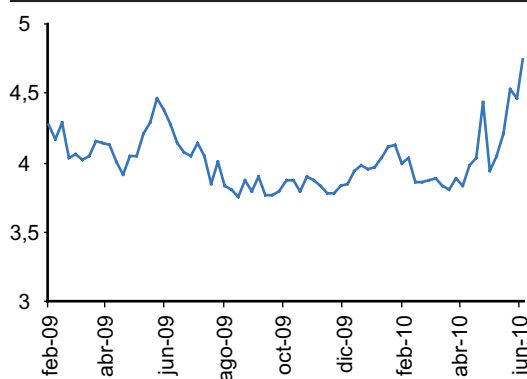
A la espera de las próximas subastas de bonos pensamos que el bono a 10 años español podría tener escaso recorrido al alza en rentabilidad

En nuestra opinión, los niveles alcanzados esta semana por el bono a 10A español (que ha llegado a tocar el 4.99%) se han visto acentuados por la preparación del mercado de cara a esta subasta. Pensamos que referencias por encima del nivel clave de 4.80% (máximos de 2007) y en una segunda etapa por encima del 5% (máximo de 08) suponen rupturas de niveles muy relevantes desde el punto de vista técnico, por lo que al 10A español podría quedarle poco recorrido al alza. Esta mejora, aunque limitada, podría frenar los repuntes tanto en nivel absoluto como en spreads. Las subastas seguirán centrando la atención y en ese sentido las más relevantes serán la de letras a 3 y 6 meses españolas previstas para el día 22 y la del bono a 5 años portugués del día 23. El importe máximo será de 800 millones y la colocación será especialmente seguida después de que Portugal haya decidido posponer la emisión de un bono sindicado por importe de 3.000 millones de euros ante las condiciones de mercado y decantarse por incrementar las emisiones de bonos ya existentes.

Los movimientos al alza del euro los vemos limitados

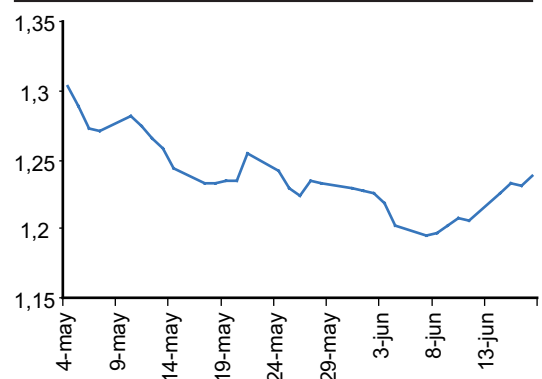
La mejora de la prima de riesgo global tiene su reflejo también en el avance de las divisas ligadas a materias primas y emergentes. El recorrido del euro al alza lo vemos limitado a la zona 1.24-1.25 por los elementos de riesgo en la zona y por los movimientos de flujos. En este sentido, las entradas en cartera en activos de largo plazo registradas por la economía estadounidense durante abril son una clara muestra de la recuperación de la confianza de los inversores internacionales en el dólar.

Gráfico 3
Bono 10A España



Fuente: Bloomberg

Gráfico 4
EURUSD



Fuente: BBVA Research

Análisis Económico

Destacados

Europa

Miguel Jiménez
mjimenez@grupobbva.com
(+34) 91 537 37 76

Agustín García Serrador
agustin.garcia@grupobbva.com
(+34) 91 374 79 38

Elvira Prades
elvira.prades@grupobbva.com
(+34) 91 537 79 36

Escenarios Financieros
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com
(+34) 91 538 63 51

Ignacio González-Panizo
ignacio.gonzalez-panizo@grupobbva.com
(+34) 91 538 63 50

EE.UU.
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com
(+1) 713 881 0663

Hakan Danis
hakan.danis@bbvacompass.com
+1 713 843 5382

Europa: los planes fiscales en el punto de mira

Siguen llegando noticias sobre la política fiscal de Europa. El anuncio reciente del gobierno alemán de un paquete de €80 mM se ha vendido como un ejemplo de rectitud fiscal, pero es mucho menor en la práctica, ya que se incurre en doble contabilidad al añadir todo el ahorro acumulado hasta 2014. No hay ajuste en 2010 (de hecho, todavía hay un estímulo positivo), mientras que los recortes crecerán progresivamente desde un ajuste relativamente modesto de €11 mM en 2011 hasta otro mayor de €34 mM en 2014. Se han definido medidas para 2011 (recortes en el gasto de asistencia social y en la masa salarial pública) pero están menos definidas para los años posteriores. El plan fiscal no implica un ajuste más duro que el ya descrito en el programa de estabilidad aprobado a principios de 2010, sólo se dota a este programa de medidas concretas. Lo mismo se puede decir sobre Italia, ya que su paquete de €24 mM ofrece detalles sobre el relativamente pequeño ajuste que se necesita, y los detalles no suenan bien, pues se supone que alrededor de un tercio vendrá de lucha contra la evasión fiscal y gran parte del resto de la limitación del gasto por parte de los gobiernos locales.

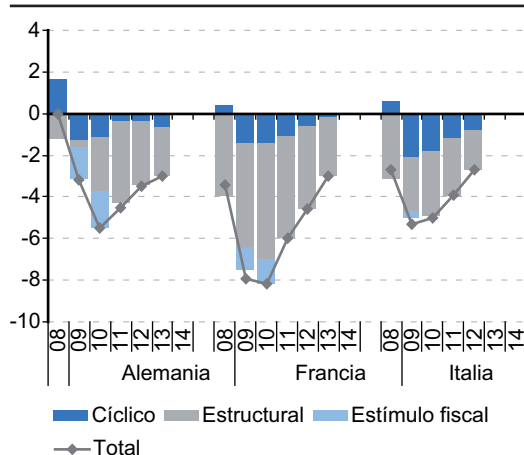
El gobierno francés, en tanto, esbozó su propuesta de reforma de las pensiones y el día después fue criticado por la Comisión Europea por ser demasiado optimista en las proyecciones de crecimiento incorporadas en sus planes fiscales y por no haber aprobado aún medidas de contención fiscal. La reforma de las pensiones tendrá un impacto pequeño en el presupuesto a corto plazo (0,5% del PIB en 2013), pero el impacto será mayor a largo plazo (1,9% en 2020) y es importante porque muestra la predisposición a abordar problemas estructurales profundos. El plan aumenta la edad de jubilación oficial de 60 a 62 años, pero elimina también las exenciones a las deducciones salariales, introduce una nueva tasa máxima de impuestos sobre la renta del 41% y aumenta las contribuciones de los trabajadores del sector público (para igualarlas a las del sector privado).

EE.UU.: la Reserva Federal realizó su primera subasta de depósitos a plazo

La Reserva Federal llevó a cabo su primera subasta de depósitos a plazo a 14 días por valor de \$1 mM a través de la nueva facilidad para depósitos a plazo (TDF) el 14 de junio. Aunque la subasta fue relativamente pequeña, supone un avance importante en su actual estrategia de salida. Los depósitos a plazo se utilizarán como certificados de depósitos para absorber los excedentes de reservas, ya que los fondos para pagarlos se eliminarán de las cuentas de las instituciones participantes durante la vida del depósito a plazo. No obstante, no se prevé que la Fed absorba el exceso de reservas en grandes cantidades en las próximas subastas. En última instancia, la primera venta por concurso fue una prueba satisfactoria para entender si el sistema podría funcionar correctamente en el futuro, especialmente si suponemos que el pasivo del balance de la Fed (frente a la alternativa de las ventas de activos, que difícilmente se produzcan en 2010) soportará inicialmente la carga de su estrategia de salida. Las reservas en exceso de los bancos son ahora más de \$1 mM y representan el 52% de su base monetaria.

Gráfico 5

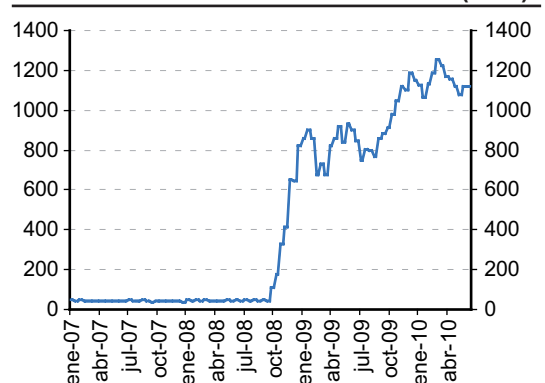
UEM: Senda de déficit estimada



Fuente: Fuentes nacionales, Comisión Europea y BBVA Research

Gráfico 6

Reserva Federal exceso de reservas (\$ bn)



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Europa
Agustín García Serrador
agustin.garcia@grupobbva.com
+34 91 374 7938

EE.UU.
Kristin Lomicka
kristin.lomicka@bbvacompass.com
+1 713 881 0655

América Latina
Myriam Montañez
miriam.montanez@grupobbva.com
(+34) 91 374 5536

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk
+852 2582 3218

Ricard Torne
ricard.torne@bbva.com.hk
+852 2582 3198

Calendario: Indicadores

EE.UU.: pedidos de bienes duraderos, excl. transporte (mayo, 24 de junio)

Previsión: -1,0%, 0,6% Consenso: -1,5% Anterior: 2,8%, -1,1%

Comentario: se prevé que el componente del transporte hará descender la cifra total por un ajuste a la baja tras el gran pedido de aviones y piezas no militares de abril. Aparte de eso, se prevé que los pedidos registrarán un incremento generalizado, lo que apuntaría a un fortalecimiento de la demanda privada.

Repercusión en los mercados: una sorpresa negativa en este componente suscitara inquietudes acerca de la sostenibilidad del crecimiento de la demanda privada.

EE.UU.: declaración del FOMC (23 de junio)

Previsión: 0% al 0,25% Consenso: 0% al 0,25% Anterior: 0% al 0,25%

Comentario: se prevé que el FOMC mantendrá los tipos de interés entre el 0% y el 0,25% y seguirá con la coetilla "por un largo periodo de tiempo". Los recientes discursos de la Fed han señalado que las condiciones económicas están mejorando, en línea con sus propias expectativas, pero el crecimiento será moderado y las presiones inflacionistas se mantendrán a raya.

Repercusión en los mercados: una sorpresa sería la eliminación de la coetilla "por un largo periodo de tiempo", que indicaría que los tipos subirán antes de lo previsto.

Zona euro: PMI compuesto (junio, 23 de junio)

Previsión: 55,8 Consenso: 55,6 Anterior: 56,4

Comentario: es probable que la confianza de los agentes económicos de la zona euro continúe disminuyendo en junio, afectada por la crisis soberana. Así, se prevé que el PMI compuesto caerá ligeramente hasta 55,8 puntos como resultado de la menor confianza en el sector manufacturero, mientras que la confianza del sector servicios debería seguir estable.

Repercusión en los mercados: una sorpresa negativa tendría una repercusión relevante en los mercados ya que los riesgos financieros siguen siendo formidables.

México: IPC (junio, 1S, 24 de junio)

Previsión: 0,3% Consenso: -0,2% Anterior: -0,6%

Comentario: prevemos que se producirá la primera subida de precios al consumo desde abril, debido principalmente a presiones estacionales alcistas en los precios de los productos agrícolas y en el sector servicios. **Repercusión en los mercados:** una sorpresa negativa apoyará con fuerza nuestra opinión de que Banxico retrasará su primer movimiento alcista de los tipos.

Colombia: PIB (1T10, 24 de junio)

Previsión: 2,5% Consenso: 3,9% Anterior: 2,5%

Comentario: prevemos que el crecimiento interanual del PIB del 1T permanecerá estable y por debajo del consenso del mercado, aunque los últimos datos macroeconómicos publicados sugieren un sesgo al alza a nuestra perspectiva. **Repercusión en los mercados:** no debemos descartar una sorpresa negativa, ya que el consenso sigue muy por encima de nuestra previsión.

Japón: índice de precios al consumo (mayo, 25 de junio)

Previsión: -0,9% Consenso: -1,1% Anterior: -1,2%

Comentario: prevemos que el ritmo de deflación se moderará ligeramente en mayo. Los indicadores recientes apuntan en esa dirección. Las exportaciones son sólidas (especialmente al resto de Asia) y el gasto de las empresas está repuntando. No obstante, la incertidumbre sobre la perspectiva mundial y la carga de la alta deuda pública de Japón presentan vientos en contra, por lo que es probable que la deflación continúe en el próximo año. **Repercusión en los mercados:** una deflación por debajo de lo previsto mejoraría la confianza y apoyaría la recuperación al fomentar el consumo y la inversión de las empresas.

Tabla 1

Datos de los mercados

		Cierre	Cambio semanal	Cambio mensual	Cambio anual	
Tipo de interés (cambio en pbs)	EE.UU.	3-meses Libor	0,54	0	5	-7
		Tipo 2 años	0,71	-2	0	-49
		Tipo 10 años	3,20	-3	-1	-58
	EMU	3-meses Euribor	0,73	1	4	-49
		Tipo 2 años	0,57	11	9	-88
		Tipo 10 años	2,72	16	4	-78
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,236	2,5	0,1	-11,5
		Libra-Euro	0,83	0,5	-3,1	-1,5
		Franco Suizo-Euro	1,37	-1,2	-3,5	-8,9
	América	Argentina (peso-dólar)	3,93	0,1	0,5	4,0
		Brasil (real-dólar)	1,78	-1,5	-6,0	-9,3
		Colombia (peso-dólar)	1901	-1,2	-5,6	-10,1
		Chile (peso-dólar)	533	-0,9	-2,4	-0,4
		México (peso-dólar)	12,56	-1,1	-4,7	-6,1
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,83	-0,4	-0,6	-5,0
	Asia	Japón (Yen-dólar)	90,71	-1,0	1,5	-5,7
		Corea (KRW-dólar)	1195,50	-4,2	-2,7	-5,9
		Australia (AUD-dólar)	0,868	2,4	6,4	7,7
MMPP (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)	77,7	4,5	8,1	12,3	
	Oro (\$/onza)	1255,9	2,4	6,2	34,5	
	Metales	478,1	0,5	-0,7	19,9	
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	9875	3,3	6,5	3,1
		EuroStoxx 50	2729	3,4	6,2	12,1
		EE.UU. (S&P 500)	1115	2,1	4,0	21,0
	América	Argentina (Merval)	2315	1,5	10,8	48,4
		Brasil (Bovespa)	64513	1,4	10,9	25,6
		Colombia (IGBC)	12407	0,8	4,7	27,3
		Chile (IGPA)	18931	2,6	6,9	26,3
		México (CPI)	32694	1,8	7,7	34,7
		Perú (General Lima)	14367	1,0	1,1	9,4
		Venezuela (IBC)	64715	1,6	4,0	49,6
	Asia	Nikkei225	9995	3,0	-0,4	2,1
		HSI	20287	2,1	3,8	13,2
	Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	121	-9	-5
Itraxx Xover			541	-55	-63	-199
Riesgo Soberano		CDS Alemania	40	1	-3	2
		CDS Portugal	301	12	-28	220
		CDS España	243	37	36	145
		CDS EE.UU.	36	-1	-2	---
		CDS Emergentes	261	-25	-53	-150
		CDS Argentina	1041	-69	-221	-1171
		CDS Brasil	131	-10	-22	-62
		CDS Colombia	152	-11	-33	-73
		CDS Chile	92	-13	-18	-38
		CDS México	128	-13	-25	-106
		CDS Perú	129	-12	-25	-68

Fuente: Bloomberg, Datastream y JP Morgan

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 se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

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 y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos 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".