

Global

Observatorio Semanal

Madrid, 5 de julio de 2010

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

Nuevas dudas sobre la solidez de la recuperación

La publicación de nuevos datos macro en EE.UU., especialmente los del mercado de trabajo y la confianza del consumidor, así como el PMI chino de junio, contribuyeron a incrementar la inquietud de los mercados ante la posibilidad de un escenario de crecimiento más débil e incluso de una nueva recaída. El flujo de datos sigue siendo coherente con nuestras previsiones, aunque dado que éstas están por debajo del consenso en las principales economías es probable que las sorpresas negativas continúen hacia delante.

Todas las miradas puestas en Europa...

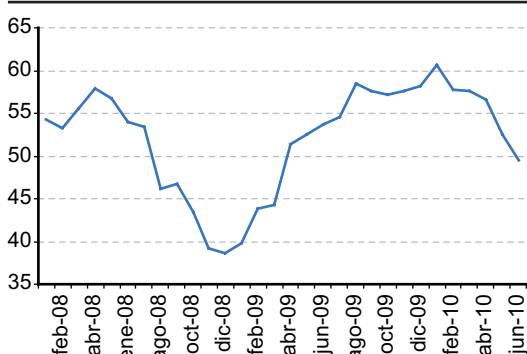
En Europa, la producción industrial y las exportaciones alemanas de mayo, así como las ventas minoristas de la zona euro podrían confirmar esta semana si esta tendencia se está trasladando también al viejo continente. La reunión del BCE será también foco de atención.

...aunque las exportaciones chinas podrían generar más incertidumbre

Tras la sorpresa negativa del PMI de junio, un dato de exportaciones inferiores a lo previsto podrían intensificar las preocupaciones de los mercados ante la posibilidad de que se produzca un aterrizaje brusco en China. No obstante, en nuestra opinión, los riesgos a la baja son más limitados de lo que los mercados están poniendo en precio actualmente.

Gráfico 1

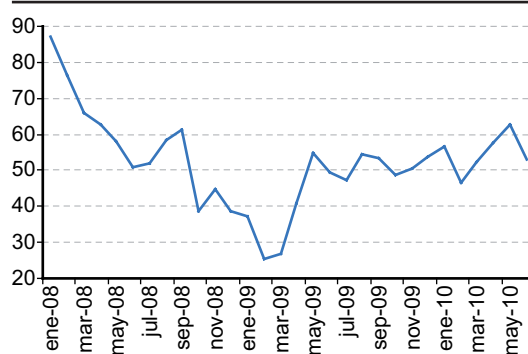
China: PMI manufacturero (índice)



Fuente: Datastream y BBVA Research

Gráfico 2

USA: Confianza del consumidor (índice)



Fuente: Datastream y BBVA Research

Destacados

Mercados



Destacados



Calendario



Datos de los mercados



La política de liquidez del BCE y la implicación para el Eonia

Tras la subasta a tres meses de junio con full allotment, se prevé que la liquidez en la zona euro sea más baja. Esto podría empujar al Eonia de forma relativamente rápida hacia el 1%.

El desacoplamiento en M&A da apoyo a las monedas emergentes

En los dos últimos meses, los flujos anuales de M&A en los países emergentes han alcanzado prácticamente los niveles anteriores a la crisis, lo que supone otro elemento más de apoyo a la apreciación de sus monedas.

El fuerte crecimiento del crédito en LatAm apunta a otro ajuste monetario

Los últimos datos muestran que el crédito bancario crece con fuerza en la región. El ajuste del coeficiente de reservas obligatorias en Brasil estaba previsto, aunque los riesgos apuntarían hacia un ajuste más rápido.

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

Estrategia
Critina Varela
cvarela@grupobbva.com
+34 91 537 78 25

Las subastas de liquidez permiten la estabilización del riesgo financiero en Europa

Las subastas de liquidez del BCE y la debilidad de los indicadores de ciclo han sido los dos factores que han marcado la tendencia de los mercados financieros esta semana. Los resultados de las subastas de liquidez con una demanda no masiva aunque conlleva un repunte de los tipos EONIA en línea con lo previsto, son importantes porque han favorecido una estabilización, o ligera relajación, del riesgo financiero en Europa. Esto ha permitido que la desaceleración en los datos de actividad en Estados Unidos no cotice de manera generalizada en todos los activos, sino con mayor intensidad en los ligados a dólar.

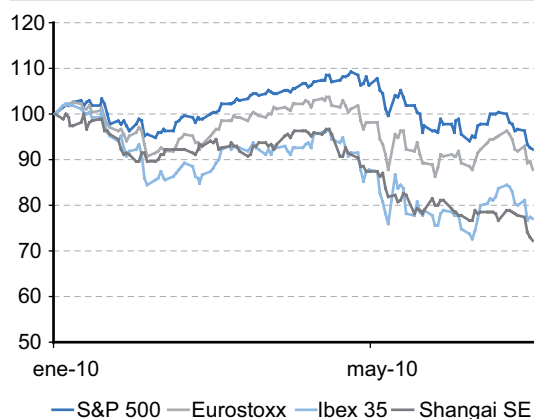
Unos fundamentos menos soportados para USD y algo mejores en el EUR

En las últimas jornadas se ha producido un cierto cambio en la lectura de los riesgos tanto globales como regionales. Por un lado se sigue confirmando una pérdida de impulso en los datos macro de EE.UU. y China). Por otro la percepción de riesgo en la Zona Euro se ha visto reducida: la demanda no agresiva en la subasta a 3M del BCE se ha interpretado muy positivamente por cuanto reduce la sensación de precariedad de su sistema financiero. Esto está teniendo un impacto directo sobre los cruces cambiarios: i) se da pie a un cierto cambio en el posicionamiento del mercado (no tan agresivamente corto de euros y largo de dólares). Podemos asistir a una mayor exposición del dólar a sus propios datos (sobre todo en los cruces con las divisas OCDE). ii) JPY y CHF siguen erigiéndose como las divisas fuertes (aunque con crecientes síntomas de estar cerca del final del movimiento a corto plazo). En el EURUSD esta situación ha permitido la vuelta a la parte de arriba del rango (1.25 EURUSD), niveles que por ahora no dan pie a movimientos adicionales iii) este factor está pesando sobre las divisas Latam más vinculadas con USD: el MXN es el que más sufre y ya supera la zona de 13 vs USD mientras que el BRL se beneficia de factores de soporte de carácter local (nuevo tensionamiento monetario) y mantiene un perfil más sostenido en torno a 1.80)

El riesgo cíclico no afectará a todos índices bursátiles por igual

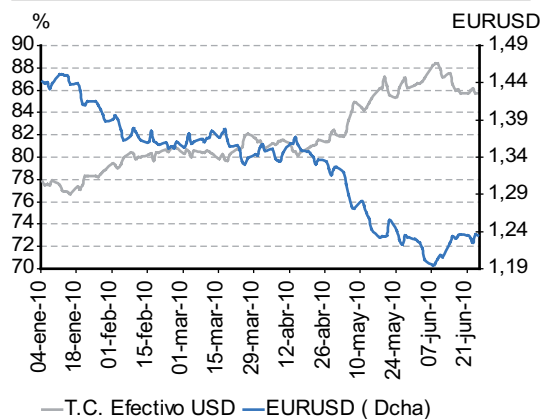
Las bolsas han comenzado a poner en precio un escenario de riesgo cíclico. La debilidad mostrada por alguno de los indicadores económicos introduce incertidumbre sobre las estimaciones de crecimiento de los beneficios empresariales. En nuestra opinión, el riesgo cíclico será un factor que afecte con más intensidad a los mercados cuya evolución bursátil reciente esté relacionada con el entorno de recuperación global. En este sentido, las caídas registradas en el año por la bolsa china, -28%, o el IBEX35, -23%, ya recoge un escenario de desaceleración cíclica, y por lo tanto estos índices deberían verse menos penalizados que el resto de los mercados emergentes o la bolsa europea. Pero, la evolución del mercado español seguirá condicionada por el flujo de noticias relativo al sector financiero y al riesgo soberano, por lo que a medio plazo su comportamiento relativo se mantendrá negativo.

Gráfico 3
Evolución principales índices bursátiles



Fuente: Datastream

Gráfico 4
EURUSD vs Tipo de Cambio Efectivo del USD



Fuente: Bloomberg

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

Ignacio González-Panizo

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

Destacados

La política de liquidez del BCE y la implicación para el Eonia

El BCE anunció la pasada semana los resultados de subasta a tres meses de junio con *full allotment*. Los fondos asignados fueron €132 mM, con un total de 171 instituciones participantes. La cifra es superior a la que se había ofrecido en subastas recientes, pero sigue siendo menos de 1/3 de los € 442 mM que vencieron también la misma semana. La implicación para el Eonia y la liquidez a corto plazo de la zona euro dependerán fundamentalmente de cuánta liquidez permanezca en el sistema tras dicho vencimiento. En nuestra opinión, el vencimiento a 12M podría presionar el tipo Eonia al alza rápidamente, hasta el 1%. No obstante, dado que la inquietud por el problema soberano mantiene un sesgo precautorio en las políticas de liquidez de los bancos, no esperamos que el efecto sea inmediato.

El desacoplamiento en M&A da apoyo a las monedas emergentes

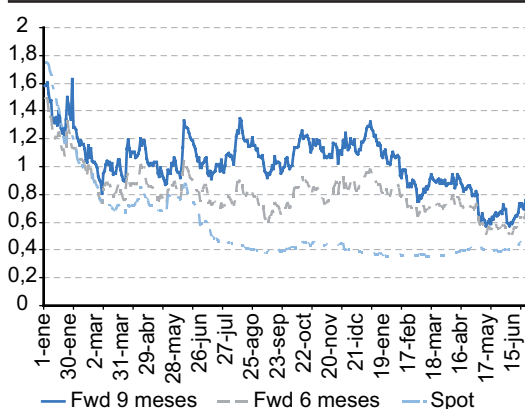
Desde la segunda mitad de 2009, las actividades de M&A en todo el mundo muestra el mismo desacoplamiento entre países desarrollados y emergentes evidenciado en otros mercados. De hecho, las entradas de M&A anuales acumuladas en los países emergentes, fundamentalmente en Asia y América Latina, han alcanzado prácticamente los niveles previos a la crisis, mientras que en los países desarrollados siguen en los niveles más bajos de los últimos 10 años. Las regularidades empíricas apuntan a que los flujos de M&A tendrán un impacto en las divisas a medio plazo, lo que respalda nuestra visión sobre presiones apreciadoras en las monedas emergentes hacia delante.

El fuerte crecimiento del crédito en LatAm apunta a otro ajuste monetario

Los datos recientes de Brasil y Perú muestran que el crédito bancario crece a un ritmo elevado, favoreciendo además un fuerte crecimiento en toda la región. Este flujo de fondos aumenta la presión sobre los bancos centrales locales para acelerar su ajuste monetario. En este sentido, el Banco Central de Brasil anunció recientemente que elevará gradualmente el coeficiente de reservas obligatorias del 42% al 45% en un intento de frenar el crecimiento económico y controlar la inflación. El ajuste brasileño está en línea con nuestra visión de que los responsables de política monetaria tratarán de utilizar herramientas distintas a los tipos de interés, aunque los riesgos se inclinarán hacia subidas más tempranas si continúan las sorpresas en la actividad y el crédito.

Gráfico 5

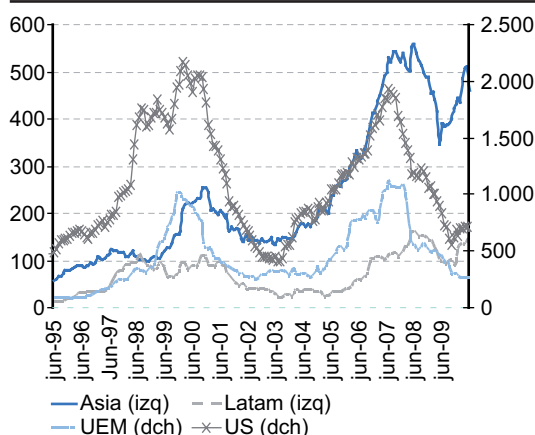
Tipos OIS 3M implícitos en OIS swaps



Fuente: Datastream y BBVA Research

Gráfico 6

Flujos por M&A destinados a áreas seleccionadas (acumulado anual, miles MII. US\$)



Fuente: Thomson Financial 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

Brasil
Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@grupobbva.com
+34 91 537 6887

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

México
Julian Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com
+52 5556214143

Calendario: Indicadores

EE.UU.: Crédito al consumo (abril, 8 de julio)

Previsión: \$ -1,9 mM Consenso: \$ -2.0 mM Anterior: : \$ 1.0 mM

Comentario: Se prevé que el crédito al consumo haya seguido desacelerándose en abril. **Impacto en mercados:** Aunque se trata de un indicador retrasado, una sorpresa negativa indicaría que el ritmo de recuperación del consumo estará limitado por la falta de demanda de crédito.

EE.UU.: Índice ISM no manufacturero (junio, 6 de julio)

Previsión: 55,4 Consenso: 55,4 Anterior: 55,4

Comentario: La actividad no manufacturera crecerá por quinto mes consecutivo en junio, pero al mismo ritmo que en los tres meses anteriores. Este último hecho apoya nuestra visión de una lenta recuperación del mercado laboral. **Impacto en mercados:** Una sorpresa negativa indicaría que la economía está perdiendo fuelle, lo que limitaría aún más la recuperación del empleo.

Alemania: Exportaciones (mayo, 8 de julio)

Previsión: 3,1% m/m Consenso: 4,0% m/m Anterior: -6,3% m/m

Comentario: Tras la fuerte caída de abril, se prevé que las exportaciones alemanas vuelvan a subir en mayo. **Impacto en mercados:** Una sorpresa negativa sería muy perjudicial ya que las exportaciones son el principal motor de la recuperación.

Zona euro: Ventas minoristas (mayo, 5 de julio)

Previsión: : 0,7% m/m Consenso: 0,5% m/m Anterior: -1,5% m/m

Comentario: Se prevé que las ventas minoristas aumenten ligeramente en mayo, aunque por debajo de las cifras del 1T, cuando el consumo privado se quedó prácticamente estancado. **Impacto en mercados:** Una sorpresa negativa se interpretaría como un nuevo signo de debilidad y fragilidad que podría ser muy perjudicial para los mercados.

México: IPC (junio, 8 de julio)

Previsión: 0,0% m/m Consenso: 0,1% m/m Anterior: : -0,6%

Comentario: Junio debería registrar el primer mes sin descenso en el IPC tras dos meses de caídas. **Impacto en mercados:** Una sorpresa positiva temprana podría tener un efecto al alza en la curva de tipos, especialmente si los factores globales están segados hacia una mayor aversión al riesgo.

China: Exportaciones (junio, 10 de julio)

Previsión: 31,0% Consenso: 37,0% Anterior: 48,5%

Comentario: Tras el fuerte dato de mayo, prevemos que las exportaciones se ralentizarán en junio, como consecuencia de una menor demanda externa y de la reciente eliminación de la desgravación fiscal a las exportaciones. **Impacto en mercados:** Después de que los valores del PMI se situaran por debajo de lo previsto en junio debido a que el subcomponente de los pedidos de exportación fue más débil, un mal dato de exportaciones podría intensificar la inquietud de una intensa desaceleración en China, lo cual reduciría aún más las expectativas acerca de la magnitud de apreciación del yuan.

Tabla 1

Datos de los mercados

			Cierre	Cambio semanal	Cambio mensual	Cambio anual
Tipo de interés (cambio en pbs)	EE.UU.	3-meses Libor	0,53	0	0	-3
		Tipo 2 años	0,63	-2	-18	-35
		Tipo 10 años	2,96	-15	-41	-54
	EMU	3-meses Euribor	0,79	4	8	-27
		Tipo 2 años	0,67	10	17	-57
		Tipo 10 años	2,59	-2	-9	-75
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,259	2,0	3,4	-10,0
		Libra-Euro	0,83	0,7	-0,5	-3,2
		Franco Suizo-Euro	1,34	-0,9	-4,9	-11,8
	América	Argentina (peso-dólar)	3,93	0,1	0,3	3,5
		Brasil (real-dólar)	1,78	0,1	-2,2	-8,8
		Colombia (peso-dólar)	1896	-0,2	-3,4	-9,3
		Chile (peso-dólar)	539	0,3	0,4	-0,1
		México (peso-dólar)	13,07	3,0	2,0	-1,4
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,82	-0,1	-0,8	-6,4
	Asia	Japón (Yen-dólar)	87,70	-1,8	-5,0	-8,6
		Corea (KRW-dólar)	1226,31	1,4	0,9	-3,4
		Australia (AUD-dólar)	0,846	-2,8	0,9	6,2
MMPP (Var %)		Brent de petróleo (\$/b)	72,3	-7,5	-4,2	10,2
		Oro (\$/onza)	1201,8	-4,3	-0,4	28,9
		Metales	473,4	-1,9	0,0	16,4
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	9408	-1,3	1,4	-3,1
		EuroStoxx 50	2551	-3,0	-3,2	7,3
	América	EE.UU. (S&P 500)	1026	-4,7	-6,9	14,5
		Argentina (Merval)	2209	-4,7	-1,3	39,9
		Brasil (Bovespa)	61127	-5,7	-2,9	20,0
		Colombia (IGBC)	12389	-1,1	0,5	24,1
		Chile (IGPA)	18739	-1,7	3,2	26,1
		México (CPI)	31355	-3,8	0,1	30,4
		Perú (General Lima)	13866	-2,3	-1,9	7,5
		Venezuela (IBC)	65176	0,1	3,0	46,0
	Asia	Nikkei225	9204	-5,5	-7,2	-6,2
		HSI	19905	-3,8	0,6	9,3
Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	131	4	11	16
		Itraxx Xover	585	36	26	-153
	Riesgo Soberano	CDS Alemania	44	-1	1	11
		CDS Portugal	306	-18	-25	239
		CDS España	262	12	9	181
		CDS EE.UU.	37	-1	-2	---
		CDS Emergentes	276	20	3	-113
		CDS Argentina	1002	36	-124	-998
		CDS Brasil	142	11	8	-36
		CDS Colombia	152	3	-6	-54
		CDS Chile	105	6	5	-25
		CDS México	139	11	8	-69
		CDS Perú	138	10	5	-44

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".