

# Observatorio Semanal Global

Madrid, 16 de agosto 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

**María Martínez Álvarez**  
 maria.martinez.alvarez@bbva.com  
 +34 91 537 66 83

**Javier Amador**  
 javier.amador@bbva.com  
 +34 91 537 3161

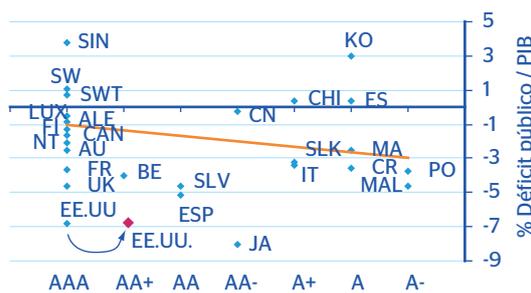
**Felipe Insunza**  
 felipe.insunza@bbva.com  
 +34 91 537 76 80

## Nueva fase en la política monetaria

La aversión al riesgo refleja una crisis de confianza desencadenada por el temor acumulado a una contracción económica mundial unida a las actuales dificultades de la deuda en la zona euro. La falta de confianza está motivada por: a) las dudas con respecto al margen que hay para luchar contra los riesgos bajistas para el crecimiento y evitar otra recesión y b) la desconfianza en la urgencia para detener el contagio en los mercados de deuda de la zona euro. Como los agentes económicos no están convencidos de que los responsables políticos estén tomando las medidas adecuadas para resolver los problemas, la aversión al riesgo se mantendrá a corto plazo. Lo bueno es que el deterioro de las perspectivas no ha pasado inadvertido para los bancos centrales y les está llevando a reevaluar la trayectoria futura de la política monetaria. La mayoría de los bancos centrales de los países desarrollados (hasta ahora EE. UU., Reino Unido, Noruega y Australia) están enviando un mensaje claro: a) los intereses excepcionalmente bajos se mantendrán durante un periodo más largo de lo que se pensaba anteriormente y b) ahora hay una tendencia hacia la flexibilización: podrían implementarse nuevos estímulos si aumentan los riesgos de recesión. La Fed ha sido la más explícita: la declaración del FOMC incluía un compromiso condicional de mantener los tipos "al menos hasta mediados de 2013" y ha mostrado una postura flexible más explícita de lo que se esperaba. ¿Será el BCE el próximo? Creemos que con el empeoramiento de las perspectivas, el BCE debería detener los movimientos alcistas de los tipos. Hasta ahora, el BCE ha ampliado la provisión de liquidez (debido a que los diferenciales Eur Libor-OIS muestran indicios de tensión y riesgos de contraparte) y ha reactivado el programa de compra de bonos congelado desde marzo (medida que por el momento ha sido efectiva para contener los diferenciales de Italia y España). Por su parte, los bancos centrales de las economías emergentes están cambiando sus prioridades de la inflación a los riesgos bajistas para el crecimiento; algunos han decidido hacer una pausa en los movimientos alcistas de los tipos (p. ej. el Banco de Corea), otros, como Banxico se muestran más flexibles y podría decirse que el Banco Popular de China ha cambiado su discurso y ha adoptado un tono menos *hawkish* (el 19 de agosto confirmó el objetivo de controlar la inflación, pero eliminó la frase "máxima prioridad").

Gráfico 1

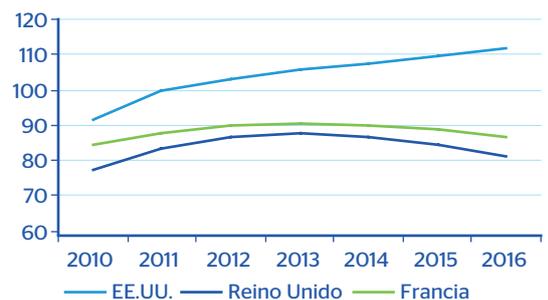
**Ratio de déficit público sobre PIB (prom. 6 años vista)**



Fuente: BBVA Research, Bloomberg y WEO

Gráfico 2

**Dinámica de la deuda: ratio de deuda bruta sobre PIB**



Fuentes: BBVA Research y WEO

## Destacados

### Perderán otros países su categoría AAA a corto plazo? Es poco probable

Desde que S&P rebajó la calificación AAA de EE. UU., los inversores se han centrado en otros países con la misma categoría AAA que podrían perder su calificación máxima. A primera vista, el Reino Unido y Francia también parecen desajustados en comparación con otros países calificados como AAA (véase el Gráfico 1). Según la base de datos de WEO, los ratios fundamentales del Reino Unido y Francia como el déficit público, la balanza por cuenta corriente y la deuda bruta están por encima de la media de los países calificados como AAA, pero en un promedio a seis años vista estas ratios parece que cumplirán sus objetivos de consolidación fiscal. Además, ambos países están en una senda fiscal más sostenible (véase el Gráfico 2) y no muestran indicios de que su sistema político sea disfuncional (como parece ser el caso de EE.UU. a juzgar por los acontecimientos recientes). Entre estos dos países, el riesgo para la calificación de Francia es un poco más alto si en un escenario adverso (todavía improbable) aumentara su contribución (garantía) a la FEEF, lo que posiblemente afectaría a la sostenibilidad de su deuda. En el caso del Reino Unido, el régimen cambiario de libre flotación ayudará a estimular el crecimiento.

Mercados →

Calendario →

Datos de Mercados →

**Análisis Económico**      **Mercados**

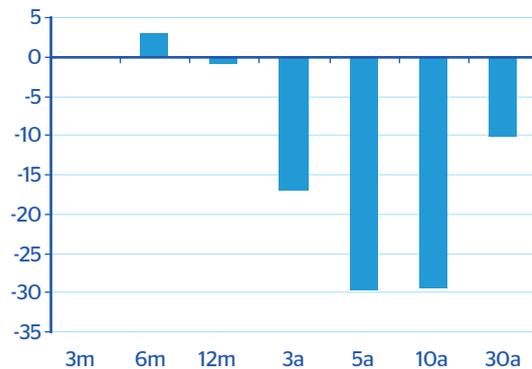
Tipos de Interés Global  
Tipos de Interés Europa y EE.UU.  
**José Miguel Rodríguez Delgado**  
josemiguel.rodriguez@grupobbva.com  
+34 91 374 68 97

**Tres eventos han sido los principales “drivers” de los mercados esta semana**

S&P rebaja la calidad crediticia a largo plazo a la deuda de EE.UU, y mantiene la perspectiva negativa. Aunque es una medida sin precedentes, no ha sorprendido a los mercados por estar ya preanunciado. Esto, junto con las preocupaciones sobre el crecimiento global y la crisis de los periféricos en Europa debería limitar el impacto de la decisión a corto plazo. En cuanto a los flujos hacia treasuries, es importante destacar que la respuesta de la comunidad internacional no ha tardado en producirse, señalando que sigue considerando este activo como un refugio. La Reserva Federal mantendrá los tipos en los niveles actuales hasta mediados de 2013 como respuesta a la fuerte desaceleración del crecimiento. Esta decisión debería anclar los niveles actuales de la curva monetaria tanto en real como en nominal (la curva de futuros sobre fed funds se ha aplanado significativamente con tipos cercanos al 0.10% hasta febrero de 2013). Correcciones en los tramos más largos si que son posibles ya que estos están más condicionados por los datos sobre el crecimiento y el efecto “safe haven” por la crisis de los periféricos. Finalmente, el BCE anunció que realizaría compras en Italia y España. Desde entonces los bonos de estos países a 10A han corregido 100 p.b. en nivel y en spread con Alemania. Lo que sorprende es que parece que esta compresión se debe casi exclusivamente a las compras del BCE y no a las de otros participantes que deshacen sus posiciones. Esto se ve en que el movimiento no está siendo armónico en la curva si no que se está dando solo en los tramos que parece estar comprando el BCE (tramo 5-10 A). En este sentido la pendiente 10/30A, tanto en Italia como en España ha pasado desde el lunes de 20 p.b. hasta 90 p.b., y los break-even de inflación de la curva Italiana a 10A se ha comprimido desde 190 p.b. hasta 120 p.b., un nivel muy diferente al que marcan otras curvas como la francesa o la alemana.

Gráfico 3

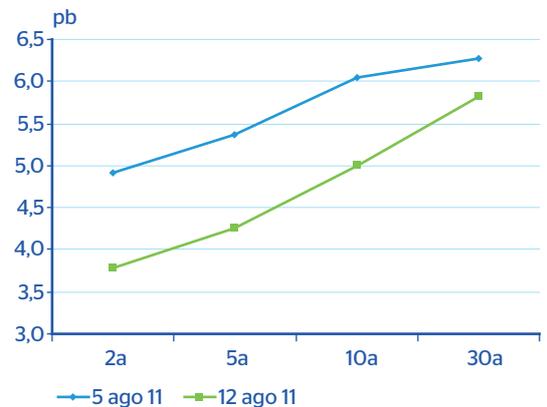
**Rentabilidad de los valores del Tesoro de EE. UU.**  
**(variación desde el día de la rebaja de la calificación)**



Fuente: Bloomberg

Gráfico 4

**Curva de rentabilidad de los bonos del gobierno español**



Fuentes: Bloomberg

- [Inicio](#) →
- [Calendario](#) →
- [Datos de Mercados](#) →

## Análisis Económico

## Europa

Elvira Prades  
elvira.prades@bbva.com  
+34 91 5377936

## EE.UU.

Boyd Nash-Stacey  
Boyd.Stacey@bbva.com  
+1 713 881 0655

## Asia

Chen Fielding  
fielding.chen@bbva.com.hk  
+852 2582 3297

## Calendario: Indicadores

## Zona euro: PIB (2T11, 16 de agosto)

Previsión: 0,4% t/t

Consenso: 0,3% t/t

Anterior: 0,8% t/t

**Comentario:** la actividad económica se desaceleró en el 2T, tal como se esperaba hace tres meses. Tanto los datos sobre la confianza como los indicadores reales del trimestre actual confirman esta desaceleración. Los indicadores reales resultaron más negativos de lo previsto. El índice de gerentes de compras cayó de forma pronunciada en junio y la producción industrial y los pedidos han confirmado el ritmo más lento en el 2T. Contra todas las expectativas, las exportaciones de la zona euro se incrementaron en mayo, pero continúa la tendencia hacia la desaceleración. Las exportaciones netas podrían contribuir de forma marginal al crecimiento del PIB en el 2T. En lo que respecta al gasto de las familias, las ventas minoristas cayeron en mayo, con lo que se contrarresta el avance observado en abril; el consumo privado podría haberse moderado en el 2T. En general, estos indicios fueron generalizados en todos los estados miembros. En conjunto, el modelo a corto plazo para la zona euro apunta a un crecimiento al 0,4% t/t en el 2T (con riesgos bajistas después de los malos datos registrados en Francia con respecto al 2T y los datos de la producción industrial de la zona euro de junio publicados el viernes, peores de lo previsto). La incertidumbre se ha incrementado: la desaceleración de la demanda mundial ha sido más rápida de lo anticipado la crisis de la deuda soberana sigue sin resolverse. Además, hay más pruebas de que la recuperación se está produciendo a diversas velocidades; determinado por demanda interna, bastante rezagada en los países periféricos mientras se intensifican los esfuerzos de consolidación fiscal y continúa el desapalancamiento. **Repercusión en los mercados:** una tasa de crecimiento peor de lo previsto aumentaría la incertidumbre para las perspectivas macroeconómicas de la zona euro y confirmaría que la moderación va a un ritmo más rápido de lo anticipado.

## EE.UU.: producción industrial (julio, 18 de agosto)

Previsión: 0,1%

Consenso: 0,4%

Anterior: 0,2%

**Comentario:** la desaceleración de la actividad económica y la debilidad de las expectativas de demanda apuntan a un bajo crecimiento de la producción industrial m/m en julio. La producción industrial se estancó tras registrar un repunte en marzo y ha caído en dos de los meses. Esta caída es coherente con los datos del PIB, con un crecimiento por debajo de la media en el 2T11, resultado que se prevé que continuará en el 2S11. Las exportaciones, que fortalecieron la producción manufacturera nacional en el 1S11, también cayeron en mayo y junio. Además, los informes sobre las ventas de automóviles y las encuestas de producción manufacturera de julio mostraron una fuerte caída en la producción de vehículos, y las expectativas de los fabricantes fueron más bajas. **Repercusión en los mercados:** si el resultado del informe sobre la producción industrial es débil se incrementarán los riesgos bajistas para el PIB en el 2S11. Si el informe indica la posibilidad de recesión, es probable que los mercados se pongan más a la defensiva.

## EE.UU.: índice de precios al consumo, subyacente (julio, 19 de agosto)

Previsión: 0,2%, 0,2%

Consenso: 0,2%, 0,2%

Anterior: -0,2%, 0,3%

**Comentario:** Después de la fuerza con la que se inició 2011, el índice general de precios al consumo cayó un 0,2% en junio. Se prevé que la inflación del índice general de precios será mínima en julio: los precios de la energía se han desacelerado y otros factores importantes mantendrán estables a causa de la débil actividad económica. Además, la baja demanda de consumo debería compensar cualquier aumento de los precios de las materias primas, lo que limitará la desenfadada inflación de los alimentos. **Repercusión en los mercados:** el estancamiento de la economía y la caída de los precios podría hacer que los mercados empezaran a preocuparse por la deflación. En cambio, si se produjera otro incremento en la inflación subyacente la Fed tendría dificultades para mantener unos tipos de interés históricamente bajos durante un periodo de tiempo prolongado.

## Japón: crecimiento del PIB (2T11, 15 de agosto)

Previsión: -0,7% t/t desest.

Consenso: -0,7% t/t desest.

Anterior: -0,9% t/t desest.

**Comentario:** los datos del PIB del 2T reflejarán el impacto económico del terremoto del 11 de marzo en todo el trimestre. El PIB del primer trimestre resultó más débil de lo previsto, pero reflejaba sobre todo la lentitud de la actividad antes del terremoto. La mayoría de los indicadores de actividad apuntan a una pronunciada caída en la producción y en las exportaciones de marzo/abril, con un repunte a partir de mayo a medida que se reducen los problemas en las cadenas de suministro. Por consiguiente, se prevé que en el 2T el PIB se habrá contraído por tercer trimestre consecutivo, aunque esperamos un repunte en la segunda mitad del año. **Repercusión en los mercados:** un valor por debajo de lo previsto, en especial si supera lo que puede achacarse a los problemas derivados del terremoto, aumentaría la inquietud por la debilidad mundial y podría minar la confianza.

Inicio



Mercados



Datos de Mercados



## Datos de Mercado

		Cierre	Cambio semanal	Cambio mensual	Cambio anual	
<b>Tipo de interés</b> (cambio en pbs)	<b>EE.UU.</b>	3-meses Libor	0,29	2	4	-8
		Tipo 2 años	0,19	-10	-16	-34
		Tipo 10 años	2,25	-31	-63	-42
	<b>EMU</b>	3-meses Euribor	1,54	-3	-7	64
		Tipo 2 años	0,70	-7	-58	4
		Tipo 10 años	2,34	0	-40	-5
<b>Divisas</b> (cambios en %)	<b>Europa</b>	Dólar-Euro	1,424	-0,1	0,6	11,3
		Libra-Euro	0,87	0,5	-0,4	6,7
		Franco Suizo-Euro	1,10	0,6	-5,3	-18,3
	<b>América</b>	Argentina (peso-dólar)	4,16	0,1	0,9	5,7
		Brasil (real-dólar)	1,62	1,7	2,8	-8,8
		Colombia (peso-dólar)	1783	-0,7	1,4	-2,7
		Chile (peso-dólar)	471	1,3	1,8	-7,6
		México (peso-dólar)	12,29	2,7	5,1	-3,3
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,74	0,2	0,1	-2,2
	<b>Asia</b>	Japón (Yen-dólar)	76,68	-2,3	-2,9	-11,0
		Corea (KRW-dólar)	1080,33	1,8	2,3	-9,2
		Australia (AUD-dólar)	1,031	-1,7	-4,3	15,0
<b>MMPP</b> (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)	108,3	-1,0	-8,8	44,2	
	Oro (\$/onza)	1736,6	4,4	9,7	42,9	
	Metales	564,9	-2,9	-5,2	13,5	
<b>Renta Variable</b> (cambios en %)	<b>Euro</b>	Ibex 35	8562	-1,3	-11,4	-16,7
		EuroStoxx 50	2299	-3,2	-15,3	-15,1
		EE.UU. (S&P 500)	1173	-2,2	-11,0	8,7
	<b>América</b>	Argentina (Merval)	2949	-3,9	-12,1	24,5
		Brasil (Bovespa)	52682	-0,5	-13,2	-20,5
		Colombia (IGBC)	13262	0,1	-0,6	-0,3
		Chile (IGPA)	20302	3,9	-9,4	-2,6
		México (CPI)	33811	0,3	-6,7	5,3
		Perú (General Lima)	19755	-2,0	-2,3	33,5
	<b>Asia</b>	Venezuela (IBC)	96415	3,7	17,8	48,9
		Nikkei225	8964	-3,6	-10,0	-3,1
		HSI	19620	-6,3	-10,5	-6,9
<b>Crédito</b> (cambios en pbs)	<b>Ind.</b>	Itraxx Main	156	19	38	43
		Itraxx Xover	654	103	213	141
		CDS Alemania	87	13	31	43
	<b>Riesgo Soberano</b>	CDS Portugal	876	-43	-198	601
		CDS España	369	-36	50	151
		CDS EE.UU	52	-3	1	---
		CDS Emergentes	294	45	73	65
		CDS Argentina	793	113	164	-40
		CDS Brasil	161	30	45	41
		CDS Colombia	160	33	48	38
		CDS Chile	106	28	30	26
		CDS México	161	33	47	43
		CDS Perú	171	28	44	61

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](http://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.