

Madrid, 26 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

Pruebas de estrés en Europa y la FED en una senda más moderada

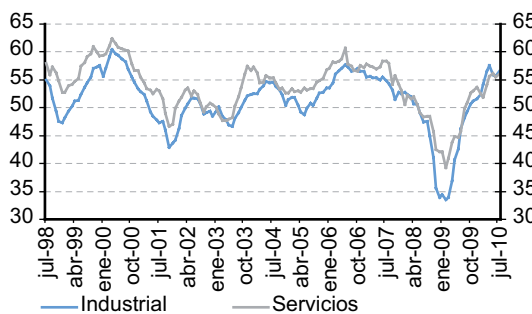
La creciente distancia entre los acontecimientos de EE.UU. y de la UEM se ha hecho aún más patente la última semana. En Europa, los datos macroeconómicos fueron sorprendentemente altos en el índice de gerentes de compras de julio, pero la inquietud principal se centró en las pruebas de estrés y sus repercusiones. La combinación de unos datos macroeconómicos "menos malos" y una prueba de estrés convincente es justo lo que salvó a EE.UU. en 2009.

Esta vez, sin embargo, al otro lado del Atlántico el interés sigue estando en la muy temida recesión secundaria. Los comentarios de Bernanke en su comparecencia en el Congreso corroboraron que la Fed comparte la opinión de que los riesgos están aumentando. Bernanke no dijo qué medidas podría tomar si se produjera una desaceleración más pronunciada, pero su incertidumbre "inusual" es una razón para esperar que la Fed actúe de forma más cauta. Hemos revisado nuestras previsiones esperamos ahora aumentos graduales del tipo de los fondos federales en el 3T10.

...y divergencia en la política monetaria de los emergentes

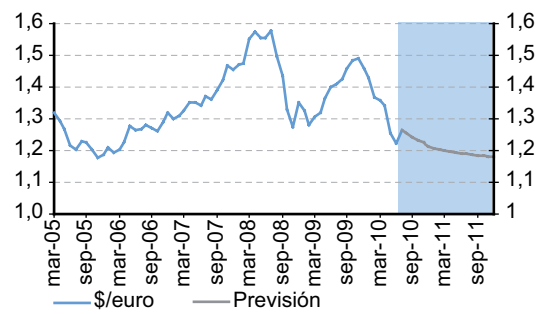
La decisión del Banco Central de Brasil de subir los tipos en 50 pb (en vez de 75 pb) y las recientes medidas de Banxico sugieren que algunos países de América Latina son conscientes de la conveniencia de no subir los tipos demasiado temprano ni demasiado rápido. En Asia, sin embargo, la fuerza del crecimiento, como el de Corea en 2T10 publica hoy, sigue ejerciendo presión para que continúe el ajuste.

Gráfico 1
Zona del Euro: Encuesta PMI



Fuente: Markit Economics

Gráfico 2
Tipo de cambio dólar-euro y previsión (media mensual)



Fuente: BBVA Research

Mercados



Destacados



Calendario



Datos Mercado



Destacados

Se prevé que la Fed subirá los tipos en el 3T de 2011

Por las perspectivas más inciertas y el bajo riesgo de inflación, la Fed mantendrá los tipos bajos por un tiempo prolongado. BBVA Research reastró hasta el 3T10 su previsión de la primera suba de tipos.

¿Seguirá apreciándose el euro?

El euro recuperó gran parte del terreno perdido frente al dólar, pero consideramos que su reciente fortaleza es temporal y prevemos un fortalecimiento del dólar a medio plazo.

Brasil: hacia un ciclo de ajuste monetario más moderado

El Banco Central subió el SELIC 50 pb, hasta el 10,75% consolidando la idea de que el ciclo de ajuste monetario de Brasil va a ser más suave de lo que se esperaba.

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

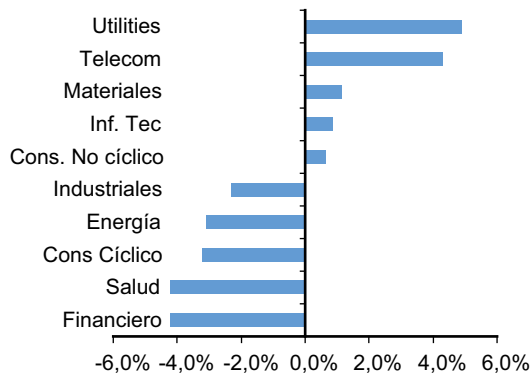
Tipos de Interés Global
Aurora Galán
aurora.galan@grupobbva.com
+34 91 537 78 41

La incertidumbre sobre el ciclo económico tiene reflejo en el comportamiento sectorial de la bolsa

En EE.UU. las dudas sobre el ciclo se ven reflejadas nítidamente en el comportamiento sectorial del S&P 500, y a diferencia de meses anteriores, en los que había poca distinción entre sectores cíclicos y defensivos, porque las dudas residían en el riesgo financiero, ahora en las sesiones de caídas bursátiles los sectores que mejor comportamiento tienen son Comida, Bebidas y Tabaco, Utilities y Telecoms. La relevancia está en que, si efectivamente nos encaminamos a un “double-dip” y no estamos sólo ante una desaceleración en la fase de recuperación, que es nuestra tesis, los sectores tradicionalmente defensivos actuarían de refugio en la bolsa como lo han hecho en otras crisis tradicionales; y es que hasta ahora el debate ha radicado sobre la solidez financiera de los países y sus sistemas financieros, y en esta tesitura “no hay refugios”.

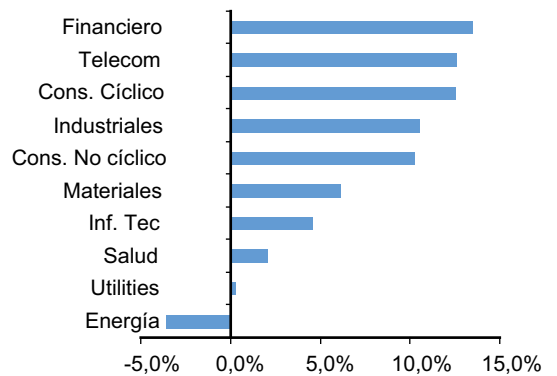
Y sin embargo, la pauta sectorial en Europa no es tan clara, porque en definitiva el debate todavía es otro (riesgo soberano-financiero-stress test), y vemos mezclados sectores cíclicos y defensivos cuando se producen caídas bursátiles.

Gráfico 3
Desempeño económico por sector del S&P 500 7/5/2010-23/7/2010 (en \$)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4
S&P350 Europe Economic Sector performance 5/7/2010-7/23/2010. (EUR)



Fuente: BBVA Research

- Home [→](#)
- Destacados [→](#)
- Calendario [→](#)
- Datos Mercado [→](#)

Análisis Económico

Destacados

Escenarios Financieros

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

EE.UU.

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com
+1 713 881 0663

Kristin Lomicka

kristin.lomicka@bbvacompass.com
+1 713 881 0655

Brasil

Enestor Dos Santos

enestor.dossantos@grupobbva.com
+34 915376887

Se prevé que la Fed subirá los tipos en el 3T de 2011

Hemos retrasado nuestra previsión de referencia para el primer aumento del tipo de los fondos federales hasta el 3T11 en lugar del 1T11. Las recientes tendencias económicas indican que persiste un estancamiento sustancial de la economía y que el ritmo de crecimiento se desacelerará en la segunda mitad del año. El empleo sigue siendo un lastre para el crecimiento económico. Aunque el mercado de trabajo ha mejorado, su impulso no es suficiente para mejorar significativamente la tasa de paro. Por otra parte, han surgido nuevos riesgos debido a los problemas de la deuda soberana de Europa, lo que ha contribuido a añadir incertidumbre tanto en los mercados financieros como en las perspectivas económicas. Además, las expectativas de inflación están bien ancladas y se prevé que la inflación subyacente seguirá bajo control hasta 2012. Dada la mayor incertidumbre y el bajo riesgo de inflación, la Fed mantendrá los tipos bajos durante un largo periodo de tiempo. Es más, si los riesgos siguen aumentando, la Fed podría reimplantar medidas de flexibilización cuantitativa para garantizar la estabilidad financiera.

¿Seguirá apreciándose el euro?

El euro ha recuperado recientemente gran parte del terreno perdido frente al dólar, recuperando el nivel de 1,30 \$. ¿Estamos asistiendo a un resurgimiento del euro con posibilidades de una mayor apreciación? ¿O esta tendencia no durará? En nuestra opinión, esta segunda alternativa es la más probable. La reciente apreciación del euro es una consecuencia clara de la disminución del temor respecto a la crisis de la zona euro y, en particular, la situación española, en especial tras el éxito de sus subastas de deuda; del mismo modo, la rápida apreciación anterior del dólar era un claro síntoma de las incertidumbres de los mercados acerca de la resolución de la crisis europea. Asimismo, las sorpresas negativas recientes en los datos de EE.UU. han perjudicado al dólar. Sin embargo, es demasiado pronto para considerar que la crisis de deuda europea se ha superado; aunque los resultados de la prueba de estrés son clave en este asunto. Pero aunque retrocediera la aversión al riesgo, creemos que los factores fundamentales apoyarán a la moneda estadounidense. No sólo las perspectivas de crecimiento son mejores en EE.UU. y los riesgos financieros más altos en la UEM (lo que implica que se producirá antes una normalización de la política monetaria en EE.UU.), sino que además la zona euro ha adoptado una consolidación fiscal temprana, factores todos ellos que tienen a debilitar la moneda común. En suma, consideramos que la fortaleza reciente del euro es temporal y anticipamos un fortalecimiento del dólar a medio plazo.

Brasil: hacia un ciclo de ajuste monetario más moderado

El miércoles, el Banco Central subió el SELIC 50 pb, hasta el 10,75%. En las dos reuniones anteriores sobre política monetaria, los ajustes habían sido de 75 pb. La desaceleración del ritmo de ajuste se debe a la moderación que se está produciendo tanto en las cifras de crecimiento como de inflación y también a la preocupación acerca del crecimiento global. La decisión de las autoridades monetarias consolida la idea de que el ciclo de ajuste monetario de Brasil va a ser más suave de lo que se esperaba. Hace sólo unas pocas semanas, muchos anticipaban que el SELIC se situaría en la banda del 12% al 13% a finales de año. Pero en estos momentos, incluso nuestra previsión de un 11,75% puede considerarse excesiva. Los riesgos se inclinan claramente a la baja. Las actas de la reunión que se publicarán esta semana nos proporcionarán más información acerca de las decisiones monetarias futuras.

[Home](#)

[Mercados](#)

[Calendario](#)

[Datos Mercado](#)

Análisis Económico

Calendario: Indicadores

Europa

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

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

EE.UU.

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

Asia

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

México

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

EE.UU.: PIB real (t/t anualizado) (2T10, 30 de julio)

Previsión: 3,2%	Consenso: 2,5%	Anterior: 2,7%
-----------------	----------------	----------------

Comentario: se prevé que la economía crecerá a un ritmo más acelerado en el 2T10 que en el 1T10. El estímulo fiscal y los inventarios siguen apoyando el crecimiento económico, pero la demanda privada también está arraigando. Las inversiones en equipo y software se fortalecieron en el 2T10, aunque el consumo creció a un ritmo más moderado. **Repercusión en los mercados:** una sorpresa negativa en el crecimiento del 2T10 indicaría una debilidad significativa de la economía y alentaría el debate sobre la necesidad de adoptar nuevos estímulos fiscales.

EE.UU.: confianza de los consumidores (julio, 27 de julio)

Previsión: 52,4	Consenso: 52,0	Anterior: 52,9
-----------------	----------------	----------------

Comentario: se prevé que la confianza de los consumidores retroceda en julio y se sitúe cerca de la media que ha mantenido por más de un año. Aunque el empleo ha empezado a mejorar, las familias siguen preocupadas por la lentitud de su recuperación. **Repercusión en los mercados:** una desaceleración de la confianza de los consumidores apoyaría nuestras previsiones de que el ritmo de crecimiento del consumo se ralentizará en la segunda mitad del año. Los consumidores esperan ver un ritmo de contratación más acelerado y mayor certidumbre en las perspectivas económicas.

Zona euro: estimación preliminar de la inflación (julio, 30 de julio)

Previsión: 1,6% a/a	Consenso: 1,8% a/a	Anterior: 1,4% a/a
---------------------	--------------------	--------------------

Comentario: esperamos que la inflación vuelva a acelerarse en julio, aunque con una gran incertidumbre dado el efecto de las rebajas y la subida del IVA en España, que debería repercutir en los precios al consumo de forma más moderada que en cambios similares del pasado por la debilidad del consumo privado. La estimación preliminar no incluye la inflación subyacente, para la que prevemos una tasa estable. **Repercusión en los mercados:** una sorpresa negativa afectaría considerablemente a los mercados, que pueden interpretarlo como un signo más de deterioro de la confianza y el gasto de los consumidores.

Zona euro: tasa de desempleo (junio, 30 de julio)

Previsión: 10%	Consenso: 10%	Anterior: 10%
----------------	---------------	---------------

Comentario: se prevé que el paro seguirá estable en junio, como venimos observando desde comienzos del año, por la mejora de la actividad en el 2T. Sin embargo, el desempleo tenderá a incrementarse ligeramente en la segunda mitad del año, en línea con nuestro escenario de un crecimiento económico débil. **Repercusión en los mercados:** podría producirse un aumento del desempleo hasta el 10,1 lo que se interpretaría como una señal de nuevas presiones bajistas sobre la actividad económica, con efectos negativos para la confianza.

México: IGAE, mayo (27 de julio)

Previsión: 0,2% m/m	Consenso: n.d.	Anterior: 1,0%
---------------------	----------------	----------------

Comentario: a diferencia de lo ocurrido en abril, la industria y los servicios apoyarían el IGAE en mayo. Las cifras de la producción de automóviles (2,9% m/m frente al 0,8% m/m promedio de enero-abril) y una evolución más favorable de los precios minoristas, son señales positivas del crecimiento en el 2T10. **Repercusión en los mercados:** la alta volatilidad y el retraso con respecto a la fecha de referencia limitan el impacto del IGAE en los mercados, pero dada la sensibilidad de éstos a las cifras relacionadas con el ciclo, se verían afectados por una sorpresa negativa.

[Home](#)


[Mercados](#)


[Destacados](#)


[Datos Mercado](#)


Datos de los Mercados

			Cierre	Cambio semanal	Cambio mensual	Cambio anual	
Tipo de interés (cambio en pbs)	EE.UU.	3-meses Libor	0,52	-1	-2	2	
		Tipo 2 años	0,58	-4	-12	-40	
		Tipo 10 años	2,94	-11	-25	-71	
	EMU	3-meses Euribor	0,86	4	13	-9	
		Tipo 2 años	0,77	0	25	-49	
		Tipo 10 años	2,62	-1	-4	-78	
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,294	2,3	4,8	-8,4	
		Libra-Euro	0,84	0,5	1,1	-2,5	
		Franco Suizo-Euro	1,35	1,1	-1,7	-11,0	
	América	Argentina (peso-dólar)	3,93	0,0	0,2	3,4	
		Brasil (real-dólar)	1,78	1,2	-0,2	-7,7	
		Colombia (peso-dólar)	1881	0,3	-0,9	-6,3	
		Chile (peso-dólar)	530	-1,7	-0,2	-0,5	
		México (peso-dólar)	12,87	0,7	2,1	-3,6	
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,82	-0,1	-0,4	-6,2	
		Japón (Yen-dólar)	86,32	-2,5	-4,9	-8,2	
	Asia	Corea (KRW-dólar)	1213,15	1,2	0,1	-3,7	
		Australia (AUD-dólar)	0,871	-0,5	0,8	8,6	
	MMPP (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)		75,0	-0,6	-4,7	14,7
		Oro (\$/onza)		1187,5	-2,0	-4,6	26,7
Metales		471,3	-0,4	-1,2	13,7		
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	10022	-1,0	2,7	-0,2	
		EuroStoxx 50	2663	-0,7	-2,4	7,8	
	América	EE.UU. (S&P 500)	1075	-0,2	-3,6	14,4	
		Argentina (Merval)	2307	0,8	-0,3	42,2	
		Brasil (Bovespa)	62780	-1,1	-2,7	20,6	
		Colombia (IGBC)	12958	3,3	4,4	31,0	
		Chile (IGPA)	19553	1,1	3,5	28,4	
		México (CPI)	32293	0,9	-1,5	25,4	
		Perú (General Lima)	14078	0,7	-1,9	7,7	
	Venezuela (IBC)	64893	-1,0	0,3	41,4		
	Asia	Nikkei225	9408	-1,8	-5,9	0,1	
		HSI	20250	-0,6	0,6	7,7	
	Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	115	1	-6	8
Itraxx Xover			527	-2	-14	-181	
Riesgo Soberano		CDS Alemania	41	-1	0	7	
		CDS Portugal	293	15	-7	227	
		CDS España	225	11	-18	147	
		CDS EE.UU	36	0	0	---	
		CDS Emergentes	242	-5	-19	-150	
		CDS Argentina	908	2	-133	-1214	
		CDS Brasil	124	-5	-8	-47	
		CDS Colombia	133	-7	-19	-74	
		CDS Chile	92	-3	0	-16	
		CDS México	124	-4	-4	-90	
		CDS Perú	118	-7	-10	-65	

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".