

Madrid, 28 de marzo de 2011

Análisis Económico*Escenarios Financieros*

Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com
+34 91 374 44 32

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

Javier Amador
javier.amador@grupobbva.com
+52 56 21 7718

Cristina Varela Donoso
cvarela@grupobbva.com
+34 91 537 7825

Leanne Ryan
leanne.ryan@grupobbva.com

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

Inevitable pero escaso acuerdo europeo

La cumbre del Consejo de la UE celebrada el 24-25 de marzo ha confirmado las decisiones clave que se tomaron en las reuniones anteriores para crear un fondo de rescate permanente (ESM) con una capacidad de préstamo efectiva de 500.000 millones de €, y permitir la compra de bonos en el mercado primario. En todo caso, se deja abierta la puerta a una mayor flexibilidad del mecanismo, pero no está claro cómo podría utilizarse (ver Destacados). El marco regulatorio del mecanismo de prevención de crisis futuras parece robusto, pero la UE parece haber evitado hacer frente de forma directa al problema de la insolvencia, que es meollo de la crisis actual.

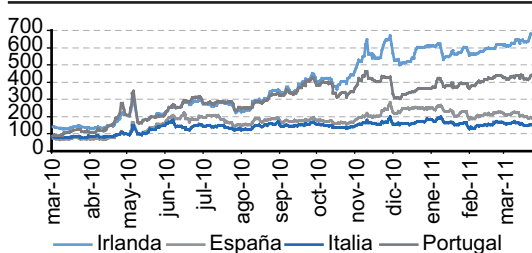
La dimisión del primer ministro portugués después de que el parlamento de Portugal rechazara las nuevas medidas de ajuste presentadas por el gobierno, aumenta la incertidumbre sobre la economía portuguesa (ver Destacados); sin embargo, los temores sobre Portugal no han afectado a los activos europeos ni han contagiado a los españoles.

El ajuste sigue adelante

A pesar de los recientes problemas de Portugal, la tragedia japonesa y el riesgo geopolítico en los países de la región MENA, el BCE continúa con su tono ortodoxo, lo que sugiere que subirá los tipos de interés en su próxima reunión. De igual modo, China ha incrementado de nuevo su coeficiente de reservas obligatorias, lo que apunta a una política monetaria más estricta de lo previsto (ver Destacados).

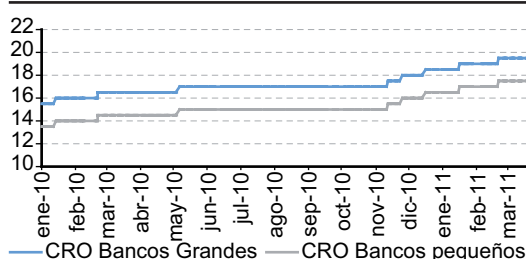
En cuanto a la economía, el índice de gerentes de compras de la zona euro correspondiente a marzo se situó en línea con las expectativas, pero se moderó ligeramente tras los máximos históricos observados en los meses precedentes. Es probable que los datos de marzo se vieran afectados negativamente por acontecimientos recientes como la subida de los precios del petróleo o el aumento de las expectativas de un movimiento alcista de los tipos por parte del BCE en abril. Por otro lado, las demandas de desempleo de EE.UU. mostraron una nueva mejora en el mercado de trabajo de dicho país. Próxima semana: el IPC de marzo de la zona euro y el empleo de marzo de EE.UU. centrarán la atención del mercado.

Gráfico 1

Diferenciales de deuda: bono a 10 años (pb)

Fuente: Datastream

Gráfico 2

China: aumenta el CRO

Fuente: Bloomberg

Mercados



Destacados



Calendario



Datos Mercado



Destacados

Portugal más cerca del rescate; el contagio a España es improbable

La dimisión del primer ministro Sócrates aumenta la incertidumbre sobre la economía portuguesa.

China aumenta de nuevo el CRO para absorber la liquidez

La tercera subida del CRO que se ha producido este año marca una agresiva campaña de ajuste.

Repercusiones de la ley de inversiones (Homeland Investment Act)

La HIA generará 600.000 Ml de USD en flujos, que en su mayoría se destinarán a dividendos y recompras.

Estructura del Mecanismo Europeo de Estabilización (ESM)

La capacidad de préstamo efectiva del MEE será de 500.000 millones de €.

Análisis de Mercados **Mercados**

Estrategia Macro Europa
Estrategia Jefe
Nicolás Trillo
nicolas.trillo@grupobbva.com
+34 91 537 84 95

Equity y Crédito Global
Estrategia
Estrategia Jefe
Joaquín García Huerga CFA
jghuerga@grupobbva.com
+34 91 374 68 30

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

Crédito
Antonio Vilela
antonio.vilela@grupobbva.com
+34 91 374 56 84

La irracionalidad lógica de las bolsas

Como en otras ocasiones las bolsas hacen lo contrario de lo que a priori se pudiera pensar. Portugal al borde del rescate y suben todas las bolsas europeas, incluida la de nuestro país vecino. Si analizamos la situación más despacio podemos entender la reacción positiva: 1) no es ninguna sorpresa y se trata de una cantidad asumible a nivel europeo, 2) la clave del riesgo soberano y sistémico en Europa está en España y mantenemos totalmente nuestra tesis de que nuestro país es solvente, 3) los fondos de rescate europeo están incrementando su cuantía, 4) el Pacto por el Euro, aunque mejorable, apunta a la solución, que consiste en mejorar las perspectivas económicas, 5) el mundo bascula con los países emergentes, y si siguen creciendo las bolsas lo cotizan, 6) después de semanas de incertidumbre con Japón y Libia, se vuelve a desatar cierto apetito por el riesgo en activos especulativos como divisas vinculadas a materias primas (el dólar australiano intentando nuevos máximos frente al dólar) o en las propias materias primas más vinculadas a ciclo como el cobre o el níquel, 7) las compañías norteamericanas van a repatriar unos \$600bn de beneficios en filiales y se pondrá de manifiesto que hay dinero suficiente para incrementar dividendos, recomprar acciones, incrementar las inversiones o hacer M&A y 8) las bolsas están sencillamente baratas porque consideramos que los beneficios previstos son resistentes (PER 11e S&P 500 13,5x, EuroStoxx 50 9,9x e Ibex 35 10,8x).

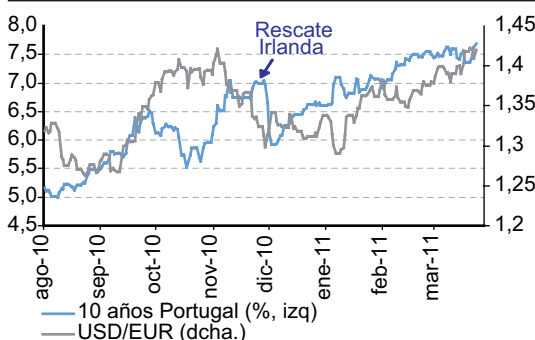
El riesgo portugués favorece el aplanamiento de las curvas

En los próximos días, los tramos cortos euro pueden seguir enmarcados en un rango estrecho: aunque éstos han repuntado recientemente hacia máximos vistos a principios de marzo al reforzarse la perspectiva de un BCE alcista a partir de abril, no parecen con fuerza para romperlos. Por otra parte los tramos largos pueden tener algo más de recorrido bajista por el efecto que la crisis de Portugal pueda tener sobre los activos refugio. Este riesgo sigue propiciando que el 10A alemán encuentre un flujo de demanda subyacente como refrenda el hecho de que en la última la ratio de cobertura alcanzara los niveles máximos desde el 2002 (bid-to-cover de 2.2X). Ese perfil bajista del 10A (y de descorrelación con el 2A) puede acentuarse a corto plazo a medida que se vayan conociendo noticias sobre Portugal lo cual sigue favoreciendo nuestra apuesta por un perfil de curva 2/10A algo más segada hacia el flattening.

Recortes de rating por doquier

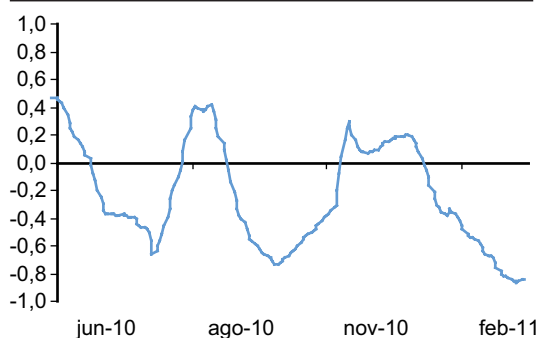
En Portugal, la incertidumbre política y las rebajas de rating efectuadas por S&P y Fitch apenas tuvo impacto en el CDS a 5 años de las entidades portuguesas con mejores métricas crediticias. Es importante resaltar que el perfil de crédito y de solvencia de los bancos portugueses es muy diferente al de los bancos irlandeses. Los bancos portugueses tienen una exposición limitada a comercial real estate y además en Portugal no han asistido a una burbuja inmobiliaria. Dicho esto, los mayor desafíos de las entidades portuguesas son su dificultad para acceder a los mercados de financiación mayoristas como consecuencia del riesgo soberano con algunas entidades con gran dependencia del BCE. En el lado de España, Moody's rebajó el rating de la deuda senior a 30 entidades españolas, rebajando a dos entidades hasta cuatro escalones, manteniendo la perspectiva negativa. Esta rebaja no es consecuencia única de la pasada rebaja del ratings soberano de España Aa2 sino también refleja el cambio de la metodología de Moody's. La agencia ha recalculado el futuro apoyo a la deuda senior emitida por la entidades de menor tamaño, por considerar poco probable que sean rescatados por las autoridades soberanas.

Gráfico 3

Evolución USD/EUR y del bono 10 años Portugal

Fuente: Bloomberg

gráfico 4

Correlación* entre la pendiente Euro 2/10 Govt y el spread 10A Portugal-Alemania* 60 días rolling
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Home

Destacados

Calendario

Datos Mercado

Análisis Económico

Destacados

Europa

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

Asia

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

EE.UU.

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

Portugal más cerca del rescate; el contagio a España es improbable

La dimisión del primer ministro Sócrates aumenta la incertidumbre sobre la economía portuguesa, y es muy probable que se convoquen elecciones anticipadas. A pesar de que en los últimos días se ha hablado de una gran coalición de gobierno, este escenario es bastante improbable, en especial si se tiene en cuenta que lo que ha llevado a la dimisión del primer ministro han sido más bien cuestiones políticas y no desacuerdos sobre las medidas o los objetivos de la política económica. El escenario político central es que habrá elecciones entre comienzos y mediados de junio. El PSD, principal partido de la oposición, lidera claramente las encuestas. Por el lado financiero, es obvio que la mayor incertidumbre ejercerá más presión sobre los diferenciales portugueses, de modo que se reducirá la disponibilidad de los fondos y aumentará la probabilidad de que Portugal tenga que pedir ayuda financiera. Pero incluso si Portugal se ve forzado a pedir un rescate a corto plazo, es difícil predecir cómo se llegará a un acuerdo entre los principales partidos con respecto a la condicionalidad que va unida a él, y cómo lo aceptaría la UE en un momento en que los países más grandes desean reforzar las condiciones. Por consiguiente, aunque Portugal tenga que recurrir al Fondo de rescate europeo (EFSF) antes de las elecciones, tendrán que superarse los obstáculos técnicos y políticos existentes, y el calendario de vencimiento de la deuda portuguesa presenta un desafío a corto plazo. El Tesoro portugués debe enfrentarse a 12.400 millones de € entre abril y junio de 2011. Según nuestras estimaciones, Portugal está financiado hasta mitad de junio, lo que implica que en cualquier caso necesitará financiación adicional antes de la formación de un nuevo gobierno, si no hay demanda en las próximas subastas. Estimamos que el importe del posible rescate de Portugal se situaría en torno a los 80.000 millones de €. El contagio a España a través de los flujos de comercio será negativo, pero limitado (véase nuestro Observatorio Global del 14 de enero). Asimismo, la exposición total del sistema financiero español a Portugal es limitada y sería equivalente al 2% de los activos bancarios españoles. En cualquier caso, el canal financiero debe ser el más importante, de modo que España tiene que reforzar su compromiso con las reformas estructurales. A este respecto, España ha sido uno de los pocos países que ha anunciado compromisos específicos en la cumbre del Consejo de la UE.

China aumenta de nuevo el CRO para absorber la liquidez

El Banco Central de China anunció una nueva subida de 50 puntos básicos en el coeficiente de reservas obligatorias (CRO) el 18 de marzo. Ésta es ya la tercera subida de 2011, que se añade a los seis aumentos efectuados en 2010, y es la última medida que ha tomado el BPOC para ajustar la liquidez y frenar las crecientes presiones inflacionistas. Se espera que absorba unos 360.000 millones de RMB del sistema bancario, además de otras operaciones de mercado abierto complementarias que se espera que absorban otros 103.000 millones de RMB. El CRO para los grandes bancos se sitúa ahora en la cifra récord del 20%, mientras que el coeficiente de los bancos pequeños se sitúa en el 18%. Esta medida ha sido adoptada ante la evidencia de que se estaban produciendo fuertes entradas de capital (los flujos de inversión extranjera en el periodo enero-febrero aumentaron un 27,0% a/a), lo que sugiere que dichas entradas de capital habían vuelto a tomar un fuerte impulso y, como consecuencia de ello, aportaban liquidez extra al sistema bancario a pesar de la reciente reducción del superávit comercial. La última subida significa que la política monetaria se ha ajustado de forma más agresiva de lo que se esperaba anteriormente, en respuesta a las crecientes presiones inflacionistas. No obstante, las perspectivas de crecimiento parecen haber quedado intactas, y se prevén nuevas medidas de ajuste como consecuencia de un impulso más fuerte de lo previsto. Anticipamos ahora otras subidas del CRO adicionales que llegarán a un total de 100-200 puntos básicos este año. En cuanto a los tipos de interés, seguimos manteniendo nuestras previsiones anteriores de que se producirán otras dos subidas de 25 puntos básicos antes de que finalice el año.

Home



Mercados



Calendario



Datos Mercado

**Repercusiones de la ley de inversiones (Homeland Investment Act)**

La ley estadounidense de inversiones (HIA por sus siglas en inglés) es un nuevo programa que permite la repatriación a EE.UU. de beneficios obtenidos en el extranjero a una tasa favorable. El restablecimiento del programa se ha producido en el contexto de una reforma más amplia del impuesto de sociedades que se está llevando a cabo en EE.UU. Desde un punto de vista político, los responsables de la administración Obama no se muestran proclives a aprobar tal desgravación de impuestos sin que se incluya antes en un marco íntegro de puesta a punto impositiva. En 2005, la mayor parte de la repatriación se destinó a la recompra de acciones y a pagar dividendos a los accionistas. La inversión en formación, plantas y equipamiento no llegó a materializarse y los defensores de la desgravación de impuestos no esperan un resultado diferente. La HIA generará 600.000 millones de dólares en flujos, que en gran parte se destinarán a dividendos y recompras. Otro uso probable de los fondos será en actividades de fusión, lo cual podría acelerar la reestructuración industrial en Estados Unidos o la concentración industrial. Dada su inclinación a las compras de acciones, los beneficios repatriados serían semejantes a un QE3. En vista de la rápida recuperación en los principales índices

Análisis Económico

Escenarios Financieros
Cristina Varela Donoso
cvarela@grupobbva.com
+34 91 537 7825

bursátiles, es probable que el beneficio marginal de contar con más efectos de riqueza no sea muy grande, y podría, por el contrario, incrementar las vulnerabilidades del sistema financiero. Por otra parte, los ingresos por dividendos recaen sobre todo en el quintil superior, mientras que la flexibilidad del gasto presenta una tendencia más a la baja que la mayoría del resto de las fuentes de ingresos. Los flujos de entrada supondrán una tendencia alcista para el dólar, pero otros factores actuarán en contra de esta moneda, como las presiones inflacionistas y la situación fiscal.

Estructura del Mecanismo Europeo de Estabilización (ESM)

El Consejo de la UE llegó a un acuerdo sobre la estructura del ESM (por sus siglas en inglés). Tendrá una base de capital total de 700.000 millones de €, de los cuales 620.000 millones serán capital exigible y 80.000 millones de € serán capital cubierto, que se pagará durante cinco años, en vez de tres, a partir de 2013. Pero para asegurar que el ESM consiga la máxima calificación crediticia, los estados miembros se comprometen a acelerar la provisión de los instrumentos apropiados con el fin de mantener el mínimo del coeficiente del 15% entre el capital cubierto y la cuantía de las emisiones del ESM en caso necesario. El ESM tendrá un estatus de acreedor preferencial, aunque el estatus como acreedor preferencial del FMI será superior al del ESM. La capacidad de préstamo efectiva del MEE será de 500.000 millones de €. El margen de precios del ESM será inferior al de la actual EFSF (véase la tabla a continuación) y su estructura de precios se revisará periódicamente, lo que reducirá el riesgo de reestructuración de la deuda. El ESM ofrecerá préstamos, pero en circunstancias excepcionales también puede comprar deuda en el mercado primario, bajo un plan estricto. Sin embargo, la Junta de Gobernadores podría revisar los instrumentos a disposición del ESM y decidir hacer cambios en el menú de instrumentos. Con ello se abre la puerta al gravamen crediticio o a la compra de deuda en el mercado secundario, entre otros instrumentos. No obstante, para tener acceso al ESM se requerirá una valoración de la sostenibilidad de la deuda. Por último, el Consejo de la UE estima que el incremento de la capacidad efectiva de préstamo de la EFSF a 440.000 millones de € estará en vigor en junio. En definitiva, estamos lejos de un marco de gobernanza ideal: se resuelven parcialmente los problemas de liquidez, pero persiste la amenaza de reestructuración de la deuda.

Tabla 1

Principales diferencias entre la actual EFSF y el ESM permanente

	EFSF	ESM
Estará en vigor	Hasta junio de 2013	A partir de junio de 2013
Base de capital (incluye garantías)	440.000	700.000
Garantías o capital exigible	440.000	620.000
Capital en efectivo	0	80.000
Colchón de efectivo*	111.000	---
Capacidad efectiva de préstamo (actual)**	255.000	500.000
Coste del préstamo (actual), pb hasta 3 años, pb***	300	200
Coste extra para préstamos de duración superior a 3 años (pb)	100 por año	100
Acceso al fondo	Condiciones	Se requerirá una valoración de la sostenibilidad de la deuda
Instrumentos	Préstamo	Préstamo
Excepción: sujeto a un plan estricto	Para comprar deuda en el mercado primario	Para comprar deuda en el mercado primario
Estatus crediticio	Sin estatus de crédito preferente	Estatus de crédito preferente
Calificación crediticia	AAA	Se espera AAA

* Colchón de efectivo= ((total garantías/1,2)-(total garantías triple A * 1,2)).

** En EFSF, capacidad de préstamo= cuantía de países con triple A * 1,2

*** La estructura de precios de la financiación del ESM se revisará periódicamente: Consejo de la UE y BBVA Research

Fuente: Consejo de la UE y BBVA Research

Home



Mercados



Calendario



Datos Mercado



Análisis Económico

Calendario: indicadores

Europa

Agustín García Serrador
agustin.garcia@grupobbva.com
+34 91 3747938

EE.UU.

Hakan Danis
hakan.danis@bbvacompass.com
+1 713 843 538

Asia

Xia Le
xia.le@bbva.com.hk

Fielding Chen

fielding.chen@bbva.com.hk
+852 25823297

Zona euro: datos preliminares del IPCA (marzo, 31 de marzo)

Previsión: 2,5% a/a	Consenso: 2,3 % a/a	Anterior: 2,4% a/a
----------------------------	----------------------------	---------------------------

Comentario: prevemos que en marzo el índice general de precios se habrá acelerado ligeramente, hasta el 2,5%, en comparación con el 2,4% a/a de febrero. Aunque el desglose detallado no se publicará hasta la próxima semana, nuestras previsiones muestran que la inflación subyacente podría haber vuelto a incrementarse en un 1,2% a/a, impulsada por el repunte que se espera en los precios de los bienes industriales no energéticos, una vez terminadas las ventas del invierno. Es probable que los precios de los alimentos elaborados hayan seguido aumentando, mientras que la inflación del sector servicios habría permanecido por lo general estable. Además, los recientes precios de los combustibles disponibles para marzo sugieren que los precios de la energía habrían seguido incrementándose, aunque a un ritmo más moderado. **Repercusión en los mercados:** una nueva aceleración en la inflación subyacente podría aumentar la inquietud de los mercados acerca de una política monetaria del BCE más ajustada para hacer frente a los efectos de segundo orden.

Zona euro: desempleo (febrero, 1 de abril)

Previsión: 9,9%	Consenso: 9,9%	Anterior: 9,9%
------------------------	-----------------------	-----------------------

Comentario: se prevé que la tasa de desempleo se habrá mantenido estable en febrero, después de haber caído el mes anterior. Aunque la actividad económica podría haber tomado impulso en el 1T, todavía no se aprecia una caída sostenida de la tasa de desempleo. Sin embargo, los datos preliminares muestran que las intenciones de contratación han mejorado ligeramente en los últimos meses, aunque podrían frustrarse por la creciente incertidumbre acerca de las perspectivas económicas de los próximos trimestres, perspectivas que se verían afectadas por el impacto negativo de las subidas de los tipos de interés así como por el aumento de los precios del petróleo. **Repercusión en los mercados:** no se esperan sorpresas de calado. Una sorpresa negativa se interpretaría como una señal de nuevas presiones bajistas sobre la actividad económica.

EE.UU.: Empleo no agrícola (marzo, 1 de abril)

Previsión: 195.000	Consenso: 190.000	Anterior: 192.000
---------------------------	--------------------------	--------------------------

Comentario: en los últimos tres meses, la tasa de desempleo cayó inesperadamente del 9,8% al 8,9%, su nivel más bajo desde marzo de 2009. Sin embargo, esta pronunciada caída se debe principalmente al descenso de la tasa de participación de la población activa. En febrero, la tasa de participación fue del 64,2%, el nivel más bajo desde marzo de 1984. El mes pasado el total de empleos no agrícolas subió en 192.000 puestos de trabajo, mientras que el sector privado creó 222.000 empleos nuevos. En otras palabras, el sector público perdió 30.000 empleos y continuó siendo un lastre para el mercado de trabajo. Los gobiernos regionales y locales se encuentran en unas condiciones fiscales vulnerables y, por consiguiente, no prevemos un crecimiento significativo del empleo en el sector público. No obstante, las demandas por desempleo, tanto las iniciales como las continuadas indican que las condiciones del mercado de trabajo están mejorando. Según nuestras previsiones, el sector privado seguirá creando nuevos puestos de trabajo, pero todo apunta a que la tasa de desempleo se mantendrá en el 8,9%. **Repercusión en los mercados:** si el sector privado crea más de 250.000 empleos nuevos en marzo, implicaría un mercado de trabajo fuerte y una sólida actividad económica. Por tanto, aumentaría el optimismo en los mercados financieros.

EE.UU.: ISM (marzo, 1 de abril)

Previsión: 62,5	Consenso: 61,0	Anterior: 61,4
------------------------	-----------------------	-----------------------

Comentario: el índice de producción manufacturera del Institute for Supply Management (ISM), un indicador adelantado de la actividad económica, se prevé que aumentará en marzo. Un valor por encima de 50 indica crecimiento del sector manufacturero en el mes correspondiente. El índice ISM de producción manufacturera se mantiene por encima de 50 desde agosto de 2009. El último informe indica que los precios aumentan significativamente y que los inventarios han comenzado a disminuir en el sector manufacturero. **Repercusión en los mercados:** si el índice ISM aumentara de forma significativa, sería indicio de un fuerte crecimiento económico en el 1T11 y haría subir los precios de la renta variable.

China: índice de gerentes de compras de marzo (marzo, 1 de abril)

Previsión: 55,5	Consenso: 54,5	Anterior: 52,2
------------------------	-----------------------	-----------------------

Comentario: se prevé que el índice de gerentes de compras (PMI) aumentará con respecto al resultado moderado obtenido en febrero, que se debió en parte a la estacionalidad del Año Nuevo chino. El impulso económico sigue siendo fuerte a pesar de las medidas de ajuste implementadas en el primer trimestre. **Repercusión en los mercados:** un valor por encima de lo previsto daría alas a las expectativas de nuevas medidas de ajuste monetario.

Datos de los Mercados

			Cierre	Cambio semanal	Cambio mensual	Cambio anual
Tipo de interés (cambio en pbs)	EE.UU.	3-meses Libor	0,31	0	0	2
		Tipo 2 años	0,69	11	-5	-35
		Tipo 10 años	3,40	13	-9	-45
	EMU	3-meses Euribor	1,20	3	12	57
		Tipo 2 años	1,72	9	17	72
		Tipo 10 años	3,27	8	13	12
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,414	-0,2	2,9	5,6
		Libra-Euro	0,88	0,8	3,7	-2,2
		Franco Suizo-Euro	1,29	1,3	0,9	-9,4
	América	Argentina (peso-dólar)	4,04	0,1	0,3	4,6
		Brasil (real-dólar)	1,66	-0,7	-1,0	-9,3
		Colombia (peso-dólar)	1870	-0,2	-1,5	-3,5
		Chile (peso-dólar)	480	-0,6	0,9	-9,8
		México (peso-dólar)	11,95	-0,9	-2,1	-4,7
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,79	0,7	-0,1	-1,9
		Japón (Yen-dólar)	81,18	0,4	-1,5	-12,3
	Asia	Corea (KRW-dólar)	1111,55	-1,3	-1,6	-2,7
		Australia (AUD-dólar)	1,027	3,0	2,7	14,0
MMPP (Var %)		Brent de petróleo (\$/b)	115,8	1,6	4,1	46,0
		Oro (\$/onza)	1436,7	1,3	1,8	29,7
		Metales	626,6	1,4	1,9	24,9
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	10726	3,9	0,9	-3,1
		EuroStoxx 50	2910	4,2	-1,5	-1,1
	América	EE.UU. (S&P 500)	1315	2,8	0,6	12,7
		Argentina (Merval)	3349	2,2	-2,3	39,4
		Brasil (Bovespa)	68076	1,8	1,7	-0,9
		Colombia (IGBC)	14658	0,1	0,4	22,5
		Chile (IGPA)	21750	5,3	5,4	23,7
		México (CPI)	36908	4,2	1,2	11,3
		Perú (General Lima)	22570	10,1	-0,2	50,7
		Venezuela (IBC)	71588	2,5	5,6	22,7
	Asia	Nikkei225	9536	3,6	-9,9	-13,3
		HSI	23159	3,8	1,1	10,0
Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	101	2	-1	23
		Itraxx Xover	381	-9	-24	-50
	Riesgo Soberano	CDS Alemania	45	0	-8	16
		CDS Portugal	561	62	85	430
		CDS España	218	4	-46	113
		CDS EE.UU.	42	0	-5	---
		CDS Emergentes	211	-5	-20	-23
		CDS Argentina	602	-40	-69	-302
		CDS Brasil	115	-2	-7	-17
		CDS Colombia	115	-3	-8	-38
		CDS Chile	66	-5	-17	-13
		CDS México	109	-2	-10	-8
		CDS Perú	126	7	9	-4

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.