

Observatorio Semanal Global

Madrid, 31 de octubre 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

Javier Amador
 javier.amador@bbva.com
 +34 91 374 31 61

María Martínez Álvarez
 mariamartinezalvarez@bbva.com
 +34 91 537 66 83

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

Europa
Miguel Jiménez
 mjimenezg@bbva.com
 +34 91 5373776

EEUU
Kim Fraser
 kim.fraser@bbvacompass.com
 +1 713 881 0655

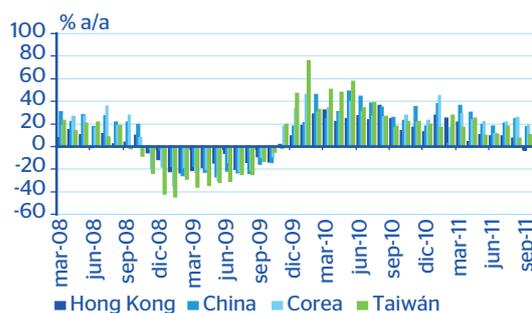
Asia
Stephen Schwartz
 stephen.schwartz@bbva.com.hk
 +852 2582 3281

Todavía persisten riesgos

- El plan de la UE y el crecimiento de EE. UU. mejoran la confianza**
 La prima de riesgo se moderó y los activos de riesgo repuntaron tras los resultados de la cumbre de la UE (después de que las expectativas fueran bastante pesimistas a comienzos de esta semana). El Consejo Europeo anunció medidas para apuntalar los mercados de financiación de la deuda soberana, conseguir una solución sostenible para Grecia, fortalecer el sector bancario y avanzar hacia una mayor integración de la Unión Europea. Además, los datos mejores de lo esperado en EE. UU. (en especial el PIB de EE. UU. en el 3T) y China también han contribuido a reducir la aversión al riesgo.
- Pero, las cumbres europeas todavía dejan elementos clave sin resolver**
 Se tomaron decisiones en todos los frentes, pero todavía quedan muchos detalles por aclarar. Una vez más estamos pendientes de una apretada agenda y de un proceso que todavía está abierto a la negociación. La próxima reunión del G20 dará más noticias sobre el apoyo del FMI y de los países emergentes a las medidas para frenar el contagio de la deuda soberana.
- Se desvanece el riesgo de recesión a corto plazo, pero los son riesgos a la baja**
 El PIB de EE. UU. se incrementó un 2,5% anualizado, y mostró una demanda final más fuerte de lo esperado. Además, el sector manufacturero de China se está recuperando. Pero a la vez, los datos muestran que la demanda externa asiática se desacelera, a causa del debilitamiento de la demanda mundial. Por otra parte, los datos económicos europeos fueron más débiles. Nuestro indicador MICA del PIB para el último trimestre del año, más que recesión prevé un estancamiento en la zona euro. Con todo, estos datos económicos han contribuido a reducir los temores sobre una nueva recesión mundial.
- Bancos centrales prudentemente flexibles**
 No es probable que el BCE preanuncie ningún cambio en su política monetaria para la reunión de diciembre ya que dió señales de que no actuarán de forma preventiva ante los riesgos bajistas para el crecimiento. Además, que es la primera reunión de Draghi. Por otra parte, el débil crecimiento y los riesgos bajistas favorecen una postura más flexible de la Fed, aunque tienen la presión de actuar si los datos económicos no mejoran sistemáticamente. No obstante, como la Operación Twist acaba de empezar, no prevemos que la Fed anuncie un QE3 en la próxima reunión.

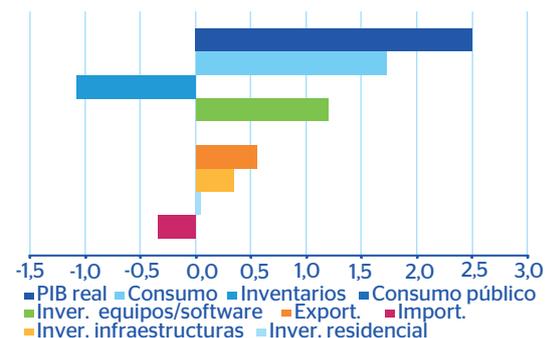
- Destacados →
- Mercados →
- Calendario →
- Datos de Mercados →

Gráfico 1
Asia: debilidad en las exportaciones



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2
EEUU: contribuciones al PIB 3T (pp)



Fuente: Bloomberg

Análisis Económico

Las cumbres europeas todavía dejan elementos clave sin resolver

Se tomaron decisiones en todos los frentes, pero todavía quedan muchos detalles por aclarar. En lo que respecta a Grecia, los líderes de la UE decidieron un recorte del 50% para los inversores privados, con mejoras crediticias de 30.000 millones de euros, para reducir la deuda griega a un sostenible 120% del PIB en 2020. También se mantiene una estrecha vigilancia y control de las reformas griegas y la Comisión trabajará in situ. En este contexto, creemos que el problema griego no se ha resuelto por completo a pesar del recorte "voluntario" del 50% a los inversores. En teoría, la deuda griega será sostenible, pero está sujeta a muchos choques y aún podría plantear retos importantes. En lo concerniente a otros países periféricos, los líderes presionaron a España y en especial a Italia para que implementen reformas. En Italia las dudas seguirán abiertas hasta que se aclare la situación política y se aprueben realmente las reformas. En España, el reto a corto plazo es cumplir el objetivo de déficit del 6%. También hay presiones con respecto a la reforma del mercado de trabajo y los problemas del sector financiero.

Tal como se había previsto, se aprobaron dos mecanismos para aprovechar más el FEEF (un SPV y un plan de seguros o de emisión de bonos, sin más detalles) con un apalancamiento previsto de 4 o 5 veces (aproximadamente un billón de euros). Se prevé que los detalles se determinarán en noviembre.

En nuestra opinión su potencia de fuego no es suficiente para provocar un círculo saludable de credibilidad, como hubiera sido el caso si el BCE hubiera asumido la tarea.

En cuanto a la recapitalización de los bancos, los líderes decidieron que se debe llegar como mínimo al 9% de capital Tier1 antes de junio de 2012, cuando la deuda soberana y los préstamos tendrán que valorarse a precios de mercado, y en el futuro será la Comisión de la UE la que determine otras medidas adicionales sobre la liquidez, como garantías para las emisiones de los bancos. Creemos que, con estas medidas, las autoridades no han frenado en primer lugar la percepción del riesgo soberano en todos los países periféricos, que era el problema subyacente.

Con respecto a la gobernanza, los líderes han tomado medidas hacia la integración fiscal, pero estas medidas están más en línea con un aumento del control que con la emisión de eurobonos.

En general, la valoración es positiva, pero se justifica una actitud de espera, pues seguimos pendientes de una apretada agenda y de un proceso de negociación todavía abierto, que supone un riesgo de ejecución de las medidas acordadas.

Los datos económicos son variados, pero hay presiones para que la Fed actúe

Los últimos informes económicos han sido desiguales, lo que fomenta las incertidumbres con respecto a las perspectivas futuras. Los datos del PIB publicados indican un crecimiento más fuerte de lo que se esperaba, debido principalmente al aumento del consumo privado, lo que reduce las preocupaciones de que se produzca una recesión. Las ventas minoristas subieron de golpe el mes pasado e indican una actividad de los consumidores mejor de la prevista. Sin embargo, los bajos niveles de confianza de los consumidores implican unos efectos más persistentes y duraderos de la crisis financiera. A pesar de las revisiones al alza de los datos de empleo del 3T, el crecimiento del empleo sigue siendo más lento que a comienzos de 2011 y los puestos de trabajo disponibles no son suficientes para reducir la tasa de desempleo. Los informes sobre la producción manufacturera están en conflicto con el ISM, lo que indica algunas mejoras, pero las encuestas de la Reserva Federal regional observan continuas desaceleraciones en el sector. Aunque algunos datos sobre la vivienda han sido mejores de lo esperado, un aumento de las propiedades con dificultades financieras podría poner en riesgo el mercado. En general, los actuales riesgos a la baja a los que se enfrenta la economía de EE. UU. contrarrestarán las posibles alzas, y tanto los consumidores como las empresas tienden a estar pesimistas acerca de las perspectivas económicas. Según nuestras previsiones, el cuarto trimestre será un poco más débil que el tercero. El débil crecimiento del empleo y otros riesgos bajistas (el riesgo político, las desaceleraciones en Europa y un mayor desapalancamiento) limitarán considerablemente la aceleración en el 4T11.

El débil crecimiento y los riesgos bajistas favorecen una postura más flexible de la Fed, aunque tienen la presión de actuar si los datos económicos no mejoran sistemáticamente. Las preocupaciones siguen centradas en bajar la tasa de desempleo y en mantener al mismo tiempo las expectativas inflacionistas bajo control. Dado que la Operación Twist acaba de empezar, no prevemos que la Fed anuncie un QE3 en la próxima reunión, sino que es bastante probable que se base más en los comunicados públicos como herramienta política, y la reunión podría ser una oportunidad para que comuniquen tanto su estrategia como sus opciones. En general, la Fed continuará supervisando los datos económicos y estará preparada para actuar de nuevo en caso de que las perspectivas de crecimiento se deterioren significativamente.

Home	→
Mercados	→
Calendario	→
Datos de Mercados	→

No es probable que el BCE actúe de forma preventiva

En las últimas dos reuniones, la atención del BCE pasó a centrarse en los riesgos bajistas para el crecimiento. De hecho, reiteraron su tendencia implícita a la flexibilización, adaptaron su discurso para allanar el terreno en caso de que haya necesidad de bajar los tipos de interés y hasta discutieron los pros y los contras de dejar los tipos sin cambios o de recortarlos. Además, parece que el BCE ya no considera que la política monetaria sigue siendo acomodaticia, ya que suprimió la frase y la sustituyó por "los tipos de interés a corto plazo siguen siendo bajos". No es probable que el BCE preanuncie ningún cambio en su política monetaria para la reunión de diciembre, ya que dicho organismo ha dado señales de que no actuarán de forma preventiva ante los riesgos bajistas para el crecimiento como lo hicieron al enfrentarse a los riesgos alcistas para la inflación, y teniendo en cuenta, además, que es la primera reunión de Draghi. Se mantendrán tanto el tono flexible como la tendencia implícita a la flexibilización; sin embargo, es probable que Draghi insista no sólo en la responsabilidad de conseguir la estabilidad de los precios sino también en la importancia de ser creíble en el cumplimiento de dicha tarea. Al mismo tiempo, reiterará que las medidas no convencionales continuarán durante tanto tiempo como sea necesario. En este sentido, no es probable que se adopten medidas adicionales teniendo en cuenta la "amplitud" de las decisiones que se tomaron en la reunión de octubre. No obstante, se darán a conocer los detalles del nuevo programa de compra de bonos cubiertos (CBPP2) para adquirir bonos emitidos por los bancos y garantizados por avales.

Las exportaciones asiáticas continúan su tendencia a la baja

La semana pasada ha seguido aumentando la evidencia de que las exportaciones de la región se desaceleran a causa del debilitamiento de la demanda mundial, como queda patente en el anuncio de Hong Kong de un resultado de septiembre por debajo de lo previsto (-3,0% a/a; consenso: +6,5%). Este débil comportamiento de las exportaciones se debe a la baja demanda desde China (-7,3% a/a), lo que a su vez se debe posiblemente al descenso de la demanda final en otros lugares (Hong Kong envía muchas materias primas a China para la manufactura y exportación de productos acabados), y desde EE. UU. (-8,9%). Las exportaciones de maquinaria y productos electrónicos (-7,5% a/a) cayó de forma pronunciada y el resultado de septiembre marcó la primera contracción interanual desde octubre de 2009. El gobierno mantiene que las perspectivas parecen 'sombrias', aunque a nuestro juicio las exportaciones tocarán fondo en los dos próximos trimestres antes de comenzar un repunte a mediados de 2012.

La moderación de los resultados de las exportaciones de Hong Kong reflejan lo que otras muchas economías asiáticas han estado experimentando desde la crisis de la UE. Más recientemente, los riesgos bajistas de una desaceleración pronunciada se han incrementado. Taiwán se enfrenta a dificultades similares a las de Hong Kong debido al deterioro de la recuperación mundial, pues el crecimiento de las exportaciones se ha mantenido por debajo del 10% durante dos meses consecutivos. Aunque las exportaciones taiwanesas de productos relacionados con la información y la comunicación todavía siguen creciendo rápidamente gracias a la fuerte demanda mundial de teléfonos inteligentes y tabletas de alta gama, en general, el componente de productos electrónicos de las exportaciones, que representa el 28%, se moderó considerablemente en el tercer trimestre, hasta situarse en el 3,0% a/a. A comienzos de este mes China advirtió de los difíciles retos que se avecinaban para sus exportaciones después de que los resultados de septiembre se quedaran por debajo de las previsiones (17,1% a/a; consenso: 20,5% a/a). La demanda desde el extranjero es probable que se mantenga débil a corto plazo. Las presiones sobre las exportaciones podrían incluso agudizarse en zonas como Tailandia, que está sufriendo trastornos debido a las fuertes inundaciones. Dicho esto, nuestra opinión es que aunque el próximo trimestre será difícil para los exportadores de Asia, la solidez de la demanda interna y la fortaleza del comercio intrarregional servirán de amortiguador y crearán el escenario propicio para un futuro repunte.

Home →

Mercados →

Calendario →

Datos de Mercados →

Análisis de Mercados

Mercados

Tipos de Interés Global

Tipos de Interés Europa y EEUU

José Miguel Rodríguez

josemiguel.rodriguez@grupobbva.com
+34 91 374 68 97

Crédito Europa

Antonio Vilela

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

Tipos de Interés: con la garantía del FEEF, ¿qué precio tendrán ahora los bonos periféricos?

Convertir el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) en un seguro que garantice un porcentaje de las primeras pérdidas de los nuevos bonos emitidos por países vulnerables debería fomentar el apetito de riesgo por parte de los inversores. Somos conscientes de que esta medida provocará una fragmentación del mercado, con dos tipos de bonos: i) los viejos bonos; y ii) los nuevos bonos con mejora crediticia. De hecho, recientes declaraciones ofrecen otra alternativa al afirmar que "se ofrecerá a los inversores privados un seguro de riesgo opcional cuando compren bonos en el mercado primario". Aunque al principio se puedan dar algunas distorsiones en los flujos conforme los inversores vendan sus bonos viejos para comprar bonos nuevos, esta situación no sería muy diferente a cuando hace tres años se lanzaron los bonos garantizados por el Gobierno para apoyar al sistema bancario, y en nuestra opinión las consecuencias negativas son manejables.

Hemos realizado una estimación del impacto en las rentabilidades de los bonos, asumiendo una protección del 20%. La aproximación se basa en la idea de valorar una cartera compuesta por el bono actual y un CDS que pague el 20% del nocional en caso de impago.

Por ejemplo, un CDS de España a 10 años se sitúa en los 374 pb, lo que equivale a pagar el 25.50% en valor presente a día de hoy. Si asumimos una tasa de recuperación del 40%, la prima inicial que se paga para garantizar el 20% en caso de impago por parte de España es un 8.50% del nocional ($25.50\% \times 20\% \div (1-40\%) = 8.50\%$). Teniendo en cuenta el DV01 de la referencia actual a 10 años, el coste de la mejora crediticia representa una rentabilidad del 1.17%, por lo que el nuevo tipo debería estar por debajo de los niveles de tipos actuales en una cantidad similar a este diferencial.

Tras realizar esta estimación para los tres países y con vencimientos diferentes, en general los resultados se mueven en el rango de los 100 pb y 150 pb por diferencial, siendo Italia el país que más se beneficiaría y Bélgica el que menos, debido a los niveles de tipos (ver Tabla 1).

Apoyo a los mercados de crédito

Las medidas anunciadas tras la cumbre de la UE podrían ser positivas para el estrechamiento de los Spreads en los bonos bancarios tanto a nivel de deuda senior como subordinada (Lower Tier 2) en la UE, mientras que el impacto sobre los instrumentos Tier 1 dependerá de cada caso particular. Una mayor protección del capital y una superior solvencia, ceteris paribus, reduce la probabilidad de impago y por lo tanto ayuda al mercado de crédito. Es más, creemos que la declaración del martes de la EBA, que prevé un mecanismo de apoyo para la financiación a largo plazo a través de la emisión de deuda con garantías del estado, puede respaldar en gran medida los Covered Bonds, dado el menor riesgo de refinanciación para los bancos europeos.

Como consecuencia del acuerdo alcanzado sobre la crisis de deuda soberana europea, el iTraxx se ha estrechado 20pb y cotiza a niveles de finales de Agosto, en 155pb, en comparación con los 175 pb del pasado Viernes. El sector financiero ha sido el que más se ha beneficiado, con el iTraxx Financial Senior estrechando 28pb en una semana y el iTraxx Financial Subordinated de 56 pb hasta 415 pb desde los 471 pb de la semana pasada. Los soberanos también se han beneficiado de la acusada reducción en sus primas de riesgo, estrechando 40pb hasta 295pb.

Los mercados primarios permanecieron poco activos antes de la cumbre de la UE y la publicación de varios resultados corporativos. Destacaríamos la emisión de 1.000 mill. de EUR y 500 mill de GBP por parte de la compañía mexicana América Móvil. La semana también ha sido tranquila en lo referente a cambios de rating sin actuaciones importantes de las agencias.

Esperamos que la actividad aumente la próxima semana cuando salgan más emisores del período de blackout y el ECB anuncie los detalles de su Plan de adquisición de Covered Bonds.

Tabla 1

Rentabilidad en emisión de nuevos bonos

País	Rentabilidad 10A	10A CDS (pb)	CDS 10A upfront	CDS 20% upfront	10A DV01	Variación de rentabilidad	Rentabilidad ajustada 10A
Italia	5,93%	448	29,50%	9,83%	6,80	-1,45%	4,48%
Bélgica	4,41%	295	21,00%	7,00%	7,80	-0,90%	3,51%
España	5,51%	374	25,50%	8,50%	7,25	-1,17%	4,34%

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Home →

Destacados →

Calendario →

Datos de Mercados →

Análisis Económico

Europa

Agustín García
agustin.garcia@bbva.com
+34 91 3747938

EE.UU.

Kim Fraser
kim.fraser@bbvacompass.com
+1 713 881 0655

Asia

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

Calendario: Indicadores

Zona euro: inflación IPCA preliminar (octubre, 31 de octubre)

Previsión: 2,9% a/a

Consenso: 2,8% a/a

Anterior: 3,0% a/a

Comentario: creemos que tanto la inflación general como la subyacente se moderarán ligeramente en octubre, los precios más bajos de la energía y una leve desaceleración de los precios de los bienes industriales no energéticos. Pero hay una gran incertidumbre en la previsión de la inflación de los bienes industriales por la estacionalidad. Continuamos esperando que el índice general de precios se modere a finales de año, impulsado por los efectos base favorables de los precios de la energía y vuelva a situarse por debajo del objetivo del BCE a principios de 2012. En lo que respecta a la inflación subyacente, esperamos que oscile en torno al 1,8%-1,9% a/a en lo que queda de 2011, para mostrar después cierta moderación. **Repercusión en los mercados:** vemos algunos riesgos bajistas para nuestras previsiones.

Zona euro: tasa de desempleo (septiembre, 31 de octubre)

Previsión: 10,0%

Consenso: 10,0%

Anterior: 10,0%

Comentario: esperamos que la tasa de desempleo se haya mantenido estable en septiembre. No obstante, la creciente incertidumbre acerca del comportamiento de la economía en los próximos trimestres será un lastre para las intenciones de contratación, que han empeorado, y por consiguiente los riesgos para la tasa de desempleo se inclinarán al alza en los próximos meses. **Repercusión en los mercados:** no prevemos cambios importantes en el desempleo, aunque unos resultados peores de lo esperado podrían aumentar las preocupaciones acerca de una recesión secundaria.

EE.UU.: Índice ISM manufacturero (octubre, 1 de noviembre)

Previsión: 52,0

Consenso: 52,3

Anterior: 51,6

Comentario: se prevé que el Índice ISM manufacturero mostrará una ligera aceleración de la actividad económica en comparación con el mes anterior. Las cifras del tercer trimestre son mucho más débiles que en el 1S11, pero las encuestas de la Reserva Federal regional indican algunas mejoras en octubre. Los repuntes observados en la producción y en los pedidos nuevos podrían apuntar a una recuperación de la demanda. Sin embargo, últimamente las presiones sobre los precios han sido más fuertes de lo previsto y podrían incrementar el riesgo a la baja para las expectativas de demanda. Además, no se espera que el empleo en el sector manufacturero mejore mucho después de dos meses consecutivos de caídas. **Repercusión en los mercados:** el informe del ISM podría provocar cierta ansiedad en los mercados si indica un nuevo deterioro en las condiciones de la demanda.

EE.UU.: empleo no agrícola y tasa de desempleo (octubre, 4 de noviembre)

Previsión: 105.000; 9,1%

Consenso: 100.000; 9,1%

Anterior: 103.000; 9,1%

Comentario: los datos económicos desiguales de octubre indican poca mejora en la situación del empleo y este mes sólo apuntan a un modesto crecimiento del empleo no agrícola. Las empresas siguen anunciando planes de recorte de empleos. Los datos de empleo de los informes sobre producción manufacturera han sido heterogéneos, lo que indica que el crecimiento del empleo en el sector será débil. Además, es probable que continúen los despidos en el empleo público. Las demandas iniciales por desempleo han oscilado en torno a las 400.000, pero no han caído por debajo de este nivel desde septiembre. Ante estas tendencias en el mercado de trabajo, no prevemos que caiga la tasa de desempleo. **Repercusión en los mercados:** las expectativas de los mercados en cuanto al crecimiento del empleo son bajas, pero si los resultados del empleo fueran notablemente débiles, podrían volver a cambiar la situación y suscitarse temores de que se produzca un incremento en la tasa de desempleo.

Home



Destacados



Mercados



Datos de Mercados



China: PMI de octubre (1 de noviembre)

Previsión: 51,7

Consenso: 51,8

Anterior: 51,2

Comentario: a pesar de las recientes preocupaciones acerca de la fortaleza del impulso de crecimiento de China a medida que se debilita la demanda externa, los últimos indicadores de actividad han aguantado bien en septiembre. Un ejemplo de ello es que la última estimación preliminar del índice de gerentes de compras del sector privado correspondiente a octubre (Markit) subió hasta el 51,1 después de estar en la zona de contracción (por debajo de 50), debido a la fortaleza que muestran los componentes de los pedidos nuevos y los pedidos de exportación. Esperamos que el índice de gerentes de compras mensual oficial, que cubre una muestra más amplia, confirme un leve repunte con respecto al mes anterior. **Repercusión en los mercados:** un valor por debajo de lo previsto podría hacer mella en la confianza acerca de las perspectivas de crecimiento.

Datos de Mercado

		Cierre	Cambio semanal	Cambio mensual	Cambio anual	
Tipo de interés (cambio en pbs)	EE.UU.	3-meses Libor	0,43	1	6	14
		Tipo 2 años	0,30	3	5	-4
		Tipo 10 años	2,31	10	34	-28
	EMU	3-meses Euribor	1,59	1	5	55
		Tipo 2 años	0,62	-4	2	-37
		Tipo 10 años	2,18	8	17	-34
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,416	2,2	4,0	1,8
		Libra-Euro	0,88	1,0	0,9	1,2
		Franco Suizo-Euro	1,22	-0,3	0,1	-10,7
	América	Argentina (peso-dólar)	4,24	0,0	0,7	7,1
		Brasil (real-dólar)	1,70	-4,4	-6,8	-0,1
		Colombia (peso-dólar)	1863	-1,8	-2,6	1,6
		Chile (peso-dólar)	489	-4,7	-4,7	-0,1
		México (peso-dólar)	13,13	-3,5	-2,4	6,3
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,71	-0,5	-2,2	-3,3
	Asia	Japón (Yen-dólar)	75,77	-0,6	-1,0	-5,9
		Corea (KRW-dólar)	1104,30	-3,8	-5,9	-1,8
		Australia (AUD-dólar)	1,071	3,7	8,5	9,1
MMPP (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)	110,5	0,9	6,5	32,9	
	Oro (\$/onza)	1744,5	6,2	8,4	28,3	
	Metales	538,9	1,4	-0,8	-0,7	
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	9199	3,9	8,5	-14,9
		EuroStoxx 50	2459	5,2	13,0	-13,6
		EE.UU. (S&P 500)	1282	3,5	11,3	8,3
	América	Argentina (Merval)	2991	6,9	19,0	-0,5
		Brasil (Bovespa)	59444	7,6	11,6	-15,9
		Colombia (IGBC)	13566	0,4	5,3	-14,7
		Chile (IGPA)	20557	3,7	9,1	-10,1
		México (CPI)	36974	5,6	10,6	4,0
		Perú (General Lima)	20028	6,2	8,0	4,2
	Asia	Venezuela (IBC)	106566	3,1	7,0	57,9
		Nikkei225	9050	4,3	5,0	-1,7
		HSI	20019	11,1	11,1	-13,3
Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	150	-26	-43	53
		Itraxx Xover	635	-93	-171	178
	Riesgo Soberano	CDS Alemania	71	-19	-33	37
		CDS Portugal	992	-87	-102	614
		CDS España	322	-53	-58	107
		CDS EE.UU	36	-5	-16	---
		CDS Emergentes	258	-55	-95	53
		CDS Argentina	862	-148	-182	237
		CDS Brasil	134	-29	-57	34
		CDS Colombia	132	-30	-55	32
		CDS Chile	103	-26	-39	35
		CDS México	130	-29	-58	24
		CDS Perú	135	-30	-57	28

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.