

Madrid, 20 septiembre 2010

Análisis Económico

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

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

Victoria de Zuriarrain
 victoria.zuriarrain@grupobbva.com
 +34 91 537 75 84

Toda la atención en el FOMC ...

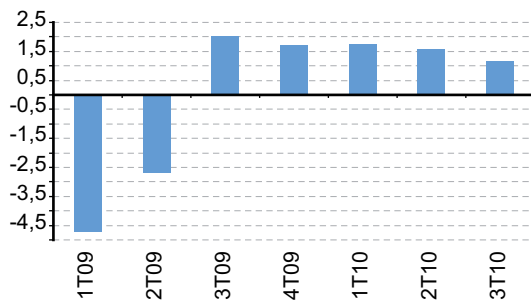
La ausencia de sorpresas relevantes en los datos macro ha desviado el interés de los mercados hacia la reunión del FOMC. Aunque se especula acerca de un segundo estímulo de medidas no convencionales, no preveamos cambios relevantes en este terreno, sobre todo ante la ausencia de grandes sorpresas negativas desde la última reunión. En este contexto, la Fed podría esperar hasta la próxima cita en noviembre, donde se conocerán las nuevas previsiones de crecimiento, desempleo e inflación. Los datos de EE.UU. siguen apuntando a una moderación paulatina en el 3T, con cifras de desempleo ligeramente a la baja, aunque todavía elevadas y una desaceleración visible de la producción industrial desde el 2T. En Europa, los datos de esta semana revelan que el dinamismo del sector exterior podría enfriarse en los próximos meses, aunque la solidez de las economías asiáticas continúa como elemento de soporte. Además de los nuevos datos macro, será relevante el seguimiento de las actas del Banco de Inglaterra y su visión sobre los precios.

... mientras que los mercados de bonos europeos empiezan a mostrar signos de diferenciación

Aunque la situación actual sigue preocupando, los mercados de bonos europeos empiezan a mostrar signos de diferenciación, con un comportamiento algo mejor para España e Italia, en especial después de que las últimas subastas de bonos y letras mostraran resultados positivos en comparación con sus 'vecinos'. La sostenibilidad de esta tendencia dependerá en buena parte de la percepción de los mercados, más que de los datos, por lo que no deben descartarse nuevos episodios de tensionamiento.

Gráfico 1

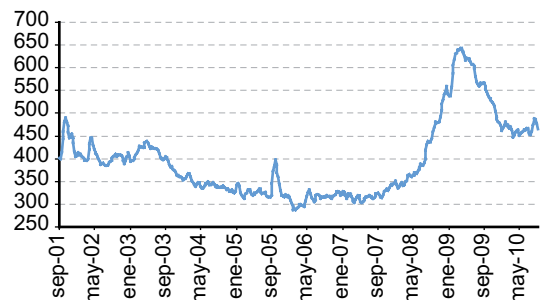
EE.UU: Índice de producción industrial (manufacturas; media móvil 3 meses %;sa)



Fuente: Datastream y BBVA Research

Gráfico 2

EE.UU: Peticiones iniciales por desempleo (media móvil 4 semanas; miles)



Fuente: BLS y BBVA Research

Destacados

Mercados



Destacados



Calendario



Datos Mercado



Grecia va por el buen camino

Grecia ha sido noticia en las últimas semanas. Aunque la situación en el sector bancario dista de normalizarse, el apoyo mostrado por el FMI, la CE y el BCE durante el *road-show* iniciado en Londres es impresionante y sugiere que se hará todo lo posible por evitar una hipotética suspensión de pagos.

La atención se centra en el FOMC

Los miembros del FOMC volverán a reunirse la próxima semana. Aunque se especula sobre la posibilidad de que la Fed anuncie un segundo estímulo de medidas no convencionales o un cambio de política en cuanto al interés que se paga por los excedentes de reservas, no esperamos cambios al menos hasta la reunión de noviembre, cuando se publicarán las nuevas proyecciones de crecimiento, desempleo e inflación.

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

Crédito Europa
Consumo Cíclico, Tabaco & TROs
Ana Greco
ana.greco@grupobbva.com
+34 91 374 66 89

Máxima atención a los bancos centrales

A lo largo de las últimas semanas se ha incrementado el grado de trascendencia que el mercado le otorga a toda información procedente de los Bancos Centrales hasta el punto que éstos se han convertido en los verdaderos catalizadores de los mismos. Por un lado destaca la intervención del BoJ y MoF japonés para frenar la apreciación del yen y por otro las expectativas del mercado sobre la posible expansión de medidas no convencionales por parte de la Fed.

¿Seguirá la fortaleza del yen y la debilidad del dólar?

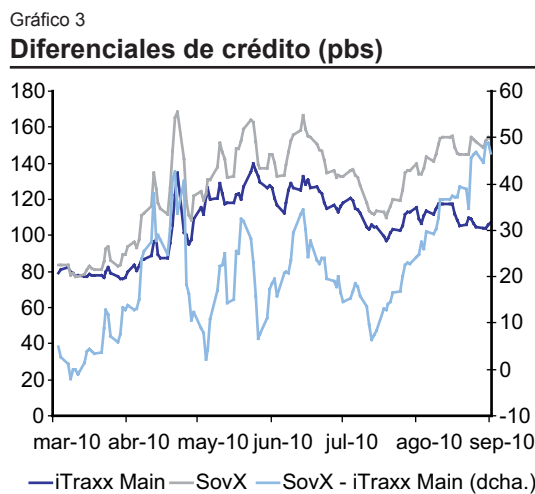
En lo que respecta al yen, pensamos que mientras las primas de riesgo se mantengan elevadas, la capacidad de nuevas ganancias de la renta variable limitadas y los tipos OCDE sesgados hacia la parte baja de sus rangos, la divisa nipona podría mantener niveles de apreciación no coherentes con sus fundamentales.

Por otro lado, si la FED se limita a mantener el discurso proactivo de cara a las condiciones de laxitud a medio plazo, pero sin que esto suponga la necesidad de tener que intensificar sus estímulos, se reforzaría nuestra idea de que es menos probable volver a los mínimos de tipos vistos en agosto (2.40% en 10A Treasury). Con todo, los repuntes de tipos podrían ser aún ser lentos y limitados. En este contexto, el dólar encontraría mayor excusa para limitar las cesiones.

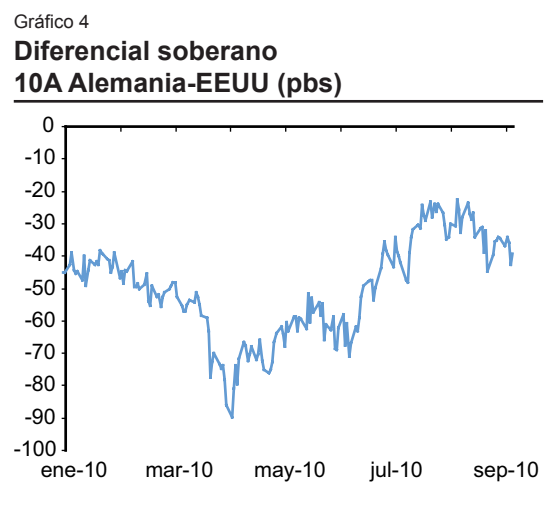
La diferenciación entre deuda corporativa y soberana se amplía

Después del reciente rally que ha habido en crédito desde inicios de septiembre, esta semana hemos visto cierta ralentización a raíz de la retoma de posiciones cortas y toma de beneficios por parte de los inversores. En este contexto, cabe destacar el peor comportamiento relativo del índice SovX (152bp) frente a iTraxx Main (106bp). El diferencial entre ambos índices llegó a alcanzar un nuevo record esta semana (50bp) tras la tibia acogida de la subasta de deuda a 12 meses de Portugal (miércoles) y el momentum negativo de Irlanda (S&P bajó el rating de Anglo Irish Bank a BBB+). En un contexto adverso para los créditos periféricos, señalamos la diferenciación que los inversores parecen estar haciendo entre Portugal e Irlanda frente a España e Italia (siendo los primeros los drivers del underperformance de SovX esta semana). Esto se ha visto demostrado en el diferente éxito que han tenido las subastas de deuda española y portuguesa esta semana. En el caso de Portugal, el yield de 3.369% estuvo muy por encima del pagado en su anterior subasta (2.756%), mientras que su bid-to-cover ratio también fue peor que en su subasta de principios de mes (1.6x frente a 2.1x). En contraste, las subastas de 10 y 30 años de España fueron un éxito. España logró colocar €2.7bn de sus bonos a 10 años a un yield medio de 4.144% (frente al 4.8464% de Junio) y un bid-to-cover ratio de 2.32x (en junio fue de 1.89x). En el caso del bono a 30 años, el Tesoro colocó €1.28bn a un yield medio de 5.077% y un bid-to-cover ratio de 2.1x (frente a un yield previo de 5.908%).

- Home →
- Destacados →
- Calendario →
- Datos Mercado →



Fuente: Markit y Bloomberg



Fuente: Bloomberg

Análisis Económico

Destacados

Europa

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

Elvira Prades

elvira.prades@grupobbva.com
+34 91 537 79 36

Agustín García Serrador

agustin.garcia@grupobbva.com
+34 91 374 7938

EE.UU.

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

Hakan Danis

hakan.danis@bbvacompass.com
(+1) 713 843 5382

Escenarios Financieros

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

Grecia va por el buen camino

Grecia fue noticia en las últimas semanas porque el Ecofin aprobó al inicio de septiembre el segundo tramo de ayuda al país por valor de 9 mM de euros (del total de 110 mM comprometidos), mientras que el ministro de finanzas griego comenzó el miércoles en Londres un *road-show* para convencer a los inversores de que el país va por buen camino. Los diferenciales siguen siendo altos dada la combinación de los problemas de liquidez de los bancos griegos, con pérdidas de depósitos y una elevada dependencia de la financiación del BCE sin signos de mejora como los observados recientemente en otros países. En la prensa abundan los comentarios sobre las posibilidades para evitar la reestructuración de la deuda en Grecia, y aunque para muchos es inevitable, el apoyo mostrado por el FMI, la CE y el BCE en el *road-show* es impresionante y sugiere que se hará lo posible para evita una hipotética suspensión de pagos. El ajuste fiscal, por su parte, continúa su curso, superando incluso el objetivo de este año. Aunque los ingresos van por detrás de lo previsto y su crecimiento ha sido menor, el recorte del gasto ha sido más profundo de lo esperado y probablemente se superará el objetivo de déficit de -8,1% en 2010. Sin embargo, la revisión del verano del FMI-CE previa al segundo tramo advierte de ciertas incertidumbres en cuanto a los datos de ejecución de determinados entes. En cuanto a las reformas estructurales, las noticias también son positivas, sobre todo la reforma de las pensiones, que es ambiciosa y establece parámetros más estrictos que los de muchos países de la UE. No obstante, las que siguen en fase de elaboración son precisamente las más vinculadas al crecimiento: la reforma laboral y la liberalización de distintas profesiones. En cuanto a la actividad, el crecimiento del PIB sigue siendo negativo y los indicadores actuales sugieren una estabilización, aunque en tasas negativas: el FMI-CE mantiene su previsión de caída del PIB en -4% este año y -2,5% en 2011. La incertidumbre sobre la recuperación y la consecución de un crecimiento sostenible y el hecho de que la deuda se acercará al 150% del PIB aunque el programa tenga éxito, son los principales temas de preocupación.

La atención se centra en el FOMC

Los miembros del FOMC volverán a reunirse la próxima semana. Aunque se especula sobre la posibilidad de que la Fed anuncie un segundo estímulo de medidas no convencionales o un cambio de política en cuanto al interés que se paga por los excedentes de reservas, no esperamos cambios al menos hasta la reunión de noviembre, cuando se publicarán las nuevas proyecciones de crecimiento, desempleo e inflación. Como ha destacado Bernanke en un par de ocasiones, las preocupaciones principales de la Fed son la estabilidad financiera, la inflación y la recuperación económica. Aunque la recuperación económica es más lenta de lo previsto, la estabilidad financiera parece encarrilada y la inflación está bajo control. Por ello, esperamos que a menos que haya una amenaza significativa para la estabilidad financiera que pueda afectar negativamente a la recuperación o que haya signos claros y significativos de deflación, la Fed mantendrá el rumbo actual.

Las actas anteriores y el discurso de Bernanke en Jackson Hole reflejan el deseo de la Fed de comunicar con exactitud el propósito del plan de compras del Tesoro. Lo que pretende con ello es asegurarse de que el mercado interpreta el mantenimiento del tamaño del balance como una forma de mantener su neutralidad, más que como señal de un nuevo paso hacia delante. Además, no esperamos que la Fed reduzca el interés sobre los excedentes de reservas, en línea con las recientes declaraciones de Bernanke. Desde su discurso en Jackson Hole, los datos económicos han sido un poco mejor de lo previsto, pero la capacidad excedente sigue frenando los precios. Por tanto, no hay razón para creer que la Fed vaya a anunciar un cambio de política esta semana.

Aunque los últimos indicadores de inflación apuntan a una desaceleración, dado que las expectativas sobre inflación continúan ancladas y que tanto las previsiones como los datos siguen dentro del objetivo de estabilidad de precios, un cambio de política podría implicar más costes que beneficios. La inflación subyacente permaneció sin cambios en agosto, aunque en términos interanuales continúa en el 0,9% desde abril. Aunque cabe la posibilidad de un escenario de deflación a corto plazo, la probabilidad es baja. Sin embargo, si la inflación sorprende a la baja en los próximos meses, podría esperarse un cambio en las políticas de la Fed, aunque es todavía demasiado pronto para especular. Por consiguiente, creemos que la inflación seguirá baja pero positiva en 2010, lo que garantizaría tipos de interés bajos durante un periodo de tiempo prolongado.

Home



Mercados



Calendario



Datos Mercado



Análisis Económico

Calendario: Indicadores

Europa

Agustín García Serrador
agustin.garcia@grupobbva.com
+34 91 374 79 38

EE.UU.

Hakan Danis
hakan.danis@bbvacompass.com
+1 713 843 5382

Asia

Bingjie Hu
bingjie.hu@bbva.com.hk
+852 2582 3198

Ricard Torne

ricard.torne@bbva.com.hk
+852 2582 3198

Fielding Chen

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

EE.UU.: reunión del FOMC (21 de septiembre)

Previsión: 0,25%	Consenso: 0,25%	Anterior: 0,25%
------------------	-----------------	-----------------

Comentario: se prevé que el tipo de los fondos federales se mantendrá inalterado, mientras seguimos creyendo que la Fed no empezará a subir tipos antes del 3T11. Bernanke dejó claro en Jackson Hole que la Fed está dispuesta a hacer todo lo necesario para apoyar la economía si las perspectivas empeoran de forma sustancial. No obstante, también destacó que, por el momento, no existe un riesgo significativo que justifique actuar. Desde su discurso, los indicadores han venido mejor de lo previsto y por lo tanto no esperamos que se produzcan cambios relevantes en la reunión de esta semana. **Repercusión en los mercados:** no se esperan cambios relevantes en esta cita, puesto que la Fed no es partidaria de incluir en su función de reacción elementos que puedan sorprender al mercado.

EE.UU.: pedidos de bienes duraderos (agosto, 24 de septiembre)

Previsión: -1,5% m/m	Consenso: -0,9% m/m	Anterior: 0,4% m/m
----------------------	---------------------	--------------------

Comentario: se prevé que los pedidos de bienes duraderos caigan en agosto tras el aumento del 0,4% de julio, debido al incremento de los componentes más volátiles. El mercado estará muy atento a esta publicación, pues podría dar una idea del ritmo de recuperación. **Repercusión en los mercados:** una sorpresa positiva apuntaría a un mejor comportamiento del sector industrial, algo no apuntado por los indicadores cualitativos.

Zona euro: nuevos pedidos industriales (julio, 22 de septiembre)

Previsión: -0,3% m/m	Consenso: -1,4% m/m	Anterior: 2,5% m/m
----------------------	---------------------	--------------------

Comentario: se prevé un ligero decrecimiento en julio, tras el fuerte crecimiento de mayo y junio. Las encuestas de gerentes revelan ya una desaceleración en el sector, especialmente en los pedidos del extranjero. En general, estas cifras sugieren que la recuperación industrial se modera tras haber llegado a su máximo en el 2T. **Repercusión en los mercados:** una sorpresa negativa suscitaría inquietud acerca del crecimiento del sector industrial, aunque dada la volatilidad de la serie no es probable que las pequeñas desviaciones afecten mucho a los mercados.

Zona euro: índice PMI compuesto preliminar (septiembre, 23 de septiembre)

Previsión: 55,5	Consenso: 55,7	Anterior: 56,2
-----------------	----------------	----------------

Comentario: esperamos una nueva caída en septiembre, tras haber estado oscilando en torno a los 56,5 puntos en los meses precedentes, ligeramente por debajo del máximo alcanzado en abril. En general, el promedio del indicador en el 3T debería estar un poco por debajo del registrado en el 2T, lo que sugiere una desaceleración no muy rápida de la economía de la zona euro en el trimestre actual. **Repercusión en los mercados:** es poco probable una caída mayor la prevista, aunque de producirse se recibiría como un signo de rápido deterioro de las perspectivas en la segunda mitad del año.

[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	0,29	0	-5	0
		Tipo 2 años	0,46	-10	-2	-53
		Tipo 10 años	2,74	-5	17	-72
	EMU	3-meses Euribor	0,88	0	-1	12
		Tipo 2 años	0,78	4	12	-51
		Tipo 10 años	2,44	4	12	-94
Divisas (cambios en %)	Europa	Dólar-Euro	1,306	2,7	1,8	-11,3
		Libra-Euro	0,83	0,8	1,6	-7,8
		Franco Suizo-Euro	1,32	1,7	-0,5	-13,0
	América	Argentina (peso-dólar)	3,95	0,0	0,3	2,9
		Brasil (real-dólar)	1,72	-0,1	-2,6	-5,1
		Colombia (peso-dólar)	1809	0,5	-0,5	-7,2
		Chile (peso-dólar)	499	0,4	-1,9	-8,6
		México (peso-dólar)	12,81	-1,1	0,6	-3,4
		Perú (Nuevo sol-dólar)	2,79	-0,1	-0,4	-3,6
		Asia	Japón (Yen-dólar)	85,78	1,9	0,5
	Corea (KRW-dólar)	1158,50	-0,4	-1,7	-4,0	
	Australia (AUD-dólar)	0,939	1,4	5,1	8,0	
	MMPP (Var %)	Brent de petróleo (\$/b)	77,9	-0,3	3,4	9,2
		Oro (\$/onza)	1276,6	2,4	3,6	26,7
Metales		517,3	1,2	3,0	17,6	
Renta Variable (cambios en %)	Euro	Ibex 35	10645	-0,4	4,0	-9,6
		EuroStoxx 50	2768	-0,4	3,5	-4,1
	América	EE.UU. (S&P 500)	1127	1,6	4,8	5,5
		Argentina (Merval)	2456	0,8	1,1	22,3
		Brasil (Bovespa)	67235	0,6	0,5	10,8
		Colombia (IGBC)	14014	-0,9	4,3	28,4
		Chile (IGPA)	22500	1,8	6,4	44,9
		México (CPI)	33047	1,3	2,8	10,4
		Perú (General Lima)	16687	3,3	12,2	10,2
	Venezuela (IBC)	66794	2,3	2,8	24,7	
	Asia	Nikkei225	9626	4,2	2,8	-7,2
		HSI	21971	3,4	4,3	1,6
	Crédito (cambios en bps)	Ind.	Itraxx Main	107	2	-4
Itraxx Xover			472	-3	-26	-59
Riesgo Soberano		CDS Alemania	40	0	-2	20
		CDS Portugal	340	9	68	290
		CDS España	230	3	14	165
		CDS EE.UU	47	0	0	---
		CDS Emergentes	235	-15	3	-32
		CDS Argentina	767	-113	-54	-443
		CDS Brasil	114	-11	-6	-2
		CDS Colombia	120	-10	0	-24
		CDS Chile	77	2	-6	1
		CDS México	125	-11	7	-22
		CDS Perú	w117	-8	15	-6

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".