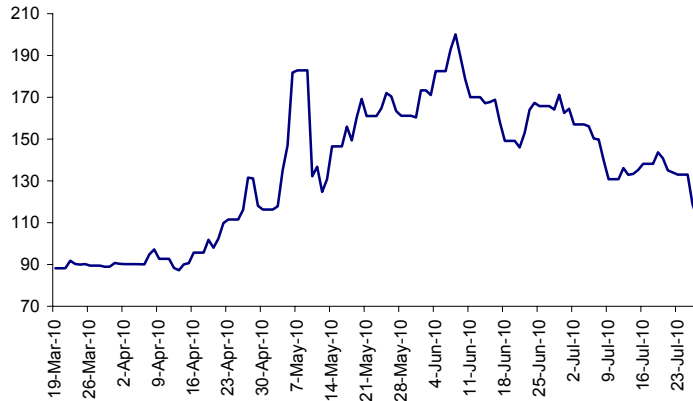


AGOSTO, 2010

Indice de CDS de Instituciones Europeas



Fuente: Bloomberg

RESUMEN EJECUTIVO

En Pocas Palabras:

Los reguladores de la Unión Europea examinaron 91 de los bancos de la comunidad europea para evaluar si tenían capital suficiente para soportar una recesión y una crisis de deuda soberana.

El objetivo de la prueba fue tranquilizar a los inversionistas en cuanto a la salud de las entidades financieras después de que la crisis fiscal aporreó los bonos de Grecia.

La crisis fiscal de Europa desencadenó la especulación de que los bancos quebrarían como consecuencia de las pérdidas con la deuda soberana que tienen en sus carteras.

EE.UU.:

Los indicadores económicos sugieren que el ritmo de la recuperación económica se ha moderado: el PIB creció 2.4% en el segundo trimestre luego de haber crecido 2.7% en el primero debido al mayor déficit comercial y al menor gasto del consumidor.

Las ventas de casas usadas disminuyeron 5.1% en junio, lo que implica que permanece la debilidad en el mercado de bienes raíces.

Europa:

Lo que parece que los mercados han descontado es que el euro subsistirá como moneda, y que los países periféricos de la eurozona podrán refinanciar su deuda; pero aún hay incertidumbre sobre la evolución de la economía, lo que se refleja en las diferentes lecturas de la confianza.

Japón y China:

El voto de castigo de los japoneses en contra del Partido Democrático de Japón (PDJ) en las elecciones de la Cámara Alta del Parlamento.

Latinoamérica:

De acuerdo a los últimos indicadores económicos, se ha acelerado la recuperación de las economías de la región.

CONTENIDO:

En Pocas Palabras
Estrés por la prueba

2

Estados Unidos
Incertidumbre Inusual
Europa
¿Prueba Superada?

4

9

Japón y China

Incertidumbre Constante

Latinoamérica

Velocidad en la Recuperación

14

19



En pocas palabras

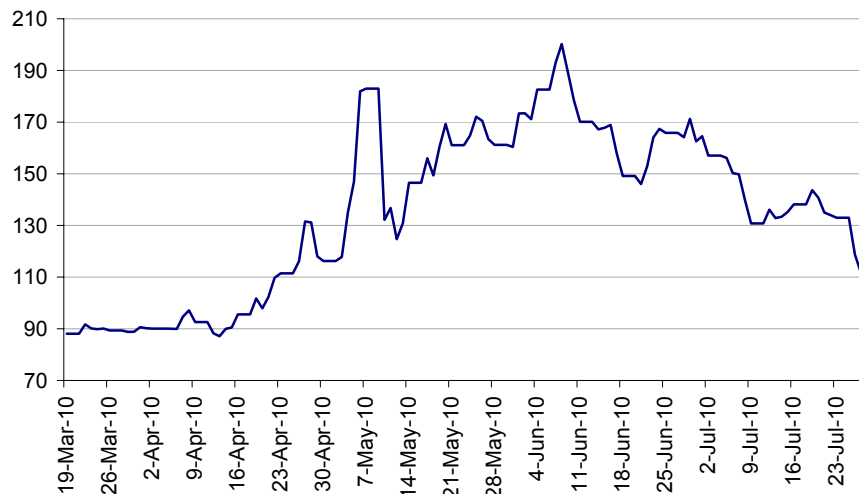
ESTRÉS POR LA PRUEBA

Noventa y un bancos, un examen, días de espera e incertidumbre, pero al final, suspiro de alivio por que la mayoría de los examinados pasaron la prueba. Los reguladores de la Unión Europea examinaron 91 de los bancos de la comunidad europea para evaluar si tenían capital suficiente para soportar una recesión y una crisis de deuda soberana, con una razón de capital de Grado 1 (Tier 1 en inglés) de un 6% como mínimo. La razón de capital de Grado 1 consiste en acciones comunes, utilidades retenidas, acciones preferente perpetuas e interés minoritarios en subsidiarias consolidadas menos intangible como el "goodwill".

Los resultados: sólo siete bancos no pasaron los exámenes de estrés (cinco españoles, un alemán y uno griego), con una insuficiencia de capital combinada de 3,500 millones de euros (4,500 millones de dólares), según el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS por sus siglas en inglés). Dicha cifra fue mucho menor de lo que se esperaba.

Cabe destacar que los resultados de esas pruebas muestran la capacidad del grupo BBVA de afrontar escenarios macroeconómicos adversos manteniendo sus niveles de solvencia. Según la prueba de estrés, en el escenario más adverso para 2011, que incorpora también el impacto adicional de una eventual crisis de riesgo soberano, el grupo BBVA mantendría a finales de 2011 prácticamente el mismo ratio de capital Grado 1 (9.3%) que tenía a finales del ejercicio 2009 (9.4%).

Gráfica 1: Índice de CDS de Instituciones Europeas

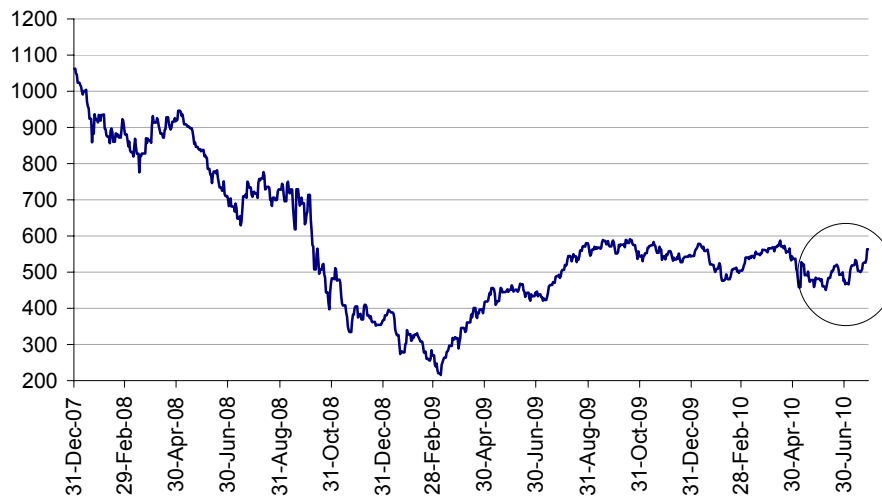


Fuente: Bloomberg

El objetivo de la prueba fue tranquilizar a los inversionistas en cuanto a la salud de las entidades financieras después de que la crisis fiscal aporrecó los bonos de Grecia. Aunque hubo críticas porque algunos participantes del mercado consideraron que la prueba no había sido lo suficiente estricta, el veredicto inicial del mercado parece ser favorable. Así lo demuestra la disminución del costo de asegurarse contra pérdidas de bonos bancarios europeos (*ver gráfica 1*) y la subida de las acciones de los bancos europeos (*ver gráfica 2*); así como el repunte del euro, de 1.2237 a finales de junio a niveles cercanos al 1.30 a finales de julio.



Gráfica 2: Índice de Bancos Europeos



Fuente: Bloomberg

A los inversionistas les preocupaba que los resultados de las pruebas ocultaran el tamaño verdadero de las carteras de deuda del Gobierno porque solamente se examinaron los bonos en las carteras de negociación de los bancos, excluyéndose los bonos que se conservarán hasta su vencimiento. La crisis fiscal de Europa desencadenó la especulación de que los bancos quebrarían como consecuencia de las pérdidas con la deuda soberana que tienen en sus carteras.

Los resultados de la prueba de estrés, junto con las reducciones de presupuesto anunciadas por varios países europeos, así como el programa de respaldo financiero por 750,000 millones de euros anunciado en mayo, son pasos en la dirección correcta para restaurar la confianza en los mercados. Sin embargo, la volatilidad seguirá elevada hasta que los participantes del mercado digieran que la zona euro no desaparecerá y que la reciente corrección ha creado oportunidades de inversión, ya que como dice el viejo refrán: "No hay mal que dure cien años..."

Fuera de la zona euro, los mercados están ajustando sus expectativas a la baja para incorporar un menor crecimiento económico en todo el mundo. Esto debido al menor consumo esperado de los estadounidenses, la debilidad del empleo, la consolidación fiscal en Europa y el freno a la expansión en China. Esto implica que los inversionistas también deben ajustar sus expectativas a la baja, es decir, deben esperar menores rendimientos por sus inversiones.

Por lo que habrá que ser selectivos y prudentes, y, sobre todo, mantener una cartera diversificada en diferentes clases de activos de diversas regiones geográficas, así como evitar apuestas puntuales.

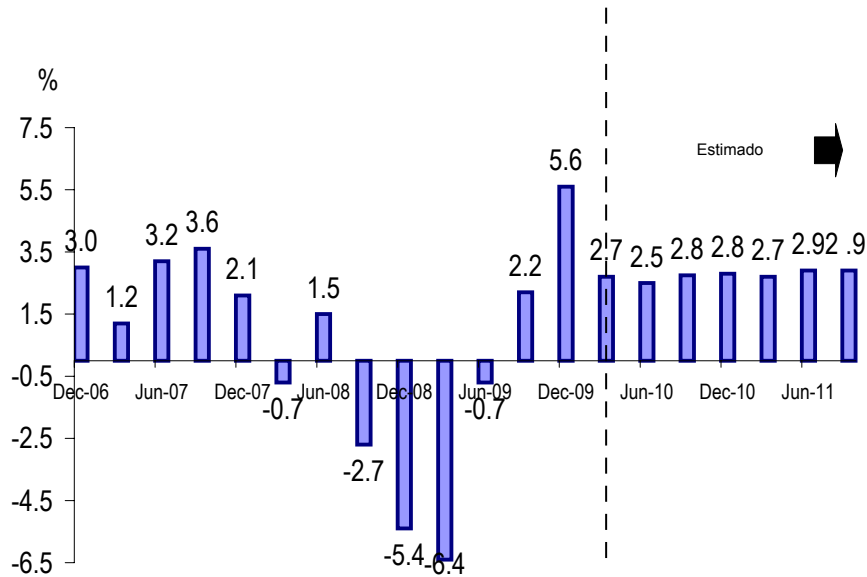
Dr. Joaquín Sánchez, CFA
30 de julio del 2010



Estados Unidos

PARA COMENTAR: INCERTIDUMBRE INUSUAL

Gráfica 3: PIB Trimestral de Estados Unidos



Fuente: Bloomberg

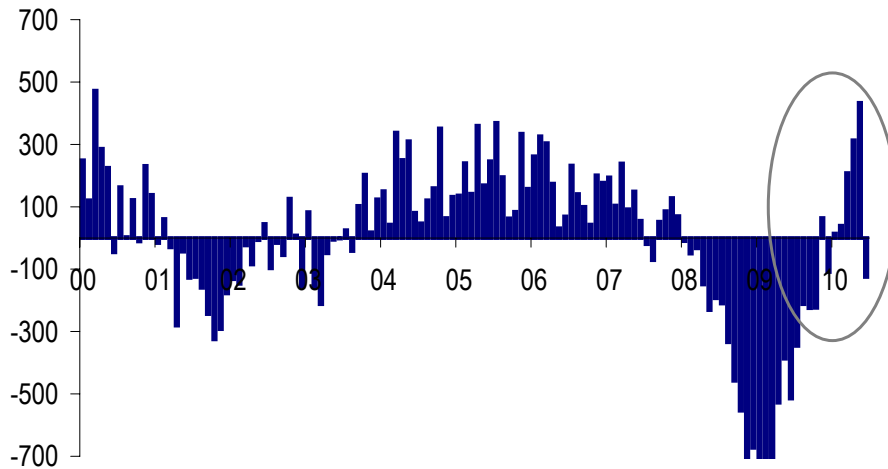
Los indicadores económicos sugieren que el ritmo de la recuperación económica se ha moderado: el PIB creció 2.4% en el segundo trimestre luego de haber crecido 2.7% en el primero (*ver gráfica 3*) debido al mayor déficit comercial y al menor gasto del consumidor; las ventas de los minoristas cayeron 0.5% en junio, segundo mes consecutivo de baja, y la confianza del consumidor ha disminuido, lo que sugiere que la falta de empleos y la pérdida de la riqueza están frenando el gasto del consumidor. El empleo cayó en junio por primera vez este año (*ver gráfica 4*) al perderse 125 mil puestos de trabajo por el recorte de 225 mil trabajadores temporales del Censo y un avance menor de lo pronosticado en la contratación privada; el empleo en las compañías subió en 83 mil. La tasa de desempleo cayó a 9.5% desde 9.7% porque la fuerza laboral se contrajo.

Del lado positivo, las ventas de casas nuevas aumentaron 23.6% en junio, aún después de que ya se terminaron los estímulos fiscales para la compra de casas, lo que había causado el desplome de las ventas de 32.7% en mayo. Sin embargo, las ventas de casas usadas disminuyeron 5.1% en junio, lo que implica que permanece la debilidad en el mercado de bienes raíces.

En palabras de Ben Bernanke, Presidente de la Fed, la perspectiva económica continúa siendo de una inusual incertidumbre; sin embargo, espera que el crecimiento económico continúe. Por el momento, la probabilidad de una doble caída, es decir que una nueva recesión es muy baja. El menor crecimiento se refleja en una inflación también más moderada: la tasa anual del índice de precios al consumidor bajó de 2% a 1.1% en junio, mientras que la llamada inflación subyacente, descontando alimentos y energía, se mantuvo en 0.9%.



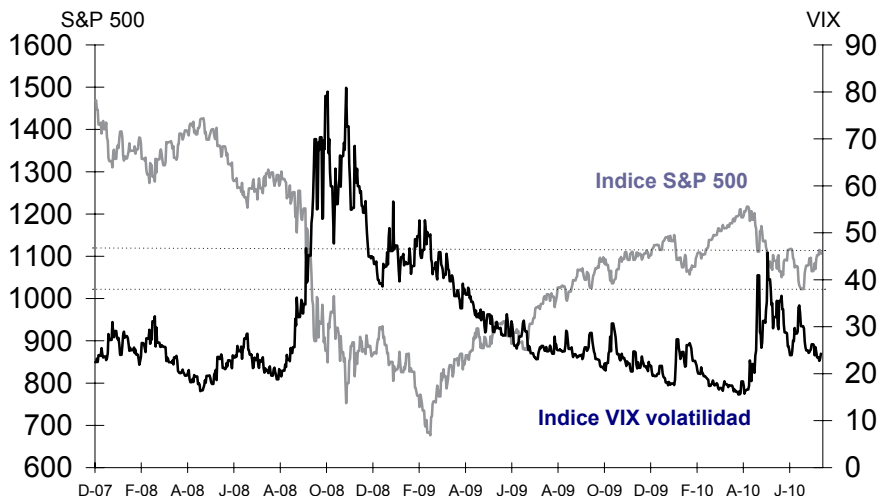
Gráfica 4: Nómina no Agrícola



Fuente: Bloomberg

La inusual incertidumbre sobre la perspectiva de la economía se refleja en la elevada volatilidad en los mercados; por ejemplo, en el mercado accionario el índice S&P 500 cayó a un nuevo mínimo del año a principios de julio justo en su soporte en los 1,010 puntos, para rebotar hasta los 1,100 puntos (8.9% de subida), para luego corregir nuevamente, con el consiguiente rebote de fin de mes (ver gráfica 5). Por el momento, el índice S&P 500 sigue respetando su resistencia ubicada en los 1,120 puntos al oscilar entre su soporte y resistencia. En término de valuación, el múltiplo Precio/utilidad del S&P 500 es de 15.15 veces, siendo menor que su promedio de los últimos 30 años: 17.87 veces, pero mayor que el 11.14 veces de marzo del 2009.

Gráfica 5: El Índice S&P 500 y el Índice VIX de volatilidad



Fuente: Bloomberg



Gráfica 6: Resultados Corporativos al Segundo Trimestre del 2010

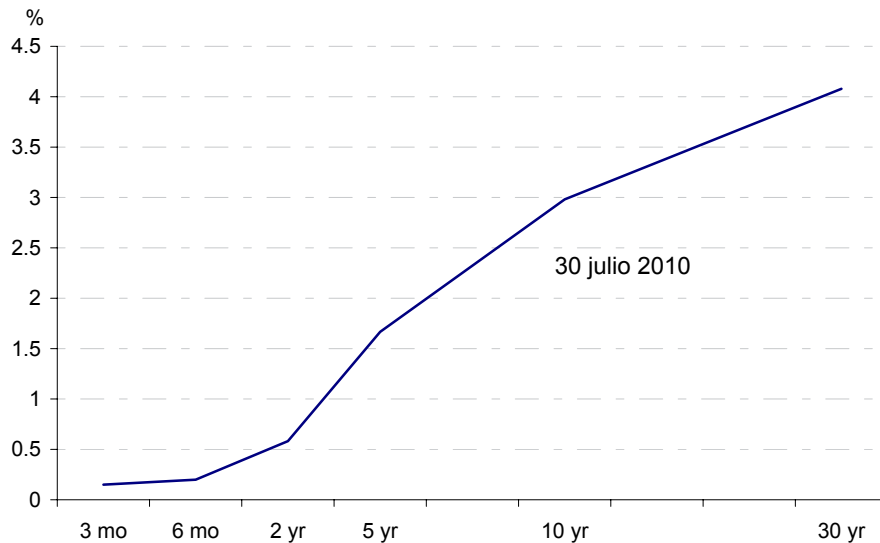
Incremento 2T10 vs 2T09 54.60%

61% de 500 empresas	2T10	2T09
Mayor al año anterior	74.5%	72.3%
Menor al año anterior	10.5%	8.6%
Igual al año anterior	15.0%	19.1%
Variación sin financieras	38.40%	

Fuente: Bloomberg

La subida de la bolsa ha sido impulsada por los resultados positivos de las compañías al segundo semestre. Al 30 de julio habían reportado sus resultados el 61% de los compañías que componen el índice S&P 500, de las cuales el 74.5% había reportados resultados por arriba de lo estimado contra el 15.0% con sorpresas negativas (ver gráfica 6), para un incremento de 54.6% en las utilidades (de 38.4% descontando las utilidades de las financieras).

Gráfica 7: Curva de Rendimiento de los Bonos del Tesoro



Fuente: Bloomberg

La volatilidad, medida por el índice VIX se mantiene por arriba de 24, aunque menor que los 34 con que inicio julio y los 45 en mayo (ver gráfica 5); pero, es mayor que los niveles de 16 que tenía en abril. Los bonos del Tesoro siguen beneficiándose por la inusual incertidumbre en los mercados por su calidad de activo refugio: la tasa de rendimiento del bono de 10 años se mantuvo por debajo de 3% en julio, siendo su menor nivel el 2.88%; la del bono de 30 años llegó a estar por debajo del 4% varios días de julio. En general, la curva de los bonos del Tesoro se ha desplazado hacia abajo, es decir los precios han subido y sus tasas de rendimientos han bajado (ver gráfica 7), lo que refleja la expectativa del mercado de que el crecimiento económico seguirá moderado y que la Fed no subirá su tasa de referencia por un largo plazo.



PARA ESTAR PENDIENTES

La evolución de la economía. La Fed redujo su pronóstico de crecimiento para el 2010 de un rango de 3.2% a 3.7% a el nuevo rango de 3% a 3.5%. La Fed considera que la perspectiva económica se ha debilitado y el alto desempleo continuará siendo un lastre, pero mantuvo su expectativa de que el crecimiento continuará este año y el próximo. La estimación del consenso del mercado coincide con la parte baja del rango de la Fed (*ver gráfica 8*), y espera un menor crecimiento en el 2011.

Gráfica 8: Tabla de Estimaciones Macroeconómicas de Estados Unidos

Indicadores	2007	2008	2009	2010e	2010e	2011e	2011e	2012e	2012e
PIB	2.00	1.10	-2.40	3.00	3.10	2.50	2.90	2.40	3.00
Inflación fin de periodo	2.87	3.85	1.42	1.60	1.00	1.80	1.60	2.20	2.35
Tasa de desempleo	4.60	5.80	10.03	9.70	9.50	9.00	9.10	N.A	8.00
Tasa de referencia Fed	4.25	0.25	0.25	0.25	0.25	1.25	1.20	3.00	N.A
Tasa Bono Tesoro 10 a	4.03	2.21	3.84	3.10	3.30	N.A	4.08	N.A	N.A

Fuente: Bloomberg

La inflación esperada. La Fed espera que la inflación subyacente promedie 1% en el 2010 y que permanezca baja en el 2011 y 2012. El consenso del mercado espera que la inflación general se modere hacia finales de año para ubicarse alrededor de 1%, para luego subir hacia el 1.60% el próximo año, pero seguirá por debajo del 2% hasta el 2012 (*ver gráfica 8*).

La política monetaria. El descenso de la inflación, la constricción del gasto de los particulares y la contracción del crédito, refuerzan la expectativa de que la Fed mantendrá la tasa de interés de referencia alrededor de cero por “un periodo prolongado”. BBVA estima que el primer incremento será hasta el tercer trimestre del 2011. Sin embargo, la Fed también señaló que está preparada para tomar las medidas que sean necesarias para estimular el crecimiento económico si esto se hace necesario.

La renta variable. El índice S&P 500 respetó su soporte en los 1,010 puntos a principios de julio, para luego rebotar hacia su resistencia en los 1,120 puntos, la cual también respetó en dos ocasiones en el mes, por lo cual se mantiene como referencia. Con el alza de fin de mes, que causó que el S&P 500 subiera por arriba de su promedio móvil de 50 días, parece haber salido de una tendencia de baja que se estaba formando. En el corto plazo, se mantienen como soporte los 1,010 puntos y su resistencia en los 1,120 puntos, si la rompe, su siguiente resistencia se ubica en los 1,220 puntos.



LAS CLASES DE ACTIVOS

Mercado de Dinero

A pesar de los rendimientos marginales de los instrumentos de mercado de dinero, debido a que la tasa de referencia es prácticamente 0%, mantenemos nuestra opinión "neutral" de esta clase de activo debido a su baja volatilidad (menor riesgo).

Deuda Gubernamental

La reciente apreciación de los bonos del Tesoro por su calidad de "activo refugio", limitan su apreciación y los deja vulnerables cuando suban eventualmente los intereses, por lo que mantenemos nuestra opinión de "poco favorable" para los bonos de largo y de mediano plazo. Sin embargo, por su alta calidad de crédito, mantenemos nuestra opinión "neutral" en los de corto plazo.

Deuda Corporativa Grado de Inversión

Reiteramos nuestra opinión "favorable" para los bonos de corto plazo y mediano plazo con grado de inversión de empresas industriales, por su diferencial con respecto a los bonos del Tesoro y por la reactivación de la economía. Pero, reiteramos nuestra opinión de "poco favorable" para los bonos corporativos de largo plazo por su mayor volatilidad.

Renta Variable

Aunque la volatilidad continuará en el corto plazo, el fin de la recesión y las expectativas de crecimiento económico, aunque moderado, así como por la mejoría en las utilidades reiteramos nuestra opinión "favorable" para un horizonte de inversión de largo plazo.



Europa

EN POCAS PALABRAS: ¿PRUEBA SUPERADA?

La eurozona parece haber superado su mayor prueba de resistencia de toda su existencia. El euro ha subido más de 8% desde se un mínimo de cuatro años en 1.1923 dólares por euro, en junio, hasta el 1.30 (ver gráfica 9); Grecia, España y Portugal han logrado vender 50,000 millones de euros (\$64,000 millones de dólares) de deuda desde el 10 de mayo, cuando la necesidad de salvar la moneda común obligó a los ministros de finanzas de la eurozona a crear un fondo de rescate de 750,000 millones de euros y al Banco Central Europeo a comprar bonos en el mercado abierto. Adicionalmente, el 94% de los bancos sujetos a la prueba de estrés la superaron y sólo 7 de 91 tendrán que ser recapitalizados.

Gráfica 9: Cotización del Euro vs. Dólar



Fuente: Bloomberg

Lo anterior se refleja en el alza generalizada de las bolsas europeas en junio, encabezadas por la subida mayor al 13% del índice IBEX 35 de España y por arriba del 7% del índice FTSE 100 de Inglaterra. Sin embargo, el alza de julio no fue suficiente para revertir las pérdidas que aún acumulan las bolsas europeas en el año. En términos de múltiplo precio sobre utilidades conocidas (p/u), la bolsa que se ve más cara es la de Inglaterra con un p/u de 17.69 veces, mientras que la de Alemania y Francia están en 14 veces, al mismo nivel que el Dow Jones de Estados Unidos.

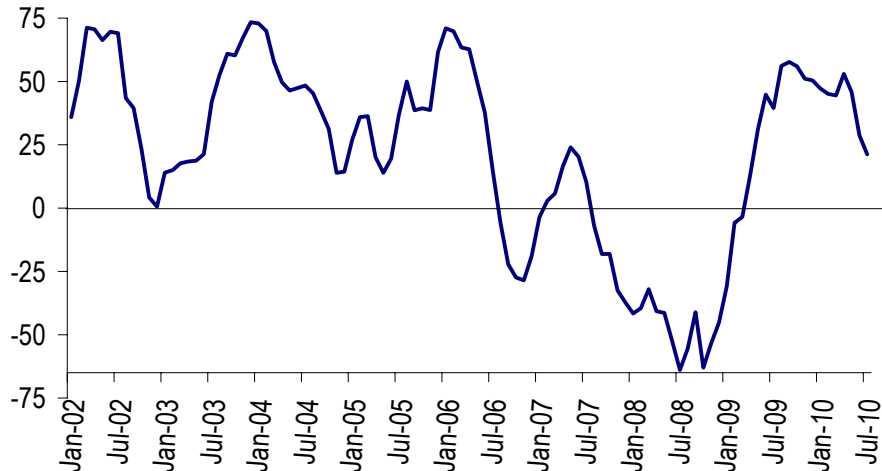
Lo que parece que los mercados han descontado es que el euro subsistirá como moneda, y que los países periféricos de la eurozona podrán refinanciar su deuda; pero aún hay incertidumbre sobre la evolución de la economía, lo que se refleja en las diferentes lecturas de la confianza. Por un lado, la confianza de los inversionistas alemanes, medida por el índice ZEW, declino por tercer mes consecutivo por el temor a que la crisis de la deuda europea afecte al frágil crecimiento económico. El índice ZEW del Centro para la Investigación de la Economía Europea, cayó a su punto más bajo en 15 meses al contraerse de 28.7 a 21.2 en junio (ver gráfica 10).

Por otro lado, la confianza europea en la perspectiva económica subió en julio a 101.3 unidades desde 99 en junio, su nivel más alto en dos años y el desempleo alemán declinó por décimo tercer mes al sustentar



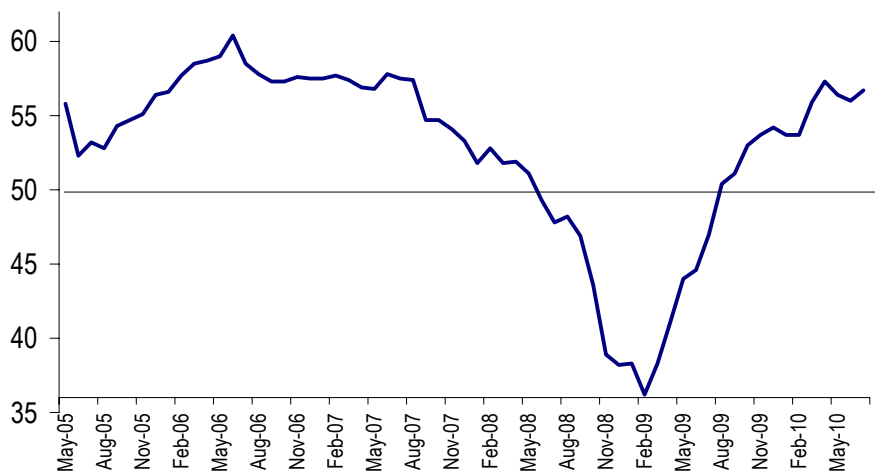
las exportaciones una recuperación en la región. El número de personas sin empleo en Alemania cayó a 3.21 millones, la más baja desde noviembre de 2008. El crecimiento en los sectores de servicios y manufactura de Europa se aceleró inesperadamente en julio según mermaba la preocupación sobre la crisis de la deuda; así lo sugiere la mejoría del índice PMI del sector servicios y del sector manufacturero, de 55.5 a 56, y de 55.6 a 56.5, respectivamente; así como del índice PMI compuesto, de 56 a 56.7 (ver gráfica 11). Las lecturas por arriba de 50 implican expansión y las lecturas por debajo de 50, contracción.

Gráfica 10: Índice ZEW de la confianza alemana



Fuente: Bloomberg

Gráfica 11: Índice PMI Compuesto



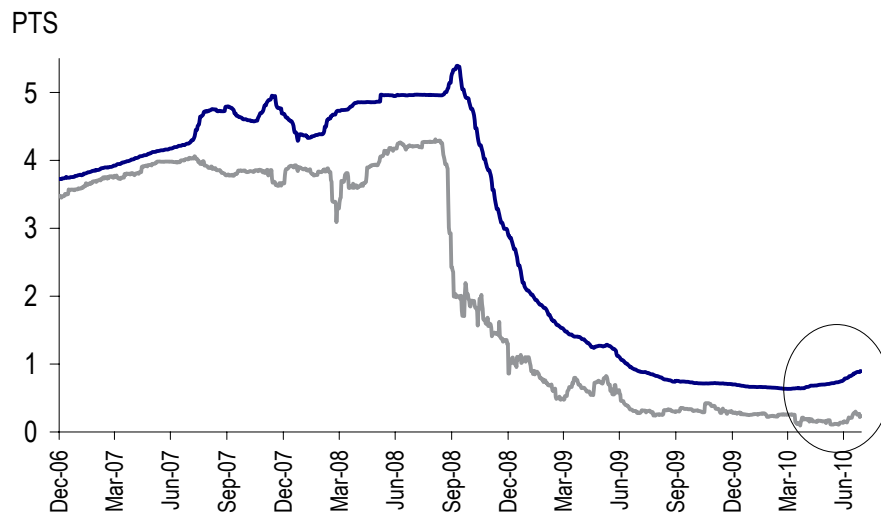
Fuente: Bloomberg

Fuera de la zona euro, el PIB del Reino Unido creció 1.6%, en términos anualizados, en el segundo trimestre y 1.1% con respecto al primero; la tasa de desempleo bajó marginalmente de 7.9% a 7.8%, siendo inferior al 10% de la eurozona y al 9.5% de Estados Unidos.



Otro reflejo de que la incertidumbre no ha terminado es el hecho de que la tasa Euribor de tres meses (la tasa de referencia bancaria) no ha bajado y está más de 25 puntos base por arriba del nivel que tenía a finales de marzo (ver gráfica 12). Pero, del lado positivo, el diferencial entre los índices de permutas por impagos de créditos (los llamados CDS en inglés) de los bonos europeos con respecto a los estadounidenses ha bajado de 23 puntos base el 7 de mayo, cuando se temía que Grecia se declararía en suspensión de pagos, a sólo 7 puntos base. Esto último pudiese interpretarse como que el mercado de bonos ha descontado que la crisis de deuda en Europa está contenida, pero, no implica que no pueda haber un sobresalto en el futuro. En resumen, la situación en Europa sigue frágil, pero las autoridades están dando los pasos en la dirección correcta para reestablecer la confianza de los inversionistas.

Gráfica 12: Euribor vs. Letra del Gobierno Alemán



Fuente: Bloomberg

PARA ESTAR PENDIENTES

La evolución de economía. La expectativa del mercado (Bloomberg) es que la economía de la eurozona permanecerá frágil este año y el próximo, con crecimientos ligeramente mayores al 1% (ver gráfica 13). Para el segundo trimestre se estima un crecimiento de alrededor de 1.30%, en términos anualizados, después de haber crecido 0.60% en el primero gracias al impulso de la economía alemana la cual se ha visto beneficiada por mayores exportaciones debido a la devaluación del euro. Para el resto de los trimestres del año y en los primeros, el consenso estima crecimientos similares al del segundo trimestre.

La inflación. A pesar de que la inflación se ha acelerado hasta 1.4%, el consenso (Bloomberg) estima que se mantendrá contenida en alrededor de 1.6% el resto del año por el alto desempleo, la reducción de los costos empresariales, y en general, por la fragilidad de la economía. Tampoco se espera que se dispare en los próximos dos años, manteniéndose por debajo del 2%, objetivo del BCE (ver gráfica 13), lo que le da al banco central margen de maniobra.



Gráfica 13: Estimaciones Macroeconómicas de la Eurozona

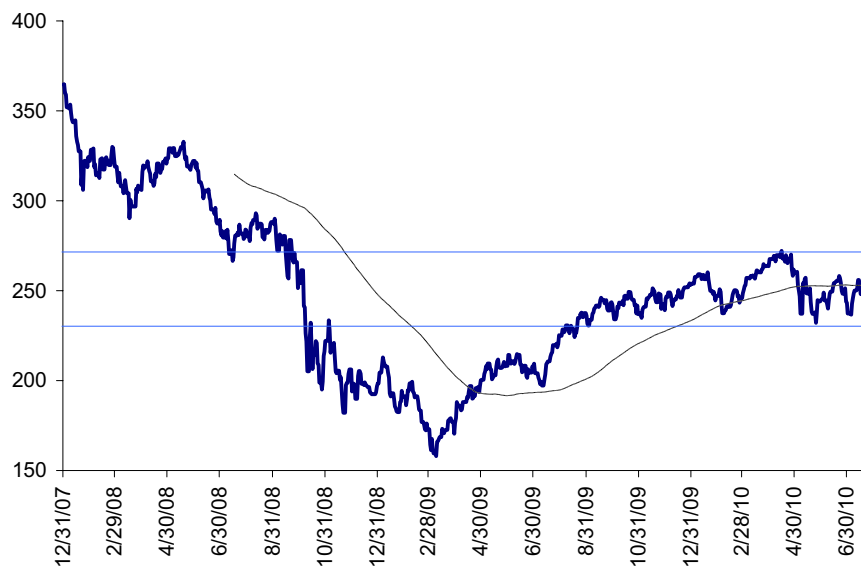
Indicadores	2007	2008	2009	2010e	2010e	2011e	2012e
PIB	2.68	0.60	-4.10	0.60	1.10	1.30	1.60
Inflación fin de periodo	2.13	3.28	0.43	1.60	1.60	1.60	1.80
Tasa de desempleo	7.43	7.56	9.87	10.70	10.30	10.20	9.40
Tasa de referencia BCE	4.00	2.50	1.00	1.00	1.00	1.75	N.A
Euro-dólar	1.46	1.40	1.43	N.A	1.21	1.23	N.A

Fuente: Bloomberg

La política monetaria. El presidente del Banco Central Europeo, Jean-Claude Trichet, dijo que el aumento de las tasas de interés del mercado no refleja ningún plan por el BCE de estrechar la política monetaria, e indicó que el banco mantendrá su tasa de referencia al nivel más bajo en su historia, 1%, en los próximos meses. De acuerdo a las expectativas del consenso (Bloomberg) será hasta el segundo trimestre del próximo año cuando el BCE suba su tasa de referencia 25 puntos base.

La renta variable. El índice Stoxx 600, de las 600 acciones europeas más bursátiles, respecto su soporte en los 230 puntos al tocar un mínimo de 236 puntos en julio, para luego recuperarse cerca de los 260 puntos en dos ocasiones en el mes, por lo que el nivel de 260 se constituye como una resistencia de muy corto plazo (ver gráfica 14). El índice Stoxx 660 superó sus promedios móviles de 50, 100 y 200 días; esto implica que se salió de su tendencia de baja de corto plazo, pero se mantiene en el canal lateral de consolidación de mediano plazo en el que podría mantenerse en agosto. Dicho canal está limitado por su soporte en los 230 puntos y por su resistencia en los 275 puntos.

Gráfica 14: Desempeño del Indice Stoxx 600



Fuente: Bloomberg



LAS CLASES DE ACTIVOS

Deuda Gubernamental

Todo indica que los intereses no subirán hasta el próximo año; por ello, mantenemos nuestra opinión “favorable” en los bonos de corto plazo de Alemania y Francia. La subida de los intereses se retrasará, por lo que mantenemos nuestra opinión “neutral” para los bonos de mediano plazo; y, por su mayor volatilidad, reiteramos nuestra opinión “poco favorable” para los bonos de largo plazo. En cualquier caso, hay que evitar especular en bonos gubernamentales de Grecia, y Portugal, para concentrarse en los de Alemania y Francia.

Deuda Corporativa

El nivel bajo de los intereses, en un entorno de expectativas de mayores exportaciones, mantiene el atractivo de invertir en la deuda corporativa de corto plazo de corporaciones, pero sólo alemanas y francesas, exceptuando las financieras, por lo que mantenemos nuestra opinión “favorable”. Pero, por el sentimiento negativo generado por la crisis fiscal en Grecia, mantenemos la opinión “neutral” para los bonos corporativos de mediano plazo, y de “poco favorable” para los de largo plazo y demás países.

Renta Variable

En el corto plazo continuará la elevada volatilidad y el sentimiento negativo, aunque pudiese haber una mejoría en las utilidades empresariales de empresas multinacionales alemanas y francesas, debido a las exportaciones hacia fuera de la zona euro, por lo que reiteramos nuestra opinión “neutral” para un horizonte de largo plazo.



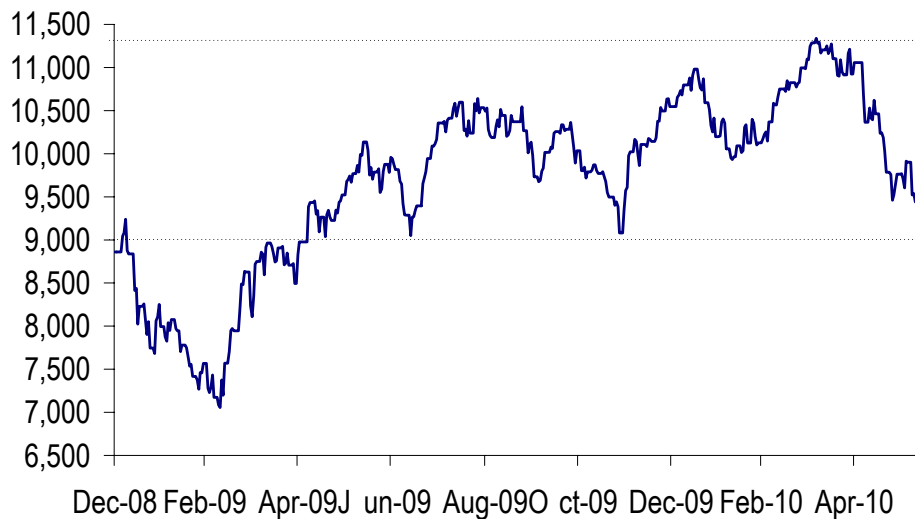
Japón y China

PARA COMENTAR: INCERTIDUMBRE CONSTANTE

El voto de castigo de los japoneses en contra del Partido Democrático de Japón (PDJ) en las elecciones de la Cámara Alta del Parlamento, a 10 meses de haberle otorgado el mandato del país, complican la gestión del nuevo Primer Ministro, Naoto Kan, para reducir el alto déficit fiscal y causará mayor incertidumbre política. Aunque el PDJ no ganó la mayoría de la Cámara Alta, conservará el poder ya que mantiene el dominio en la Cámara Baja; pero enfrentará dificultades para gobernar por la oposición que tendrá, además del desgaste del capital político de Naoto Kan. En resumen, Japón sigue careciendo de un liderazgo firme y de largo plazo que le permita salir del letargo en que se encuentra.

Esto se refleja en la falta de dirección de la bolsa japonesa, la cual se mantiene oscilando en un canal lateral desde hace un año. En el caso del índice Nikkei 225 dicho canal está conformado por su resistencia ubicada en los 9,000 puntos, y en su resistencia en los 11,400 (ver gráfica 15). En términos de valuación, usando el múltiplo precio sobre utilidades conocidas (p/u), la bolsa japonesa se ve cara en comparación con los mercados bursátiles de Europa y Estados Unidos, ya que el p/u del Nikkei 225 es de 32 veces, más que el doble que el del Dow Jones y el de los índices europeos.

Gráfica 15: Desempeño del Índice Nikkei 225

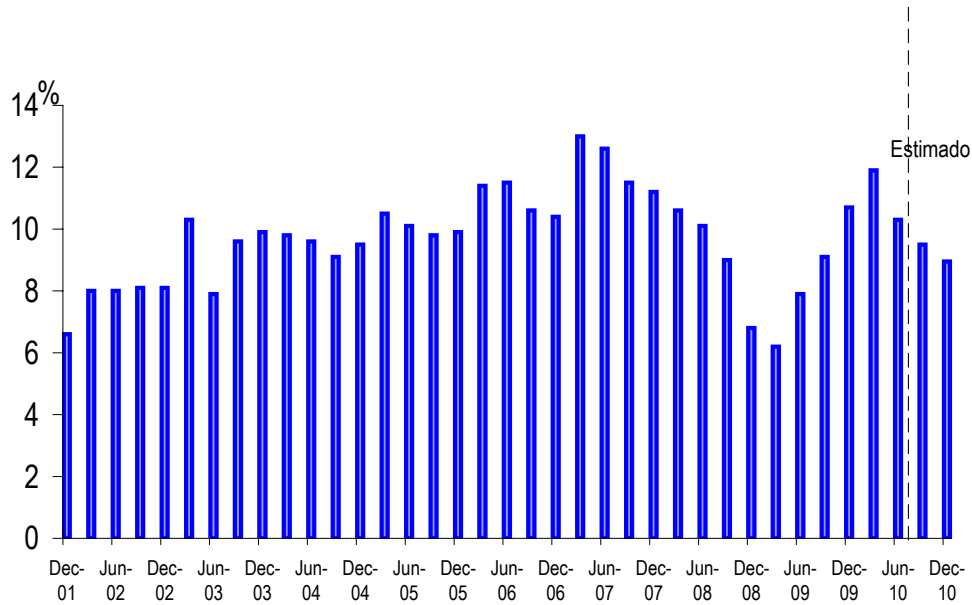


Fuente: Bloomberg

El yen continuó en julio con su tendencia de apreciación contra el dólar que inició hace tres años, revaluándose desde los 124 yenes por dólar hasta por debajo de los 87 yenes por dólar. A pesar de la fragilidad de la economía japonesa y de su deflación, se mantiene el apetito por yenes por ser considerado un activo refugio en momentos de incertidumbre.

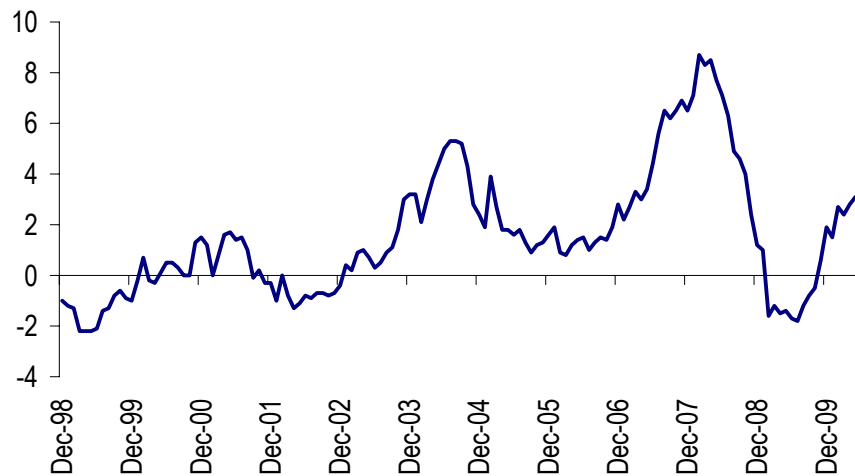


Gráfica 16: PIB Trimestral de China



Fuente: Bloomberg

Gráfica 17: Inflación en China



Fuente: Bloomberg

En cuanto a China, la expansión de su economía se moderó en el segundo trimestre al crecer 10.3% después de haber crecido 13.7% en el primero (*ver gráfica 16*); la producción industrial aumentó 13.7%, cifra menor a lo esperado. Del lado positivo, el ritmo de la inflación también disminuyó de 3.1% a 2.9% a junio (*ver gráfica 17*). Por otra parte, el índice de indicadores líderes subió 0.8% en mayo, lo que implica un crecimiento sólido, pero menos robusto en el segundo semestre.



Gráfica 18: Desempeño de la Bolsa de Shangai



Fuente: Bloomberg

La moderación de la expansión y la baja en la inflación le dan margen de maniobra a las autoridades chinas para no frenar el crecimiento abruptamente. La expectativa de que quizás las autoridades chinas han logrado un “aterrizaje suave” de la economía moderando su crecimiento le dio impulso a la bolsa de Shangai para tener un mes con una ganancia mayor del 9.97% en julio, después de varios meses negativos (*ver gráfica 18*). Sin embargo, no fue lo suficiente para revertir la pérdida acumulada de 19.52% en el 2010, por lo que la bolsa de Shangai se mantiene como un de los mercados bursátiles menos rentables en el mundo.

El crecimiento de las exportaciones de China puede desacelerarse en lo que queda del año a menos de la mitad del ritmo de los primeros seis meses, pronosticó un organismo del Gobierno. El aumento desde julio hasta diciembre puede ser del 16.3% respecto de igual período del año pasado; en el primer semestre fue del 35%.

De subir más lentamente las exportaciones, puede exacerbarse una desaceleración del crecimiento de la tercera economía más grande del mundo en el segundo semestre, lo que a su vez alentaría al Gobierno a limitar las alzas del yuan contra el dólar y a no tomar medidas drásticas para frenar su crecimiento. Esto último ha sido el temor que ha sido el lastre del mercado bursátil chino.

PARA ESTAR PENDIENTES

La evolución de la economía. Después del robusto crecimiento de la economía japonesa en los dos últimos trimestre, con crecimientos de 4.60% y 5.00% respectivamente, el consenso del mercado (Bloomberg) estima que su ritmo se moderará por debajo del 2% en el segundo trimestre, para después crece alrededor de 1.60% en promedio en los próximos trimestre, incluidos los dos primeros del próximo año. El crecimiento anual se espera mayor al 3% gracias al excelente primer trimestre (*ver gráfica 19*) mayor que el de la eurozona y probablemente que el de Estados Unidos. Pero, se espera que en el 2011 se reduzca a menos que el 2%.



Gráfica 19: Estimaciones Macroeconómicas de Japón

Indicadores	2007	2008	2009	2010e	2010e	2011e	2011e	2012e
PIB	2.10	-0.68	-5.27	1.60	3.25	1.40	1.70	1.65
Inflación fin de periodo	0.06	1.03	-2.03	-0.80	-0.70	-0.50	-0.30	-0.40
Tasa de desempleo	3.86	4.03	5.13	5.83	4.75	N.A	4.60	N.A
Tasa de referencia BOJ	0.50	0.10	0.10	0.10	0.10	0.50	0.10	N.A
Yen-dólar	111.80	90.60	93.00	95.00	97.00	100.00	102.00	103.00

Fuente: Bloomberg

En cuanto a la economía de China, se espera que su crecimiento también pudiera menguarse al reorientar su economía alejándose del predominio de la producción industrial y las exportaciones; además, por las medidas restrictivas que han implementado las autoridades. Esto se refleja en un crecimiento estimado de 9.50% en el tercer trimestre y de 8.95% en el cuarto luego de haber crecido 10.30% en el primero. Lo anterior implica un crecimiento de 10% este año, el cual se reducirá por debajo del 9% el próximo (ver gráfica 20).

Gráfica 20: Estimaciones Macroeconómicas de China

Indicadores	2007	2008	2009	2010e	2010e	2011e	2011e
PIB	13.00	9.00	8.80	9.80	10.00	9.20	8.90
Inflación fin de periodo	4.77	5.90	-1.10	3.10	3.15	3.30	3.50
Tasa de desempleo	4.00	4.10	4.60	4.20	N.A	N.A.	N.A
Tasa Banco Central	7.47	5.31	5.31	5.85	5.50	6.39	5.25
Yuan por dólar	7.30	6.83	6.83	6.54	6.70	6.28	6.30

Fuente: Bloomberg

La inflación. La deflación continuará siendo un lastre para la economía japonesa, inclusive hasta el próximo año cuando se espera que la inflación sea del orden de -0.2% (ver gráfica 19). Después de haber sido menos negativa en el primer trimestre, se espera que la deflación haya aumentado en el segundo hacia el -1.60% en el segundo, para luego subir a -0.70% hacia finales de este año; sin embargo, la deflación parece que seguirá siendo la única constante.

En China, se espera que la inflación retorne su carrera alcista para ubicarse nuevamente por arriba del 3% en los siguientes trimestres; la expectativa es que ronde el 3.45% en el tercer trimestre para finalizar el año en 3.15% (ver gráfica 20). Para el próximo año se espera que mantenga su tendencia alcista ubicándose alrededor del 3.50%.

La renta variable. La bolsa japonesa parece que seguirá su dirección oscilando el índice Nikkei 225 en el canal lateral comprendido entre su soporte en los 9,000 puntos y su resistencia en los 14,000 puntos, ya que no se vislumbra la existencia de un catalizador que cambie dicha tendencia. De mediano plazo, no se ve factible que tenga un alza sostenida mientras no se pueda terminar con la deflación y continúe la incertidumbre política.



En cuanto a la bolsa de Shanghai, parece que el mercado empieza a descontar que las autoridades chinas podrían tomar una pausa en su afán por frenar el crecimiento económico para impedir que la inflación se dispare. Si esta perspectiva se refuerza, la bolsa de Shanghai podría recuperarse hasta su promedio móvil de 200 días, en los 2,950 puntos. Pero primero tendrá que superar su promedio móvil de 100 días ubicado en los 2,750 puntos, nivel que se constituye como su resistencia de corto plazo. Su soporte se ubica en los 2,320 puntos.

LAS CLASES DE ACTIVOS

Deuda

Se reitera la opinión “poco favorable” por el nulo atractivo de los bonos japoneses.

Renta Variable

Se espera que continúe la alta volatilidad en la bolsa japonesa y la deflación en la economía, por lo que reiteramos nuestra opinión “neutral” tanto para un horizonte de inversión de corto, como de largo plazo. En cuanto la renta variable de China y a pesar de que la volatilidad seguirá elevada en el corto plazo; por la corrección, las valuaciones se han abaratado lo que mantiene la expectativa positiva en el mediano plazo, por lo que nuestra opinión es “favorable”.



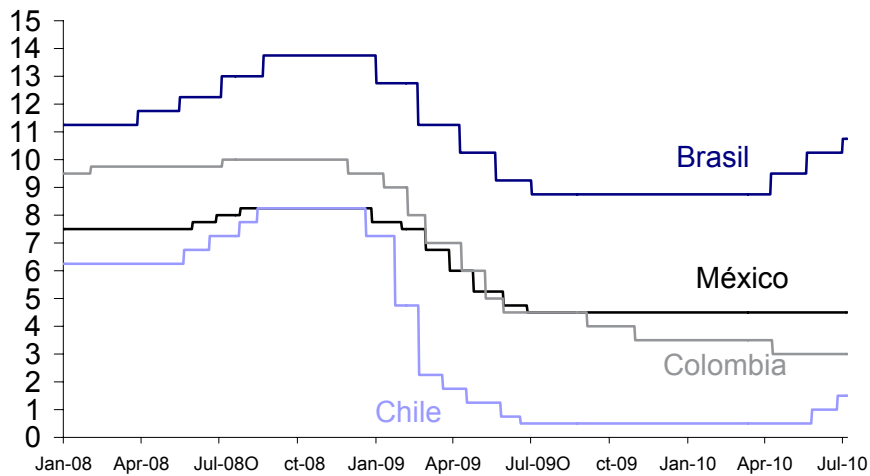
Latinoamérica

PARA COMENTAR: VELOCIDAD EN LA RECUPERACIÓN

De acuerdo a los últimos indicadores económicos, se ha acelerado la recuperación de las economías de la región. En Perú, el PIB creció 9.2% en términos anualizados en mayo gracias a que la demanda interna continúa impulsando a la actividad. En Colombia repuntaron las expectativas de consumidores y empresarios, el dinamismo de las importaciones y ventas de vehículos, la producción industrial aumentó 7.5% en términos anualizados en mayo, mientras que las ventas minoristas crecieron 13.1% en términos anualizados. En México, la producción industrial creció 0.5% en mayo gracias la repunte en las industrias vinculadas a las exportaciones y las ventas al menudeo crecieron algo más que lo esperado: 0.4%.

Lo anterior contrasta con los indicios de que la actividad económica se está moderando en Brasil: el índice de Actividad Económica del Banco Central no varió en mayo tras un modesto crecimiento de 0.3% en abril; además, las ventas al por menor subieron 1.4% en mayo y fueron menor a lo esperado. La moderación de la economía brasileña no es un evento negativo, al contrario, es mejor que crezca a un ritmo que se pueda sostener en el mediano plazo.

Gráfica 21: Tasas de Referencia de Países Latinoamericanos

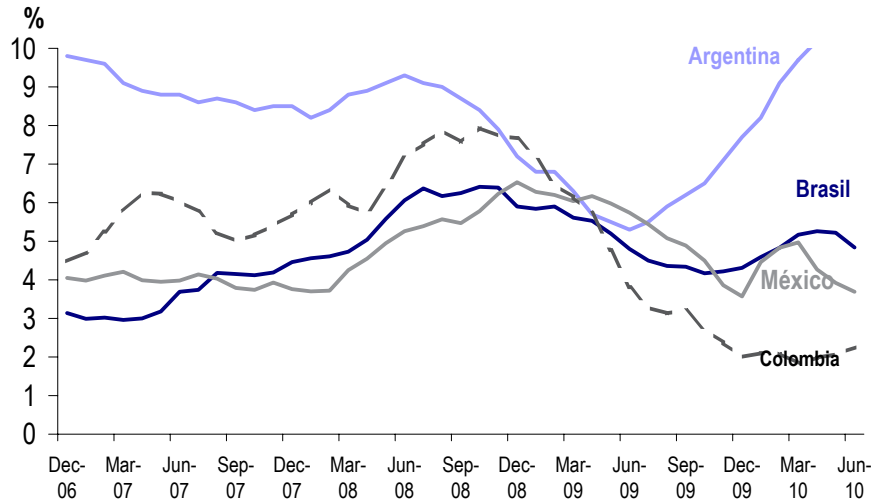


Fuente: Bloomberg

El mayor dinamismo del crecimiento ha llevado a varios bancos centrales a tomar medidas precautorias para evitar que se genere inflación. En julio, el Banco Central de Chile aumentó por segundo mes consecutivo su tasa de referencia en 50 puntos básicos (pb), ubicándola en 1.50% en línea con lo esperado (ver gráfica 21); la inflación chilena disminuyó en junio de 1.5% a 1.2% (ver gráfica 22). En Brasil, el Banco Central aumentó su tasa de referencia, la tasa SELIC, en 50 pb hasta 10.75%, tras dos aumentos de 75 pb en las reuniones anteriores (ver gráfica 21). La reducción del ritmo de alza obedece a recientes moderaciones del crecimiento y de la inflación así como a mayores dudas sobre el crecimiento global.



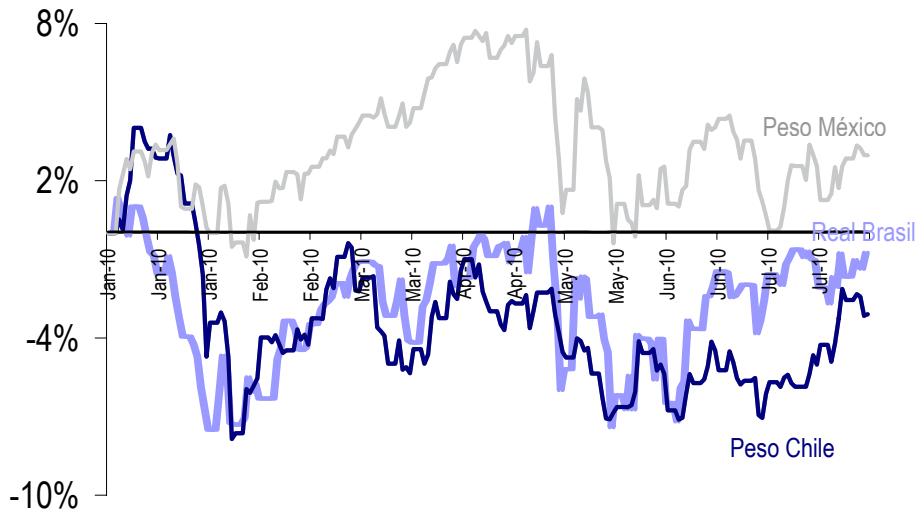
Gráfica 22: Inflación de Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg

En Colombia, en cambio, el Banco de la República mantuvo inalterada su tasa de interés en 3.0% (ver gráfica 21) según lo esperado por el consenso del mercado. Lo mismo en México, donde el Banco de México mantuvo su tasa de interés referencial en 4.5% por undécima reunión consecutiva, después de que los precios al consumidor han caído en los últimos tres meses; la inflación anualizada a junio bajó de 3.92% a 3.69% (ver gráfica 22).

Gráfica 23: Monedas Latinoamericanas vs. Dólar

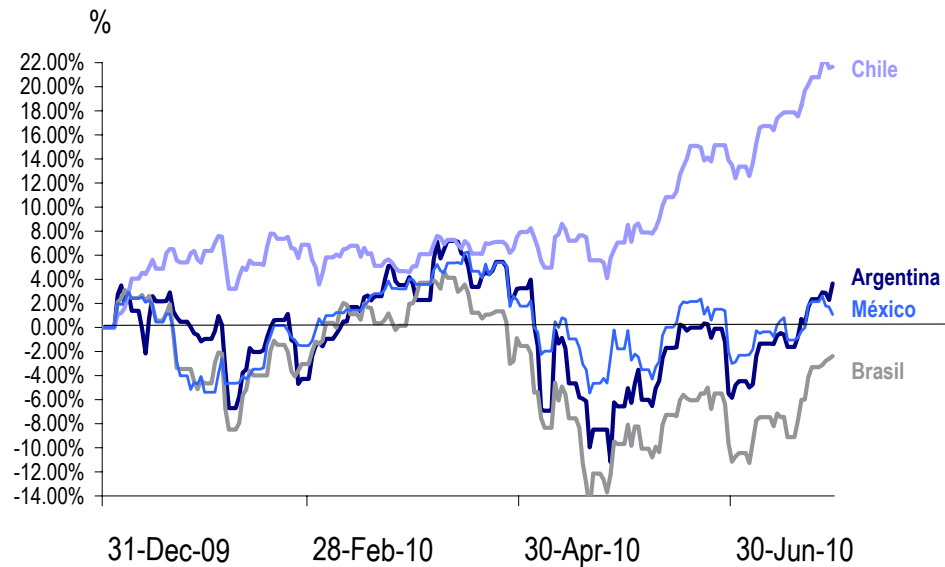


Fuente: Bloomberg



La aceleración del crecimiento ha impulsado el alza de las monedas latinoamericanas (*ver gráfica 23*), lo que ha llevado a varios bancos centrales a tomar medidas para evitar mayores apreciaciones y que sus exportaciones pierdan competitividad en los mercados internacionales. En Perú, el Banco Central elevó nuevamente los requerimientos de encaje y estableció una comisión de 4% a las ventas que realicen entidades financieras locales de títulos emitidos por el Banco Central a inversionistas no residentes. También siguió comprando dólares, al igual que el Banco Central en Argentina; en Colombia, se espera que el Banco de la República anuncie para atenuar la fortaleza del peso colombiano.

Gráfica 24: Desempeño de las Bolsas Latinoamericanas



Fuente: Bloomberg

En el mercado de bonos también se refleja la mejoría de la situación económica en la región: Fitch sacó de la categoría de impago "RD" a la deuda argentina en moneda extranjera al subirla a "B", debido a que Argentina ha completado la restructuración de más del 90% de los bonos que estaban en suspensión de pagos desde diciembre del 2001. Fitch también elevó la calificación de Uruguay a BB, dos niveles por debajo del grado de inversión y en concordancia con la calificación de Standard & Poors, de BB-.

El mayor crecimiento económico ha impulsado a las bolsas latinoamericanas. El mercado con mejor desempeño regional fue el brasileño (*ver gráfica 24*) tras el aumento en los intereses menor a lo esperado. La bolsa chilena, con un rendimiento acumulado en el año mayor al 20% sigue destacando como uno de los mercados más rentables en el 2010. En resumen, parece que la fiesta continúa.



PARA ESTAR PENDIENTES

La economía. Aunque se espera que el crecimiento de la economía brasileña se modere en los siguientes trimestres, al pasar de un 8.95% en el primero a 6.10% en el segundo, su crecimiento de alrededor de 6.55% este año será el más vigoroso en Latinoamérica, seguido por el de Perú, con un crecimiento esperado de 6.05%. El consenso (Bloomberg) estima que México y Chile tendrán un crecimiento de alrededor de 4.4%, seguido por el de Colombia 3.40% (ver gráfica 25). El próximo año, la expectativa es que los países latinoamericanos tengan un menor crecimiento que este año, con crecimientos del orden de 4%; la única excepción es Chile con un crecimiento del 5.20% (ver gráfica 25) y mayor que el del 2010.

Gráfica 25: Estimaciones del PIB de Países Latinoamericanos

Pais	PIB 2007	PIB 2008	PIB 2009	PIB 2010e	PIB 2010e	PIB 2011e	PIB 2011e	PIB 2012e
Argentina	8.63	7.03	0.88	4.50	5.30	3.60	4.00	N.A
Brasil	5.40	5.20	-0.18	5.90	6.55	4.60	4.50	4.5
Chile	5.20	4.00	-0.95	4.00	4.50	5.60	5.20	N.A
Colombia	8.20	3.50	0.38	3.00	3.40	4.40	4.00	N.A
México	3.20	1.80	-6.50	5.00	4.40	3.80	3.60	4.2
Perú	9.01	9.94	1.00	5.70	6.05	5.00	5.35	5.5
Venezuela	8.40	4.90	-3.13	-2.50	-2.50	0.10	1.00	2.7

Fuente: Bloomberg

La inflación. Con excepción de Colombia, la expectativa del consenso (Bloomberg) es que la inflación en los países latinoamericanos este año sea mayor que el pasado debido a la recuperación de las economías, siendo la mayor la de Brasil en niveles de alrededor de 5.5% (ver gráfica 26). Esto ha causado que algunos bancos centrales hayan empezado a subir los intereses; en el caso de Chile, se espera que la aumente otros 50 pb en agosto, para luego bajar el ritmo y llegar a 3% a fin de año. En Brasil también se esperan mayores aumentos hasta llevar la tasa SELIC hasta el 11.75%.

Gráfica 26: Estimaciones de Inflación de Países Latinoamericanos

Pais	2007	2008	2009	2010e	2010e	2011e	2011e	2012e
Argentina	8.85	8.58	6.28	11.00	8.00	11.50	10.00	N.A
Brasil	3.60	5.67	4.90	5.30	5.50	4.80	4.60	4.50
Chile	4.39	8.73	1.57	3.40	3.50	3.00	3.10	3.00
Colombia	5.54	6.99	4.23	3.40	3.05	3.20	3.80	N.A
México	3.97	6.53	5.31	5.60	5.00	4.00	4.00	3.64
Perú	1.78	5.78	2.98	2.40	2.40	2.30	2.50	2.20
Venezuela	18.70	31.24	28.63	29.40	32.80	30.30	36.00	29.20

Fuente: Bloomberg



La renta variable. El índice MSCI de Latinoamérica respetó dos veces su soporte en los 3,500 puntos en julio y superó sus promedios móviles de 50, 100 y 200 días, con lo que se sale de su canal de baja de corto plazo. Sin embargo, no implica un cambio de tendencia de mediano plazo, la cual sigue siendo de una canal lateral en el que ha estado desde hace un año; dicho canal esta definido por su soporte en los 3,500 puntos y su resistencia en los 4,300 puntos. En el corto plazo, parece que el índice se mantendrá oscilando en dicho canal.

LAS CLASES DE ACTIVOS

Bonos con grado de inversión.

La apreciación de los bonos latinoamericanos los ha llevado a niveles máximos, lo que limita su potencial de apreciación; por ello, reiteramos nuestra opinión "neutral" para los de corto y mediano plazo. Este año, subirán las tasas de interés en los países latinoamericanos, lo que presionará a los bonos de largo plazo, por lo que reiteramos nuestra opinión de "poco favorable".

Bonos sin grado de inversión.

Aunque existen oportunidades en algunos emisores; la elevada volatilidad no bajará, por lo que, se sugiere evitar todos los bonos en directo con calificación menor a BBB-, por su alto grado especulativo.

La inversión en esta clase de activo debe ser sólo mediante fondos de inversión y para inversionistas con una elevada tolerancia al riesgo. Esta clase de activo en las carteras es con el objetivo de diversificación y debe tenerse presente siempre el nivel de riesgo en el que se incurre.

Renta Variable.

El "rally" del 2009 limita su potencial de alza, además, parece que los mercados seguirán con una alta volatilidad y presionados en el corto plazo. Sin embargo, debido a la salida de la recesión en el mundo lo que repercutirá en mayor demanda de materias primas y exportaciones de países de la región, nuestra opinión, para un horizonte de inversión de largo plazo, es "favorable".



Powered by



www.signumresearch.com
Blvd. Adolfo López Mateos No. 2818-B
Col. Tizapan San Ángel 01090, D.F., México,
Tel. 5171-5644
info@signumresearch.com

Este documento y la información, opiniones, pronósticos y recomendaciones expresadas en él, fue preparado por Signum Research como una referencia para sus clientes y en ningún momento deberá interpretarse como una oferta, invitación o petición de compra, venta o suscripción de ningún título o instrumento ni a tomar o abandonar inversión alguna. La información contenida en este documento está sujeta a cambios sin notificación previa. Signum Research no asume la responsabilidad de notificar sobre dichos cambios o cualquier otro tipo de actualización del contenido.

Los contenidos de este reporte están basados en información pública, disponible a los participantes de los mercados financieros, que se ha obtenido de fuentes que se consideran fidedignas pero sin garantía alguna, ni expresan de manera explícita o implícita su exactitud o integridad.

Signum Research no acepta responsabilidad por ningún tipo de pérdidas, directas o indirectas, que pudieran generarse por el uso de la información contenida en el presente documento.

Los documentos referidos, así como todo el contenido de www.signumresearch.com no podrán ser reproducidos parcial o totalmente sin la autorización explícita de Signum Research S.A. de C.V.