



1 de diciembre de 2006

Eduardo Pedreira  
[eduardo.pedreira@grupobbva.com](mailto:eduardo.pedreira@grupobbva.com)  
 Nicolás Trillo  
[nicolas.trillo@grupobbva.com](mailto:nicolas.trillo@grupobbva.com)

# Flow watch

- *La manifiesta debilidad del dólar se ve apoyada en la reducción de los diferenciales de interés. Se consolida el nuevo rango en la cotización del dólar/euro.*

El estrechamiento del diferencial de tipos sigue conduciendo los movimientos del dólar/euro, aunque han podido verse amplificadas por la ruptura de niveles técnicos y bruscos ajustes en las posiciones de Chicago que estaban neutrales en la posición agregada con el dólar. Destacar la fortaleza de la libra, el euro y el dólar australiano. Asimismo, remarcar los máximos históricos del euro frente al yen. Tanto por flujos de capital como por el diferencial de rentabilidades no parece probable que el yen se aprecie en el corto plazo.

- *Nuevos descensos de rentabilidad respaldados por los flujos de capital. En el corto plazo seguirá la presión a la baja.*

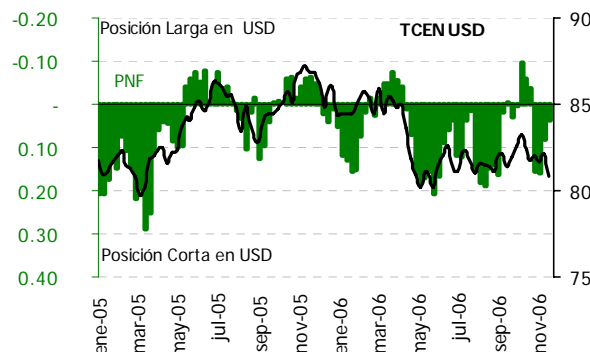
El diferencial de rentabilidades entre EEUU y la UEM volvió a estrecharse esta semana ante los divergentes datos económicos que se siguen conociendo a ambos lados del Atlántico. Además, los flujos siguen presionando más a la baja los tipos americanos que los europeos.

Las subastas en EEUU tuvieron una buena acogida, especialmente en el plazo de 2 años donde la ratio de cobertura fue la más alta de la serie y la demanda indirecta la más elevada desde julio de 2004. Los resultados evidencian una mayor demanda por parte de bancos centrales asiáticos para frenar la apreciación de sus divisas. Por otra parte, la subasta a 5 años alemana también registró una buena demanda (la mayor desde marzo de 2005), aunque la demanda de activos soberanos europeos se mantiene moderada. Eso mismo se infiere de las tenencias de bonos por parte de los bancos europeos, que siguen sin acumular deuda en sus carteras.

- *Récord en emisiones corporativas, pero atención a las rebajas de rating.*

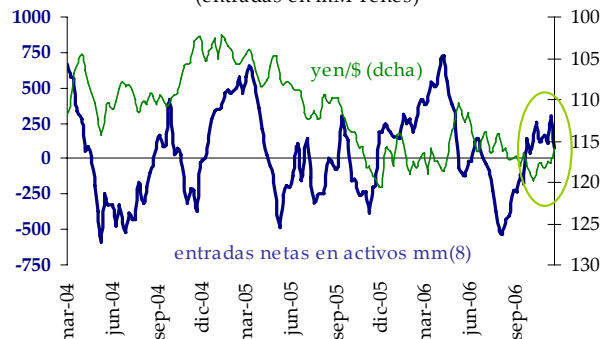
Las emisiones de deuda corporativa crecerán en 2006 un 20% en la UEM y un 35% en EEUU, soportadas por la elevada liquidez internacional y la búsqueda de rentabilidad adicional respecto a la deuda soberana. El fuerte apetito es lo que ha provocado que los diferenciales de crédito se mantengan en los mínimos del año. Aunque no todo es positivo, el aumento del endeudamiento ha provocado un deterioro de las calificaciones financieras de las empresas. *Moody's* ha recortado este año el *rating* de 38 compañías financieras (cinco veces el número de las que mejoró). En 2005, tan sólo recortó la calificación a 10 compañías. Asimismo, comienzan a filtrarse al mercado opiniones (como la de PIMCO) de que el rally

Posiciones Netas no comerciales agregadas en USD



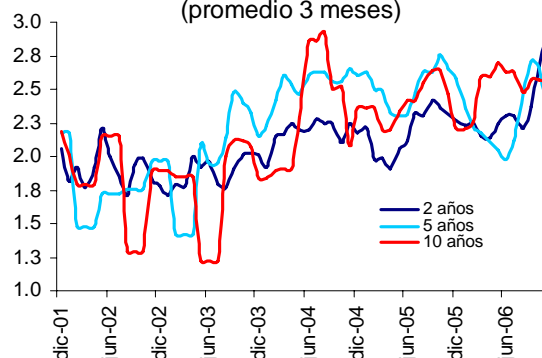
Fuente: BBVA - Capital Flows, CFTC y Bloomberg

Japón: entradas netas en activos vs yen/\$  
 (entradas en mM Yenes)



Fuente: Bloomberg

EEUU: ratio de subastas  
 (promedio 3 meses)



Fuente: Bloomberg

corporativo podría estar próximo a su fin. De momento, las suscripciones en fondos minoristas de renta fija corporativa siguen ampliándose respecto a las registradas por fondos de deuda soberana.

- *La bonanza de los emergentes en deuda se ve confirmada por el aumento del volumen transado y la buena acogida de los canjes.*

Los mercados emergentes continúan comportándose de manera excepcional. Las buenas perspectivas macroeconómicas y la mejoría de las calificaciones crediticias han conducido a un aumento de los volúmenes negociados en bonos emitidos en divisa local. Según la "Trade Association for Emerging Markets (EMTA)" el volumen negociado se incrementó un 9% en el 3tr06 respecto al trimestre precedente hasta superar los 1,000 mM \$. La variación respecto al mismo trimestre del año anterior asciende al 63%. Entre los países con mayores volúmenes de contratación de bonos en divisa local destacan: México (360 mM \$), Brasil (133 mM \$) y Sudáfrica (111 mM \$). Dentro de Europa: Polonia (83 mM \$) y Turquía (73 mM \$).

En cuanto a los canjes de bonos, esta semana Colombia intercambió bonos nominales y ligados a la inflación en pesos por similares de mayor duración. Mientras, México continúa canjeando bonos en divisa extranjera (euros, marcos, libras) por deuda local.

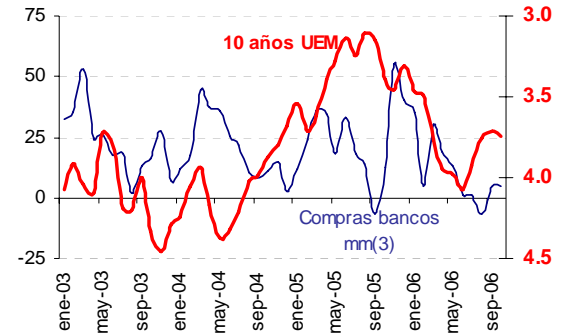
En suma, la coyuntura para los emergentes sigue boyante. A modo de ejemplos: i) las entradas en renta fija emergente son las más elevadas desde marzo, ii) las buenas perspectivas para la inflación de 2007 han llevado al Banco Central de Brasil a efectuar un nuevo recorte de 50 pb en el tipo oficial hasta el 13.25% y se espera que durante el próximo año continúen los recortes aunque a menor ritmo, y iii) el crecimiento de la India alcanzó el 9.2% anual en el 3tr06 y planea (previsiblemente con buena aceptación) colocar en el mercado 2 mM \$ de bonos en rupias la semana próxima.

- *Repuntes en los precios de las materias primas que podría tener continuidad en el corto plazo.*

La caída de los inventarios de petróleo, las previsiones de una ola de frío y el debilitamiento del dólar, impulsaron la cotización del petróleo por encima del rango que había mantenido en los últimos tres meses.

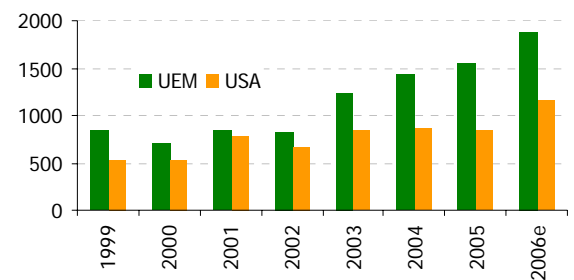
Asimismo, las posiciones de Chicago ya llevan un par de semanas anticipando que podríamos haber visto un suelo en la cotización del crudo. Algo similar se desprende de las posiciones del oro y la plata, por lo que parece previsible que se mantenga la fortaleza de las materias primas en el corto plazo.

**Bancos: variación tenencia de bonos (mM €) vs 10 años UEM**



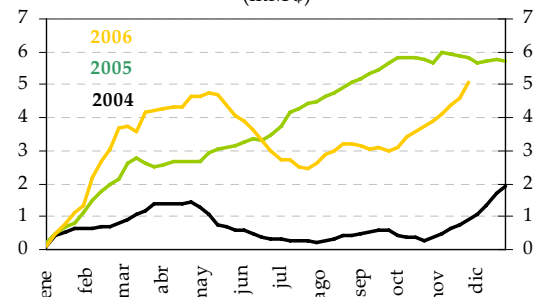
Fuente: BCE

**Emisiones corporativas (mM \$)**



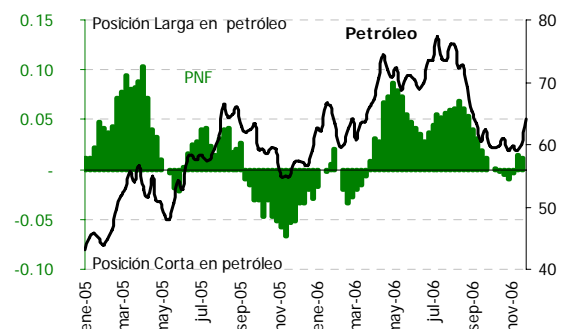
Fuente: Bloomberg

**Bonos: Entradas acumuladas en emergentes (mM \$)**



Fuente: BBVA - Capital Flows y EPFR

**Posiciones Netas no comerciales en Futuros Petróleo**



Fuente: BBVA - Capital Flows, CFTC y Bloomberg