

## SEMANAL DE MERCADOS INTERNACIONALES

Núm. 47 / 2006 - Viernes 24 de noviembre de 2006, 16:30 h

- En EE.UU., la atención se centrará no sólo en los datos, sino también en lo que diga Bernanke.
- En la zona euro, las señales de crecimiento son positivas y la inflación vuelve a repuntar.

### EL TEMA: El tipo de cambio yen/euro

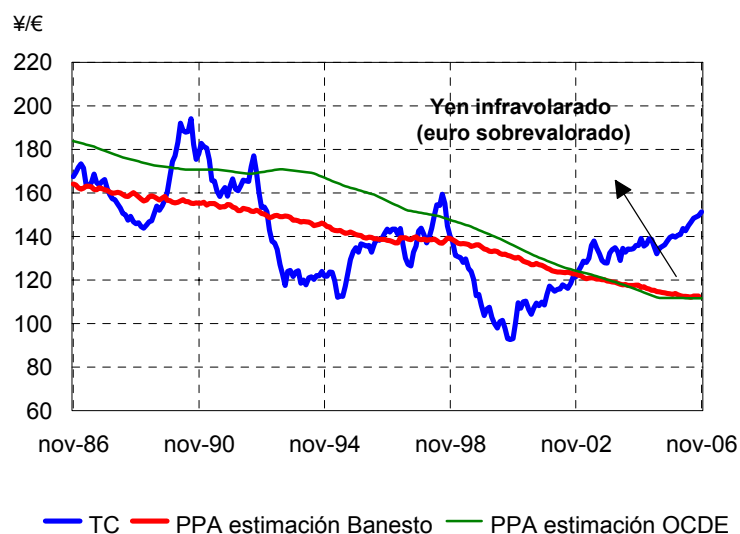
Series largas del tipo de cambio yen/euro muestran una tendencia a la apreciación del yen frente al euro. Sin embargo, desde el año 2000 dicho tipo de cambio ha mostrado una persistente depreciación de la divisa nipona. De cara al año 2007 pensamos que esta situación tenderá a corregirse, y que veremos una depreciación del yen contra al euro por varias razones.

(1) **El yen se encuentra muy infravalorado en términos de paridad de poder adquisitivo**, en torno a un 35% frente al euro y un 15% frente al dólar (el tipo de cambio que representa la igualdad de poder adquisitivo lo estimamos en 112 yenes/euro y 100 yenes/dólar, respectivamente). Esta infravaloración carece de fundamento desde el momento en que se ha consolidado la recuperación del crecimiento económico japonés.

(2) **Las operaciones de "carry trade" entre el dólar y el yen** (esto es, endeudamiento en yenes para comprar activos denominados en divisas cuyo tipo de interés es superior) que se citan como un factor responsable de la depreciación del yen en este año, van a perder mucho atractivo el próximo año puesto que esperamos que se estreche fuertemente el diferencial de tipos de interés del dólar frente al yen (por bajada de tipos de interés en Estados Unidos *versus* subida en Japón). Este debilitamiento del yen frente al dólar esperaríamos que también se reflejara en el cruce frente al euro.

En suma, a lo largo del 2007 esperamos que el tipo de cambio yen/euro, se dirija hacia niveles de 120.

Tipo de cambio yen/eur y paridad de poder adquisitivo



Fuente: elaboración propia

#### Equipo de Análisis - Macro:

Concepción Sanz Gómez

Ofelia Martín Redondo  
Laura Velasco Iniesta

amercado@notes.banesto.es  
<http://analisisdemercados.banesto.es>  
Tfno: 91 338 39 75

## 1. TIPOS DE INTERÉS

### ESTADOS UNIDOS

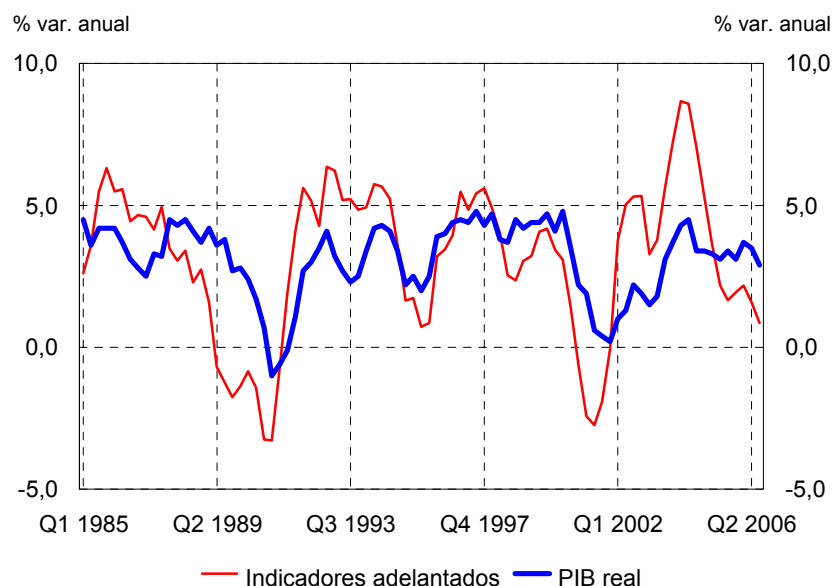
La clara tendencia bajista de los indicadores adelantados

**Terminamos una semana cuasi festiva, con pocos datos económicos publicados**, a excepción hecha del dato final de la Universidad de Michigan, que se mantuvo estable, o de los indicadores adelantados de octubre.

apunta a desaceleración del PIB en próximos trimestres.

La clara tendencia a la baja que vienen marcando los **indicadores adelantados** en los últimos trimestres (ver gráfico) apunta a que la economía estadounidense puede reducir su ritmo de crecimiento en próximos trimestres, hasta tasas en el entorno del 2% interanual.

#### Crecimiento económico e indicadores adelantados



Fuente: "Bureau of Economic Analysis", BEA & "Conference Board"

En próximos días, algún que otro dato económico relevante, como la renta personal,

**Durante la semana que viene vamos a recibir información de por dónde van algunos datos reales interesantes.** Nos referimos especialmente al caso de la **renta y del consumo personal** de octubre, que se espera vuelvan a subir, en especial la renta personal. Desde luego, dadas nuestras previsiones de pérdida de fuerza del mercado laboral, que puede hacer que el ritmo de creación de empleo se reduzca hasta tasas entre el 1,0/1,5% interanual frente al 1,9% actual, esperaríamos que la renta personal relaje de forma significativa su ritmo de crecimiento con respecto a las tasas actuales (6,8% interanual) y por tanto ello incida en una desaceleración en el ritmo de crecimiento del consumo privado hacia el entorno del 2,0/2,5% el año próximo.

o índices de confianza de noviembre, además de nuevos datos de ventas de viviendas.

Al mismo tiempo verán la luz **índices de confianza** de noviembre, de consumidores y de empresarios, con alguna mejora prevista. Desde luego, a pesar de la desaceleración en curso de la actividad económica, no parece que la percepción de los agentes económicos esté empeorando. Sin embargo, pensamos que es una cuestión de tiempo, quizá porque en esta ocasión el origen de la desaceleración es el sector de la vivienda, y entonces tarda más en filtrarse a la confianza de los agentes y de ahí que aún no se vea afectada negativamente. Y hablando de datos de construcción, también se publican datos por el lado de la demanda, como son las **ventas de nuevas viviendas y de segunda mano de octubre**. Se prevé un comportamiento dispar en octubre entre las ventas de viviendas nuevas y las de segunda mano, ya que las

primeras han venido aumentando (en contra de lo previsto) en los dos últimos meses frente a la continuada caída de las segundas. Ello puede estar debiéndose a una mayor flexibilidad de ajuste del precio a la demanda por parte de los promotores que por parte de los particulares, con objeto de reducir el *stock* de viviendas terminadas y puestas a la venta. Situación ésta que se espera continúe en octubre. En general los datos del sector de la vivienda siguen en declive, apuntando a una nueva contracción del sector en el 4T06.

Sin embargo, pensamos que lo que pueda decir Bernanke es más significativo para los mercados que los propios indicadores económicos.

**Esto creemos que puede ser lo más significativo por el lado de los indicadores económicos que conoceremos a lo largo de la semana.** Pero es que, además, en esta ocasión está previsto que **el presidente de la Fed, Ben Bernanke, hable de las perspectivas económicas** para la economía estadounidense. Hasta ahora, los diferentes miembros de la Fed vienen destacando que la economía estadounidense está en proceso de desaceleración, pero siguen señalando la existencia de riesgos inflacionistas. **La sorpresa surgiría si Bernanke cambiara ese “discurso” y pusiera el énfasis en el deterioro de la actividad económica. En este caso, esperaríamos que se produjera nuevas caídas de rentabilidades.**

Esperamos repunte de tires.

**No obstante**, el comienzo de la semana vendrá marcado por la “vuelta a la normalidad” en los mercados financieros y la depreciación que el tipo de cambio del dólar ha tenido en los últimos días, consecuencia en parte de los rumores de que el Banco de China va a diversificar sus reservas, puede provocar un repunte de las tires.

#### Tipos de interés implícitos en futuros 3m eurodólar

DEC6	MAR7	JUN7	SEP7
5,37	5,25	5,08	4,91

## EUROZONA

En la zona euro, los datos de

**Las señales que están dando los indicadores de actividad europeos están siendo muy positivas:**

crecimiento están siendo positivos,

El desglose del PIB del 3T06 en Alemania, Francia y España apunta a que la cesión del agregado para el conjunto de la zona euro, hasta el 0,5% trimestral desde el 0,9% anterior, puede haberse debido, principalmente, a una desacumulación de inventarios: **(i)** el consumo privado habrá mantenido un crecimiento sostenido, lo que habrá compensado un avance más moderado de la inversión después de un 2T06 muy fuerte, de manera que la demanda interna habrá tenido una aportación al PIB similar (0,7 p.p.). **(ii)** Los flujos comerciales se han acelerado durante los meses de verano, si bien las exportaciones netas habrán tenido un comportamiento similar al trimestre anterior. **En definitiva, la demanda interna mantiene un tono positivo.**

**Igualmente, las encuestas de confianza siguen sorprendiendo con registros mejores de lo esperado.** Así, esta semana conocíamos que la encuesta alemana IFO subía en noviembre hasta 106,8 desde 105,3 cuando se esperaba una caída. Esta semana se publican las encuestas elaboradas por la Comisión Europea y el PMI de manufacturas, todos ellos de noviembre, y aunque el consenso de mercado anticipa una caída, podemos encontrarnos con que corren la misma suerte que la alemana y suben. Es decir, que las encuestas de confianza apuntan a un 4T06 en el que el PIB podría presentar un incremento superior al del 3T06.

a la vez que la inflación está repuntando.

**Además, esta semana hemos podido comprobar, con las cifras alemanas, que la inflación está repuntando en el final de año.** Así, los registros de los estados apuntan a un IPC germano que habrá subido en noviembre hasta el 1,5% interanual desde el 1,1% anterior. Para el caso del IPC total de la zona euro, nuestra previsión se sitúa en el 1,9% interanual desde el 1,6%. Aunque pensamos que dicho repunte va a descansar, principalmente, en un efecto base del componente de energía, no hay que descuidar la evolución de la inflación subyacente, puesto que los riesgos al alza cada son más acuciantes, derivados de la recuperación económica y la holgada liquidez del sistema

(precisamente, esta semana se publica la M3 de octubre, con previsión de crecimiento en el 8,3% interanual).

En este contexto, no es de extrañar que el sesgo de los tipos de interés sea al alza.

En este contexto, no debe extrañar que pensemos que el sesgo para los tipos de interés del mercado es al alza, después de una semana en la que los movimientos han sido mínimos, en buena medida por la festividad estadounidense. Por tanto, unos indicadores como los anteriormente comentados apoyan un escenario de subidas de tipos de interés para el BCE, que siguiendo el ritmo de subidas marcado desde junio, podría situar el tipo repo en el 3,75% en febrero del próximo año (después de haber subido al 3,5% en diciembre desde el 3,25% actual). Con estas perspectivas para la política monetaria, pensamos que la tir del *Bund* todavía tiene recorrido al alza. Esta posición tiene un coste financiero muy reducido debido al aplanamiento de la pendiente de la curva de rentabilidades.

#### Tipos de interés implícitos en futuros 3m euribor

DEC6	MAR7	JUN7	SEP7
3,69	3,83	3,88	3,86

## 2. TIPO DE CAMBIO

El dólar se ha ido por encima de los 1,30USD/EUR en una semana de poca liquidez y con nuevos rumores sobre diversificación de reservas.

**El dólar ha continuado en los últimos días su senda depreciatoria, que lo ha llevado a situarse por encima de los 1,30USD/EUR**, por primera vez desde la primavera del 2005. Aunque no hay un detonante claro para este movimiento, no deja de ir en la dirección de depreciación del dólar que prevemos. Sin embargo, una semana cuasi festiva en Estados Unidos ha podido agrandar el movimiento, y, además, se han producido nuevos rumores de que el Banco de China puede estar diversificando sus reservas.

Dado que creemos que el movimiento a la baja del dólar reciente ha podido estar magnificado, no esperaríamos que continuara en próximos días.

**En próximos días**, lo que conoceremos en cuanto a datos económicos (ver comentarios de Estados Unidos y de la Eurozona), nos parece favorable a la depreciación del dólar/apreciación del euro. Sin embargo, dado que el reciente movimiento del dólar/euro podría estar motivado en parte por la baja liquidez de las últimas jornadas, no creemos que lo que se publica a ambos lados del Atlántico y/o lo que pueda decir el presidente de la Reserva Federal Bernanke provoque la continuación de la depreciación del dólar, sino más bien que sirva para consolidar en parte la ya producida.

### 3. PREVISIONES

#### Tipos de interés (\*)

	Dic.06	Mar.07	Jun.07	Sep.07
<b>Estados Unidos</b>				
Fondos Federales	5,25	5,00	4,75	4,50
10 años (semianual)	4,75	4,50	4,25	4,25
<b>Eurozona</b>				
Tipo repo BCE	3,50	3,75	3,75	3,75
10 años	4,00	3,75	3,50	3,50
Dif. Treasury-Bund	82	82	82	82

#### Tipo de cambio (\*)

	Dic.06	Mar.07	Jun.07	Sep.07
USD / EUR	1,30	1,35	1,30	1,25

#### Variables macroeconómicas

	2004	2005	2006 (p)	2007 (p)
<b>Estados Unidos</b>				
PIB (%var. interanual)	3,9	3,2	3,2	2,2
Inflación (% var.interanual a dic.)	3,3	3,4	2,3	2,2
<b>Eurozona</b>				
PIB (%var. interanual)	1,7	1,5	2,6	2,0
Inflación (% var.interanual a dic.)	2,4	2,2	2,2	2,0

(\*) Las previsiones son al final del período

(p) Previsiones 2006 y 2007 de Banesto

**MUY IMPORTANTE:** Este documento ha sido preparado por el equipo de análisis de mercados de Banco Español de Crédito, S.A. ("Banesto" en adelante) y se suministra exclusivamente con ánimo informativo. La información que contiene procede de fuentes públicas que Banesto entiende son fidedignas, pero no han sido independientemente verificadas. Los instrumentos financieros mencionados puede que no sean adecuados para todo tipo de inversores y por tanto estos deben decidir sus estrategias de inversión con asesores propios si así lo estimaran conveniente, considerando su propia situación financiera y objetivos de inversión. Las opiniones y estimaciones incluidas en este informe lo son de su autor y no reflejan necesariamente la opinión de Banesto y están sujetas a posibles cambios sin notificación previa y por tanto Banesto no está obligado a actualizar o modificar este informe si las circunstancias de mercado cambiaran dichas opiniones o estimaciones. Comportamientos de variables en el pasado puede que no sean un buen indicador de su resultado en el futuro. Banesto podría ser creador de mercado en alguno de los productos, mercados o títulos mencionados en este documento. Este documento, ya sea total o parcialmente, no puede ser reproducido sin el permiso previo por escrito de Banesto