

Situación Global

Cuarto Trimestre 2010

Análisis Económico

- Las economías emergentes continúan creciendo fuertemente, mientras que en las avanzadas dominan las preocupaciones cíclicas y financieras.
- El crecimiento en Estados Unidos se mantendrá bajo, pero es muy improbable una recaída en la recesión.
- Las tensiones financieras en Europa siguen siendo una fuente de preocupación, si bien el riesgo sistémico es menor que antes del verano.
- La política monetaria expansiva en Estados Unidos añadirá presión a los tipos de cambio globales y aumentará los dilemas de política económica en las economías emergentes.



Index

1. Perspectivas globales: lento el norte, rápido el sur	3
2. Desaceleración en EE.UU., pero no recaída en recesión.....	7
3. Persisten las preocupaciones en torno a las tensiones financieras en Europa.....	11
4. Efectos colaterales globales de una política monetaria muy laxa.....	14
5. Crecientes dilemas de política económica en las economías emergentes	17
6. Tablas	19

Fecha de cierre: 29 de octubre de 2010

1. Perspectivas globales: lento el norte, rápido el sur

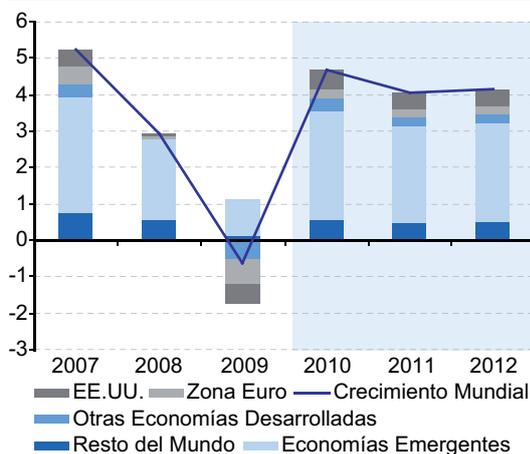
La economía global sigue creciendo con fuerza, fundamentalmente en los países emergentes, mientras que las preocupaciones cíclicas y financieras predominan entre las economías avanzadas

El crecimiento mundial sigue siendo fuerte y se espera que alcance el 4,7% en 2010 y el 4,1% en 2011 (gráfico 1), permaneciendo prácticamente sin cambios con respecto a nuestras perspectivas de hace tres meses. Este buen comportamiento se debe fundamentalmente a la solidez de las economías emergentes, que se han visto menos afectadas por la crisis financiera –dada la mejor salud de sus sistemas bancarios– y por tanto se han recuperado con mayor rapidez. Por el contrario, las renovadas preocupaciones por el ciclo en Estados Unidos se han unido a las preocupaciones financieras que siguen predominando en Europa, en donde los ajustes macroeconómicos y financieros aún siguen pendientes. En este sentido, en línea con lo que esperábamos, las perspectivas para los próximos dos años siguen poniendo de manifiesto importantes brechas entre el crecimiento de las economías avanzadas y las emergentes (gráfico 2), incluso aunque estas últimas estén iniciando una desaceleración controlada que disminuirá el riesgo de recalentamiento de sus economías.

Sin embargo, existen importantes diferencias en materia de políticas dentro de cada uno de estos grupos. En Estados Unidos está previsto que se intensifique la expansión monetaria en términos relativos con respecto a Europa (y a la mayoría del resto de países), y esto se ha reflejado en una depreciación del dólar frente al euro y ha complicado un poco más la recuperación en Europa. En las economías emergentes, continúa existiendo una fuerte asimetría entre las políticas cambiarias de Asia y Latinoamérica, lo cual obliga a los países latinoamericanos a soportar (junto con el euro) una parte significativa de la apreciación del tipo de cambio derivado de la renovada relajación de la política monetaria en Estados Unidos.

Gráfico 1

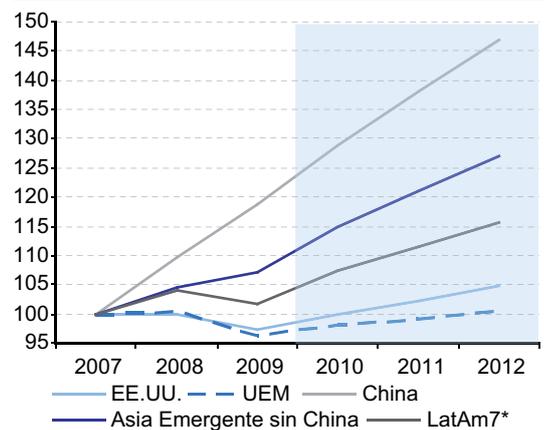
Contribuciones al crecimiento del PIB mundial



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

PIB en niveles. Base 2007=100



* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela
Fuente: BBVA Research y Datastream

El crecimiento en Estados Unidos se mantendrá bajo debido a la continuación del desapalancamiento de los hogares, si bien es muy improbable que se produzca una recaída en la recesión

En el último trimestre, la aparición de indicadores de actividad económica relativamente débiles en Estados Unidos ha planteado entre los analistas la posibilidad de una recaída en una nueva fase de recesión. La debilidad observada en algunos sectores clave que se habían beneficiado directamente del apoyo fiscal proporcionado a través de incentivos para la compra (vivienda y bienes duraderos)

constituye una señal importante de que la demanda privada en Estados Unidos no puede aún sostenerse por sí misma. Esta debilidad es el resultado del proceso de desapalancamiento que actualmente están llevando a cabo los hogares, así como de la debilidad del mercado laboral. Ello seguirá empujando a los hogares a ahorrar más que lo observado desde la segunda mitad de la década de los 90. Si bien esta tendencia se sitúa en la dirección correcta para reequilibrar el modelo de crecimiento de Estados Unidos, también aumenta las preocupaciones cíclicas dado que el consumo (uno de los pilares de la recuperación en las anteriores recesiones) se mantendrá en niveles débiles y se verá compensado sólo de manera parcial por un aumento de la inversión en equipo por parte de las empresas y por las exportaciones.

Las recientes preocupaciones sobre la situación del sector de la vivienda en EE.UU. son, en nuestra opinión, excesivas y la posibilidad de que se produzca una recaída en los precios de los inmuebles es muy reducida, dado que ya se ha producido un ajuste de alrededor del 30%. Es evidente que siguen existiendo elementos preocupantes, como el aumento de las existencias en el mercado de la vivienda y un posible incremento de la oferta de vivienda resultante de las nuevas ejecuciones hipotecarias (bien sean consecuencia del aumento de la morosidad o porque los propietarios desistan en los pagos ante un valor de las hipotecas superior al valor de la vivienda –negative equity-). Pero también existen elementos de soporte favorables, como los enormes avances en la accesibilidad de la vivienda desde que comenzó la crisis y las tendencias demográficas, que deberían contribuir a impulsar la demanda en el futuro. Es cierto que si los precios de la vivienda continuaran descendiendo, podrían tener un impacto no desdeñable en el consumo, pero al menos el sistema bancario parece estar en condiciones de absorber una moderada caída adicional de los precios. Con todo, un escenario de significativas caídas adicionales de precios es muy poco probable. Por el contrario, lo más probable es que asistamos a un periodo relativamente estable de los precios de la vivienda, mientras se van reabsorbiendo finalmente los excesos anteriores.

En definitiva, los lastres existentes sobre el consumo y la baja probabilidad de que se produzcan nuevos estímulos fiscales –teniendo en cuenta las dimensiones actuales del déficit y especialmente si se produce un cambio en el equilibrio de poderes tras las elecciones al Congreso de noviembre – serán parcialmente compensados por una recuperación de la inversión privada, en tanto que se recuperen las perspectivas de ventas y disminuya la incertidumbre regulatoria. Esto implicará una salida de la crisis para Estados Unidos a un ritmo mucho menor al experimentado en ciclos anteriores (gráfico 3), en línea con nuestras previsiones desde hace tiempo. Pero la posibilidad de que se produzca una recaída en una nueva fase de recesión en Estados Unidos es altamente improbable. En cualquier caso, la falta de solidez de la demanda interna inducirá a Estados Unidos a ejercer una presión cada vez mayor sobre el resto del mundo (especialmente sobre los países con superávit por cuenta corriente) para aumentar su demanda y contribuir al necesario reequilibrio global. La renovada expansión monetaria de Estados Unidos puede interpretarse en este contexto como una fórmula para inducir parte de este ajuste sobre el resto del mundo.

Las tensiones financieras en Europa siguen siendo la principal fuente de preocupación, si bien el riesgo sistémico es menor que antes del verano. La consolidación fiscal sigue siendo fundamental para sostener la confianza y no tendrá un impacto negativo significativo sobre el crecimiento más allá del corto plazo

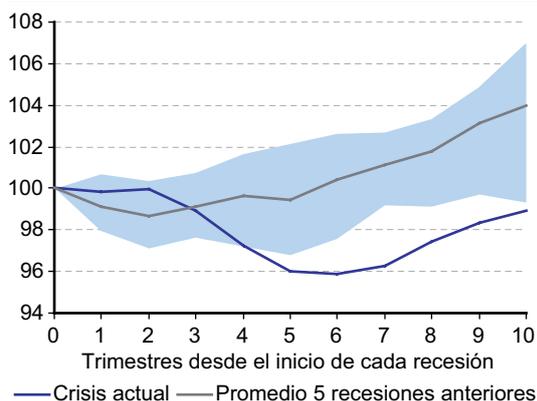
Tras los decisivos avances experimentados en materia de consolidación fiscal, las medidas adoptadas para apoyar a los gobiernos con mayores dificultades y, sobre todo, tras las pruebas de resistencia del sector financiero, se ha producido un cambio cualitativo en la dinámica experimentada por la crisis en Europa. Aún a pesar de que los diferenciales medios de deuda soberana se hayan mantenido relativamente estables, los mercados han comenzado a diferenciar entre los distintos activos soberanos, reduciendo así el riesgo de que se produzca un acontecimiento sistémico. Asimismo, los mercados financieros han comenzado a abrirse –si bien de manera selectiva– y las nuevas emisiones de deuda son una señal evidente de la relajación de las tensiones.

A pesar de todo ello, la tensión de los mercados financieros en Europa sigue siendo la principal fuente de riesgo de la región (gráfico 4), especialmente debido a la relación existente entre las preocupaciones por la deuda soberana y los riesgos del sector financiero, teniendo en cuenta su exposición nacional e internacional. Asimismo, el reciente fortalecimiento del euro constituye un reto cíclico añadido, dado que las economías que han experimentado un mejor comportamiento se han visto respaldadas por la demanda externa. Esto implica que sea aún más importante abordar con decisión a corto plazo las fuentes de vulnerabilidad macroeconómica de la región, es decir, la sostenibilidad fiscal y los desequilibrios externos, evitando además mayores retrasos en la reestructuración de la parte más débil de los sistemas bancarios. La clave es seguir restableciendo la confianza para reducir las tensiones en

los mercados y restituir la solidez y autonomía de la demanda del sector privado. Asimismo, para poder sostener el crecimiento a largo plazo, será fundamental llevar a cabo una serie de reformas estructurales e institucionales que son muy necesarias, estando estas últimas especialmente orientadas a evitar y resolver futuros desequilibrios fiscales. El foco en la reforma estructural más que en el sostenimiento de la demanda ha sido precisamente el factor diferencial entre el BCE y otros bancos centrales, generando de este modo un menor tono expansionista que la Fed.

Gráfico 3

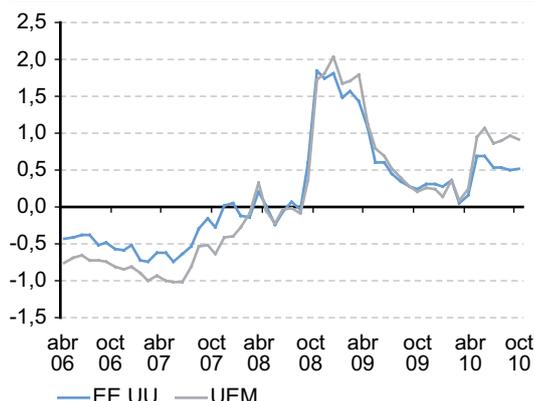
Evolución del PIB real de EEUU en el ciclo actual y en recesiones anteriores. Nivel al comienzo de cada recesión=100



* Area sombreada: Rango del PIB en las 5 recesiones anteriores
Fuente: NBER y BBVA Research

Gráfico 4

Índice de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

La política monetaria de las economías avanzadas será expansiva durante mucho tiempo, añadiendo presión sobre los tipos de cambio en todo el mundo

Las perspectivas de crecimiento muy bajo y de unas débiles presiones inflacionistas en las economías avanzadas se traducirán en unos bajos tipos de interés durante un periodo prolongado de tiempo en las tres principales economías avanzadas (Estados Unidos, Europa y Japón). Sin embargo, en un contexto marcado por unas renovadas preocupaciones cíclicas y por el escaso espacio para estímulos fiscales adicionales, la atención de los mercados se centra en la nueva ronda de medidas no convencionales de expansión monetaria (habitualmente conocidas por su denominación en inglés como Quantitative Easing 2, o QE2). Las expectativas de este nuevo aumento de la liquidez han reducido el tipo de cambio del dólar de forma generalizada, incluso en relación con el euro. De cara al futuro, dado que la mayor parte de las medidas de expansión monetaria ya han sido descontadas por los mercados, los tipos de cambio euro-dólar dependerán en mayor medida de las perspectivas relativas de crecimiento (que favorecen a EE.UU. frente a la UEM), pero también en la percepción de la política monetaria en ambas áreas y la evolución de los flujos de inversión. Al mismo tiempo, esperamos que se sigan manteniendo las presiones alcistas sobre los tipos de cambio de las economías emergentes debido al aumento de la liquidez global, a la mayor solidez de sus fundamentos económicos y a los diferenciales positivos de rentabilidad que favorecen las nuevas entradas de flujos de capital.

Los mercados emergentes se enfrentan a cada vez mayores dilemas de política económica derivados del sólido crecimiento experimentado, de la abundante liquidez mundial y de las intervenciones cambiarias en otras áreas

Las economías emergentes siguen creciendo con fuerza y Asia se mantiene a la cabeza de la recuperación mundial. Tanto en Asia como en Latinoamérica, la demanda interna privada está sustituyendo a los estímulos de las políticas económicas como fuente principal de la recuperación. En adelante, el crecimiento se ralentizará en Asia debido a la reducción del impulso proveniente del ciclo mundial de existencias, una demanda externa más débil y la retirada de los estímulos de política económica., reduciendo de esta forma el riesgo de recalentamiento de esas economías. Con todo, la región seguirá siendo el principal contribuyente al crecimiento mundial.

Tanto Asia como Latinoamérica se enfrentan a unos dilemas cada vez mayores en materia de política monetaria y cambiaria, al debatirse entre enfriar la fuerte demanda interna y evitar así las fuertes entradas de capital y mantener su competitividad con respecto a los mercados extranjeros. Algunos países han empezado a introducir medidas administrativas para desalentar la fuerte entrada de flujos de capital mientras que otros países han retrasado la prevista senda de endurecimiento de su política monetaria.

Teniendo en cuenta la relativa falta de flexibilidad de los tipos de cambio en China (y, en menor medida en el resto de Asia), Latinoamérica se enfrenta a tener que asumir una parte significativa del ajuste, hasta el punto de que las futuras apreciaciones en los tipos de cambio comenzarán a constituir un problema para el crecimiento. Por tanto, muchos países de la región están considerando nuevas intervenciones en los mercados cambiarios si bien la experiencia demuestra que su efectividad es bastante limitada, contribuyendo fundamentalmente a ralentizar el aumento de los tipos de cambio, pero no a evitarlo. Con todo, existe el riesgo de que el aumento de la intervención en los mercados de divisas termine por provocar represalias comerciales. Esto pone de manifiesto la importancia de aplicar una mayor flexibilidad en materia de tipos de cambio en Asia (particularmente en China), con vistas a proporcionar un mayor margen de actuación de política económica al resto del mundo.

2. Desaceleración en EE.UU., pero no recaída en recesión

La economía estadounidense se ralentizará, tal y como se esperaba, a causa del persistente desapalancamiento de los hogares y el elevado desempleo

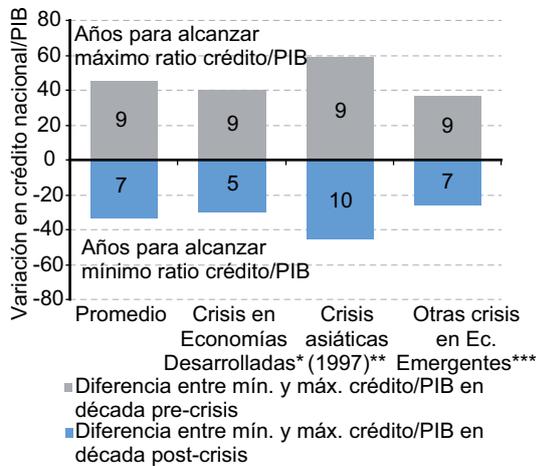
El fuerte crecimiento en Estados Unidos a comienzos de 2010 ha perdido intensidad en el segundo y tercer trimestre del año, suscitando temores renovados en los mercados a una nueva recesión (double-dip). Estas preocupaciones sobre el ciclo económico en Estados Unidos se han unido a las dificultades financieras que siguen predominando en Europa, donde los ajustes macroeconómicos y financieros aún siguen pendientes. Ambos factores están atrayendo gran parte de la atención del mercado, en particular para aquéllos agentes que esperaban una recuperación en forma de "V", y han generado incertidumbre y, por tanto, volatilidad. En última instancia, esto refleja la delicada situación de la economía: las empresas se han mostrado reticentes a contratar a causa de las pobres perspectivas de ventas, mientras que los consumidores muestran cautela con el gasto, dadas las frágiles condiciones del mercado laboral y el desapalancamiento aún pendiente.

De acuerdo a nuestro escenario, sin embargo, es más probable que la actual ralentización en EE.UU. no sea más que una pausa en la recuperación. Con anterioridad, el escenario de BBVA Research ya era consistente con un crecimiento moderado en los próximos años. Aunque la recuperación ha perdido dinamismo de forma un poco brusca (en gran medida como consecuencia de las fuertes revisiones correspondientes a los datos del periodo 2007-2010), todavía es consistente con una deceleración en el fuerte ritmo de crecimiento que la economía estadounidense registró en el primer trimestre del año. Varios factores estaban detrás de estas perspectivas. A medida que se eliminan las medidas de política fiscal, se esperaba que el dinamismo de la demanda privada mostrara más debilidad. Esto se ha visto de forma muy clara en algunos sectores clave que se han beneficiado directamente del apoyo fiscal mediante incentivos para compras, como, por ejemplo, de bienes duraderos (automóviles). Lo mismo puede observarse en el mercado de la vivienda, que ha mostrado un comportamiento débil desde que vencieron las ayudas fiscales.

La pérdida de dinamismo en la demanda privada es claramente el resultado de un continuado proceso de desapalancamiento por parte de los hogares y de un mercado laboral débil. Aunque el proceso de desapalancamiento evoluciona, en general, en línea con las expectativas, experiencias pasadas en EE.UU. y a nivel internacional (Reinhart y Reinhart, 2010) sugieren que el proceso de reducción de la deuda lleva un periodo prolongado (una media de siete años) y que los ratios de crédito tienden a caer en igual medida que aumentaron en el periodo anterior a una crisis financiera (véase gráfico 5). Esa magnitud todavía es, sin duda, de mayor alcance y profundidad que la registrada hasta el momento. La reducción en los niveles de deuda, junto con una evolución de la riqueza neta de los hogares menos favorable, débiles ingresos procedentes del trabajo y una mayor incertidumbre contribuirán a mantener la tasa de ahorro por encima de la observada desde la segunda mitad de los 90 (gráfico 6). Si bien este movimiento va en la dirección correcta para reequilibrar el modelo de crecimiento de EE.UU., también aumenta las preocupaciones cíclicas, dado que el consumo (uno de los pilares de la recuperación en las anteriores recesiones) se mantendrá en niveles modestos y se verá compensado sólo de manera parcial por un aumento de la inversión en equipo por parte de las empresas y unas exportaciones más robustas.

Gráfico 5

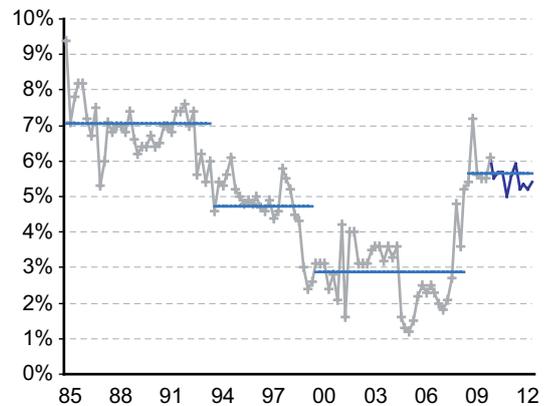
Crédito bancos nacionales/PIB 10 años antes y después crisis financiera



* España (1997), Noruega (1987), Finlandia (1991), Suecia (1991), Japón (1992); ** Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Tailandia; *** Argentina (2001), Chile (1981), Colombia (1988), México (1994), Turquía (2001)
Fuente: BBVA Research basado en Reinhart y Reinhart (2010)

Gráfico 6

EEUU: tasa de ahorro

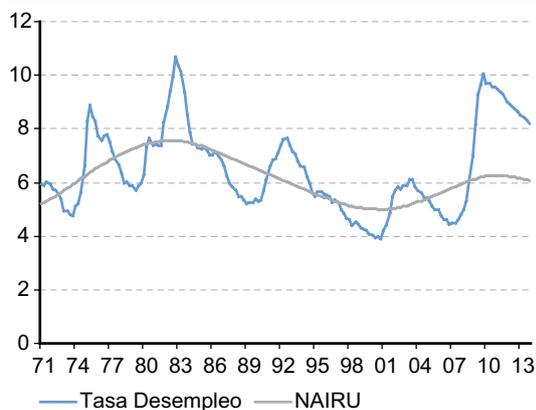


Fuente: BBVA Research

Otro factor que por sí mismo determinará una lenta salida de la recesión es la debilidad del mercado laboral, con una reducida creación de puestos de trabajo y una elevada tasa de desempleo. El intenso debate en el seno de la Fed sobre qué parte del aumento del desempleo es estructural y qué parte es debida a una demanda débil subraya la incertidumbre que rodea a las mediciones del desempleo estructural. Una serie de elementos apuntan a un incremento del desempleo estructural de en torno a 1,5 puntos porcentuales en relación a los niveles previos a la crisis (gráfico 7). En primer lugar, el aumento de la duración del desempleo (gráfico 8) erosiona las habilidades de los trabajadores y favorece el aumento del desempleo estructural. En segundo lugar, en la actualidad la relocalización laboral es lenta, dados los descalces geográficos y de habilidades entre oferta y demanda y dado el cambio estructural en curso en la economía estadounidense. Finalmente, en la actualidad el mercado de la vivienda obstaculiza la movilidad geográfica, ya que los propietarios de viviendas encuentran dificultades para vender sus propiedades, sobre todo si el valor de su vivienda es inferior al saldo vivo de la deuda hipotecaria. En cualquier caso, como muestra el gráfico 7, el componente cíclico del desempleo sigue siendo muy alto en comparación con las recesiones anteriores y se prevé que permanezca así durante algún tiempo, lo que justifica las políticas orientadas a impulsar la demanda agregada si existe margen para hacerlo.

Gráfico 7

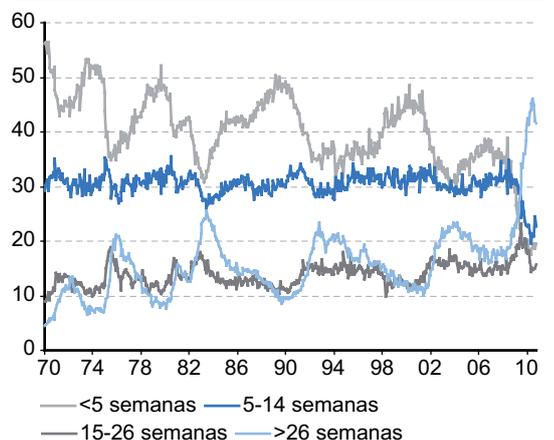
EEUU: tasa de desempleo



Fuente: BBVA Research y Bureau of Labor Statistics

Gráfico 8

EEUU: duración del desempleo (% del número de desempleados)



Fuente: BBVA Research y Bureau of Labor Statistics

Las preocupaciones recientes en torno al estado del sector inmobiliario en EE.UU. son excesivas. La posibilidad de que se produzcan más caídas del precio de la vivienda es muy pequeña

Un importante factor que determinará la evolución de la actividad económica en EE.UU. es el mercado de la vivienda. En recesiones anteriores, la inversión en vivienda ha sido una de las principales aportadoras al crecimiento en los primeros trimestres de la recuperación. Pero en el ciclo actual la inversión en vivienda ha permanecido relativamente débil y seguirá siendo reducida durante algún tiempo hasta que se reabsorban los excesos pasados. Recientemente han surgido temores a que el mercado de la vivienda se debilite más y a la posibilidad de más caídas en los precios, lo cual podría mermar la confianza y tener un impacto sobre el sistema bancario.

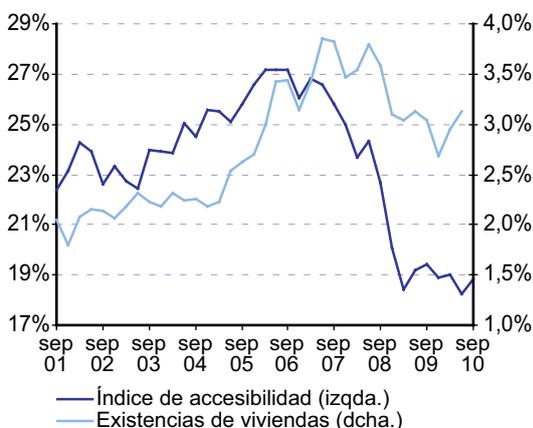
Ciertamente existen algunos elementos que son motivo de preocupación en el mercado de la vivienda. Aunque las existencias de viviendas sin vender es un 37% inferior al nivel de hace dos años, sigue siendo elevado, al situarse en torno a ocho meses de ventas (gráfico 9). Además, como muestra el gráfico 10, existe el riesgo de que se produzca un incremento significativo de la oferta de futuras viviendas para la venta provenientes de hipotecas en grave riesgo de impago (con morosidad superior a 90 días). Las reestructuraciones de créditos sin duda están ayudando a aliviar las presiones de las ejecuciones hipotecarias, pero estas reestructuraciones podrían simplemente estar retrasándolas, ya que el 60% de los préstamos modificados han recaído en el impago a causa de unos ratios de servicio de la deuda que siguen siendo muy altos. Estos impagos podrían conllevar unas existencias aún mayores en el futuro que en la actualidad no se encuentran contabilizadas dentro de la morosidad ni de las ejecuciones hipotecarias. Finalmente, existe el riesgo de que se produzcan más incrementos inesperados de la oferta procedentes de propietarios que devuelven sus viviendas dado que el precio es ahora menor que el saldo vivo de su deuda hipotecaria.

Pero también hay dos elementos que prestan apoyo al precio de la vivienda. El primero son las significativas mejoras en la accesibilidad para los futuros propietarios (gráfico 7), que se explican por unos tipos de interés más bajos, la corrección en los precios de las viviendas y unos mayores ingresos de los hogares. El segundo son las fuertes tendencias demográficas, puesto que la distribución etaria en la actualidad conlleva que el crecimiento neto de los hogares (1,1 millones de hogares nuevos al año) superará el crecimiento de la población. Asimismo, la tasa de reemplazo de las viviendas es superior a la de otros países desarrollados y la tendencia va en aumento. Todos estos elementos deberían ayudar a impulsar la demanda en el futuro y contribuir a fijar un suelo para los precios.

Por tanto, el escenario de mayores caídas de los precios es altamente improbable y, en lugar de ello, parece más probable un prolongado periodo de precios de las viviendas relativamente estables. En cualquier caso, las recientes pruebas de resistencia muestran que el sistema bancario estadounidense debería ser capaz de soportar una corrección moderada en los precios inmobiliarios.

Gráfico 9

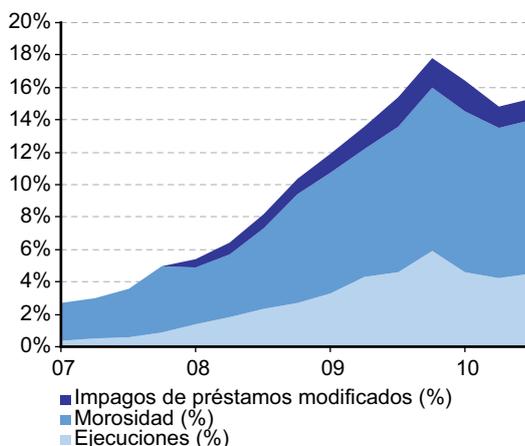
EEUU: existencias de viviendas* e índice de accesibilidad**



* Porcentaje de existencias de viviendas respecto al total
** Pago de hipotecas sobre ingresos del hogar
Fuente: Census Bureau, NAR y BBVA Research

Gráfico 10

EEUU: mercado inmobiliario residencial: Ejecuciones y morosidad



Fuente: BBVA Research y FMI

Una nueva recesión en la economía estadounidense es altamente improbable

Como se ha señalado anteriormente, la situación del mercado laboral es un indicador de que la demanda agregada sigue siendo muy débil en EE.UU. y que el ritmo de recuperación seguirá dependiendo del margen que exista para la aplicación de más medidas por parte de las autoridades. En el frente fiscal, no son muy elevados los fondos restante del programa de estímulo ARRA y es improbable que éste se amplíe tanto como consecuencia de las preocupaciones en torno al tamaño de los déficits actuales como, sobre todo, si se produce un cambio en el equilibrio de poder después de las elecciones al Congreso de noviembre. No obstante, la preocupación de la Fed tanto por la actividad económica como por los riesgos de deflación ha aumentado, lo mismo que la presión para que actúe, ya que el coste de tal escenario se percibe como "inaceptable". Puesto que el ritmo de recuperación de la producción y el empleo se ha ralentizado en los últimos meses, el gasto de los hogares sigue siendo débil y la inflación permanece más baja de lo esperado originalmente, la Fed se va a embarcar en nuevas medidas de expansión cuantitativa (véase apartado 4), que mantendrán los tipos de interés bajos y ayudarán a sostener la demanda del sector privado.

Por otra parte, el repunte de la demanda externa y la recuperación del sector del automóvil han apoyado una recuperación generalizada de la actividad industrial y la inversión en equipo y software. En este contexto, las empresas han llevado a cabo reducciones de empleo masivas, lo que ha generado aumentos de productividad, reducción de costes laborales y el mantenimiento relativo de márgenes y beneficios. En tanto que las perspectivas de ventas mejoren y disminuyan las incertidumbres regulatorias, la inversión privada contribuirá a la reactivación de la demanda agregada.

En conjunto, los lastres al consumo y la baja probabilidad de que se produzca un estímulo fiscal adicional (elementos parcialmente compensados por una inversión más fuerte) conllevan una salida de la crisis en EE.UU. a un ritmo muy inferior al de los ciclos anteriores, tal y como estaba ya recogido en nuestro escenario. Pero la posibilidad de que se produzca una recaída en una nueva fase de recesión en EE.UU. es altamente improbable. Los modelos indican una probabilidad muy baja de recesión, aunque los índices mensuales de actividad y nuestros modelos sugieren un crecimiento bajo durante varios trimestres más. No obstante, nuestra previsión sigue siendo un crecimiento positivo en la segunda mitad de 2010 (con un crecimiento anual del 2,7% para el conjunto del año). A partir de 2011 se prevé una recuperación gradual, con una ralentización al 2,3% en 2011 en el contexto de una inflación moderada.

En cualquier caso, la falta de solidez de la demanda interna inducirá a EE.UU. a ejercer una presión cada vez mayor sobre el resto del mundo (especialmente sobre los países con superávit por cuenta corriente) para aumentar su demanda y contribuir al necesario reequilibrio global. La renovada expansión monetaria de Estados Unidos puede interpretarse en este contexto como una fórmula para inducir parte de este ajuste sobre el resto del mundo.

3. Persisten las preocupaciones en torno a las tensiones financieras en Europa

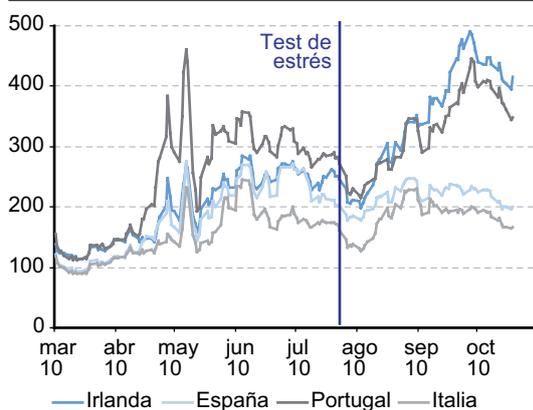
Después de los decisivos avances en materia de consolidación fiscal y los tests de estrés, se ha producido un cambio cualitativo en la dinámica de la crisis en Europa, con un aumento de la diferenciación

Como hemos señalado repetidamente en el pasado, en 2010 la política fiscal pasó de ser un elemento de apoyo a la demanda interna y al sector financiero, a convertirse en la causa de riesgo financiero y cíclico. En este contexto, las contundentes acciones orientadas a la consolidación fiscal (a veces incluso acelerando el camino del ajuste planeado a comienzos de año), la creación de mecanismos de apoyo para gobiernos con problemas y, sobre todo, la realización de las pruebas de estrés para instituciones financieras en toda Europa cambiaron la dinámica de la crisis al final del verano.

De hecho, los mercados han comenzado a diferenciar entre activos soberanos y reflejan unos mejores fundamentales subyacentes tanto macroeconómicos como del sector financiero, lo cual contrasta con la dinámica antes de los tests de estrés, cuando la aversión al riesgo era el principal factor determinante de los diferenciales (véanse gráficos 11 y 12) y el acceso a los mercados presentaba también serios obstáculos. Grecia ha visto sus diferenciales soberanos disminuir desde finales de octubre, dado el fuerte compromiso de las instituciones Europeas y del FMI y de las mejoras en el frente fiscal – un déficit fiscal más reducido en 2010 y unos objetivos de déficit más ambiciosos para 2011 de lo reflejado en el programa FMI-UE –, aunque sigue conservando el riesgo soberano más alto de la UEM. La situación en Irlanda permanece débil a causa de las dudas sobre el coste real de rescatar al sistema bancario, cuyo tamaño es enorme (6,5 veces el PIB de Irlanda) y donde los problemas de solvencia – que se concentran en las grandes entidades – siguen siendo motivo de preocupación. No obstante, el hecho de que Irlanda no necesite refinanciar su deuda soberana hasta mediados de 2011 reduce en gran medida la presión a corto plazo que ejercen los mercados. En un horizonte de mas largo plazo, Irlanda también parece tener mas espacio para implementar medidas fiscales adicionales (especialmente dada su baja carga impositiva relativa) y el ajuste externo básicamente se ha concluído. Finalmente, en Portugal los problemas financieros se han debido en parte a que las cifras del déficit público han caído por debajo del objetivo y a la incertidumbre en torno al proceso político para aprobar nuevas medidas orientadas a reducir el déficit al objetivo del 4,6% fijado para 2011.

Gráfico 11

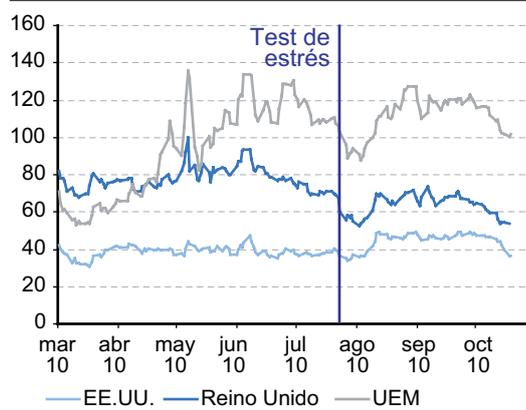
CDS soberano para las economías de la periferia europea



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 12

CDS soberano para economías avanzadas

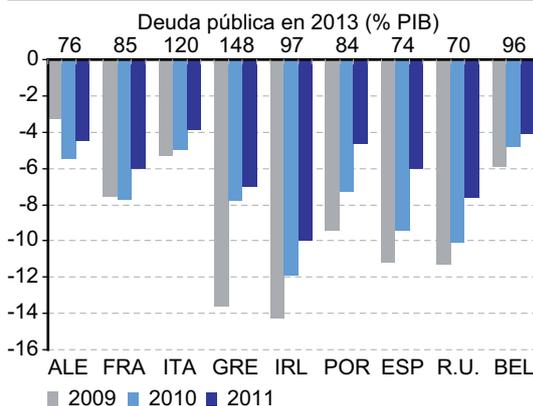


Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Esta evolución contrasta fuertemente con el caso de España. Como apuntamos en la edición anterior de Situación Global, las pruebas de estrés en España fueron más transparentes (incluyendo a todas las instituciones financieras) y los supuestos respecto al escenario macroeconómico y los márgenes de explotación fueron más severos, lo que les otorga mayor credibilidad. Además, el tamaño del sistema financiero (3,2 veces el PIB) es muy inferior al de Irlanda y las preocupaciones en torno a la liquidez son menores que los otros tres países. Finalmente, los ajustes fiscales y externos (gráficos 13 y 14) también han sido mayores que en otros países periféricos, aumentando las posibilidades de éxito de una corrección de los desequilibrios previos.

Gráfico 13

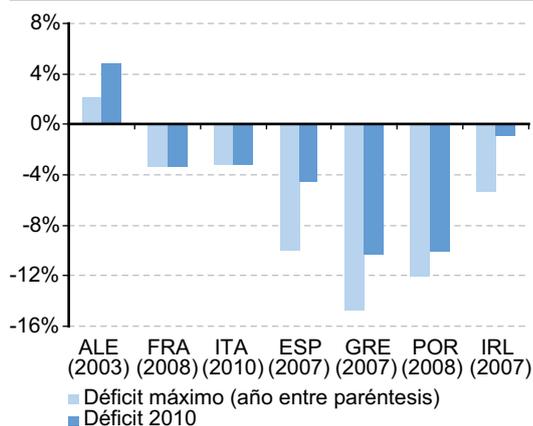
Planes de deficit proyectados (% PIB)



Fuente: BBVA Research y Fuentes nacionales

Gráfico 14

Ajuste del deficit por cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: BBVA Research y AMECO

No obstante, las tensiones de los mercados financieros siguen siendo la principal fuente de riesgo para Europa

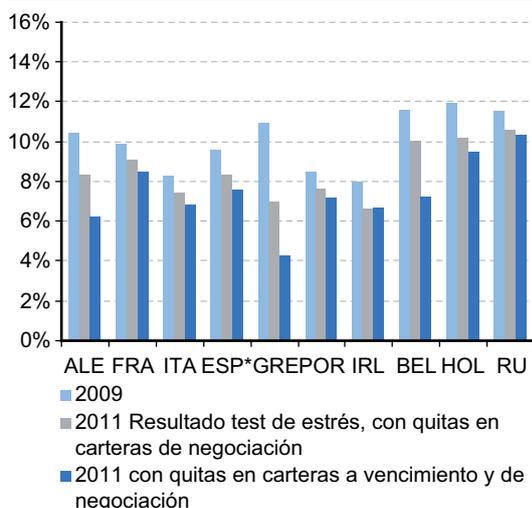
Además de este aumento de la diferenciación en precios, los mercados financieros han comenzado a abrirse – si bien de manera selectiva – y las nuevas emisiones de deuda son una nueva señal de la relajación de las tensiones sistémicas. No obstante esto, los diferenciales soberanos en Europa permanecen altos (gráfico 12) y, pese a las medidas adoptadas para contener y reducir el déficit, los países periféricos afrontan elevadas necesidades de financiación privada y soberana en los próximos años, en el contexto de un crecimiento muy bajo (real y nominal).

El gráfico 15 se basa en estimaciones del BBVA Research e ilustra hasta qué punto las exposiciones soberanas podrían acabar afectando al sector bancario. En este ejercicio, los recortes aplicados en las pruebas de estrés a las tenencias de deuda soberana de la cartera de negocio también se han aplicado a las tenencias de deuda soberana en el libro bancario (recortes no incluidos en las pruebas de estrés). Esto obviamente resulta en unos ratios de capital Tier 1 mucho más bajos para las mayores instituciones financieras de cada país. Aunque esto es, por supuesto, un acontecimiento extremo, dado que los activos en los libros bancarios se mantienen hasta el vencimiento, ilustra la exposición diferencial de los sistemas financieros de la UEM a la deuda soberana, siendo Alemania, Grecia y Bélgica los países donde la banca experimentaría la mayor reducción de capital a causa de su mayor exposición.

Así, la tensión de los mercados financieros en Europa sigue siendo la principal fuente de riesgo de la región, debido a la relación existente entre las preocupaciones por la deuda soberana y los riesgos del sector financiero, teniendo en cuenta su exposición nacional e internacional, sobre todo en los países periféricos. En efecto el gráfico 16, muestra que la mayor parte de la deuda soberana de Irlanda es mantenida por bancos, muchos de ellos extranjeros, pero una proporción considerable es mantenida por instituciones domesticas (como es el caso, aunque en menor medida, de Grecia, España e Italia). Pero también es importante resaltar que la mayor parte de la deuda soberana en muchos países europeos está en manos de inversores extranjeros, más influenciados por el sentimiento de los mercados.

Gráfico 15

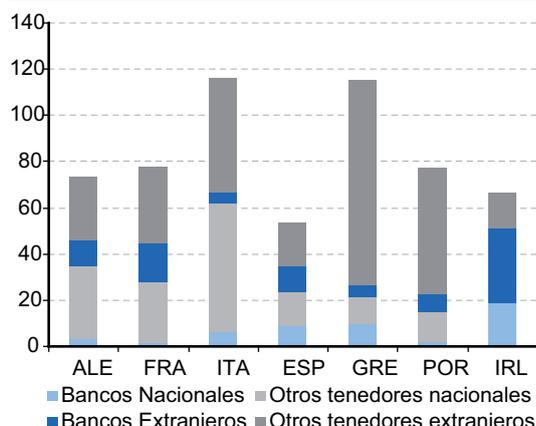
Ratio Tier 1 promedio según diferentes escenarios de estrés soberano



* 6 mayores instituciones
Fuente: BBVA Research en base a los datos del CEBS

Gráfico 16

Tenedores de Deuda Soberana en determinados países europeos (% del PIB)



Fuente: Base de datos conjunta BIS-BM-FMI y BBVA Research

Asimismo, la renovada apreciación del euro supone un desafío añadido para la recuperación europea

Asimismo, el reciente fortalecimiento del euro constituye un desafío adicional para la UEM, sobre todo en 2011, dado que las economías que han experimentado un mejor comportamiento se han visto respaldadas por la demanda externa. Así, es de suma importancia hacer frente al origen de la menor confianza en la región, como son la elevada y creciente deuda pública y los débiles sistemas bancarios. En el primer caso, la credibilidad de los planes de consolidación fiscal en curso deben reforzarse, garantizando que se cumplen los objetivos de déficit fiscal previamente acordados para reducirlos por debajo del 3% del PIB en 2013-14. En el segundo caso, después de la publicación de los tests de estrés del sistema financiero, los bancos débiles y vulnerables deberán recapitalizarse, reestructurarse o liquidarse. Con todo, el progreso en estos dos aspectos ha sido desigual en los distintos países.

Por tanto, es crucial concentrarse nuevamente en las reformas estructurales e institucionales

Asimismo, para sostener e incrementar el crecimiento a largo plazo, será crucial concentrarse aún más en las necesarias reformas estructurales e institucionales. En el primer caso, una mayor liberalización a nivel de la UE de los mercados de productos y servicios incrementará la productividad, y en muchos países europeos un aumento de la flexibilización de los mercados laborales y la mejora de los sistemas educativos también son esenciales. Pero también es muy importante la tarea de reformar los marcos institucionales de la UE, a fin de tratar la resolución y prevención de crisis, reclamando un mayor papel a nivel de la UE y unos incentivos más robustos para los países que persigan unas políticas sólidas. Sin embargo, las recientes negociaciones en curso parecen estar inclinando los marcos de prevención de crisis hacia un sistema de decisiones tomadas mediante una votación de mayoría cualificada (en lugar de procedimientos automáticos), lo cual se asemeja demasiado al tibio pacto de estabilidad y crecimiento de antaño. Se observan más avances en los mecanismos de resolución de crisis, con la posibilidad de que el Mecanismo de Estabilidad Financiera Europea sea reemplazado por un Fondo Monetario Europeo en el plazo de tres años.

Así, dados los desafíos que surgen de la consolidación fiscal, de la recuperación de la confianza en el sistema financiero y de la reestructuración de los sistemas bancarios, Europa continuará experimentando una recuperación relativamente lenta en toda la región. No obstante, también habrá diferencias significativas entre los países centrales europeos y los de la periferia. Los países centrales han acumulado menos desequilibrios durante los años de la expansión y son los que más se están beneficiando del tirón de la demanda externa (principalmente de los países emergentes). Pero también está claro que incluso en los países centrales la recuperación no se sostendrá por sí sola si el impulso de la demanda externa no se traduce en una recuperación firme del consumo y la inversión, algo que todavía no se divisa claramente. Esto parece estar en línea con el razonamiento del BCE, mas centrado sobre las necesidades de reformas estructurales en Europa, y, por tanto, con una política monetaria menos expansiva que la Fed.

4. Efectos colaterales globales de una política monetaria muy laxa

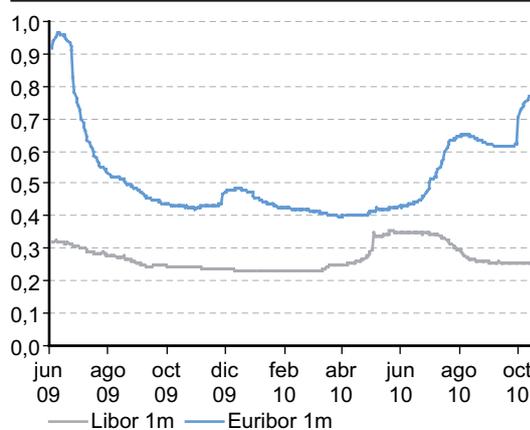
Una nueva ronda de relajación cuantitativa (QE2) en EE.UU.

La Fed se muestra cada día más preocupada por las perspectivas económicas y las presiones deflacionistas. En un reciente comunicado ha anunciado una relajación monetaria adicional afirmando claramente que las condiciones económicas actuales no están en línea con el doble mandato de la Fed.. Además, hacía explícito el objetivo de inflación y empleo de la Fed, declarando que “la inflación es demasiado baja, mientras que el desempleo es demasiado alto y el tipo de interés real a corto plazo es demasiado alto”.

Pero dado que los tipos de interés nominales ya están bastante bajos (gráfico 17), la Fed intentará reducir la prima a plazo en la curva de rentabilidad para alentar a los inversores a que se dirijan a otros activos, lo que debería ayudar a evitar una trampa de liquidez. Siendo lo más probable que comience en noviembre, la Fed seguirá implantando políticas no convencionales de relajación monetaria, primordialmente mediante la expansión del balance (QE2). Lo más probable es que la Fed anuncie una cifra de objetivo final que estimamos en torno al billón de dólares, a causa de las preocupaciones en torno a la estabilidad financiera y las perspectivas macroeconómicas. A diferencia de la anterior ronda de QE, con la QE2 la Fed procederá con cierta cautela – la implantación será continuada pero en pasos pequeños – y de forma más ajustable – condicionada a la evolución de las perspectivas económicas. Es probable que continúe el patrón actual establecido de objetivos mensuales anunciados con antelación (para mantener el tamaño del balance) bajo un nuevo programa de compras de activos a gran escala (LSAP en sus siglas en inglés). Nuestra estimación es que inicialmente los objetivos mensuales se sitúen próximos a 65.000 millones de dólares. Aún no sabemos con certeza si una nueva ronda de compra de activos resultará efectiva para estimular la actividad económica, especialmente a través de cambios en los precios relativos de los activos. En primer lugar, existe una gran incertidumbre en torno al tamaño del efecto de las compras del Tesoro en los tipos de interés a largo plazo. Estudios académicos apuntan a una reducción de los rendimientos a 10 años entre 13 y 67 puntos básicos para un programa de compra de bonos de un billón de dólares. En segundo lugar, la efectividad para estimular la actividad económica dependerá de lo dispuestos que estén los inversores para trasladarse a activos de más riesgo (más en línea con una expansión de la actividad económica) dada la reducción de los rendimientos de los bonos. Con todo, esperamos que este programa dé apoyo a la inversión (pero no mucho al consumo, dado los débiles efectos riqueza) y también a las exportaciones netas, a través de un menor tipo de cambio del dólar.

Gráfico 17

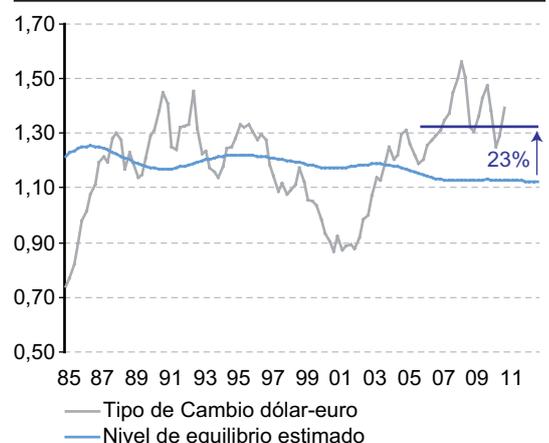
Tipos de Interés a corto plazo (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 18

Tipo de cambio dólar-euro y nivel de equilibrio estimado



Fuente: BBVA Research

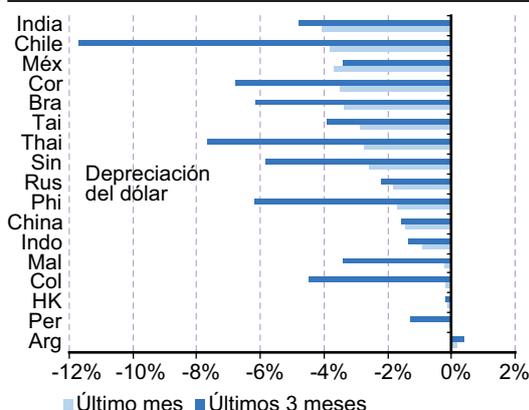
Otros bancos centrales podrían verse obligados a imitar a la Fed

Posiblemente, a medida que la Fed se mueva hacia una nueva ronda de relajación (QE2), otros bancos centrales se sientan obligados a ajustar sus posturas de política monetaria. En el contexto económico global actual de escasez de demanda, es probable que los países se vean forzados a imitar las acciones de la Fed a fin de prevenir una apreciación no deseada de sus monedas. El Banco de Japón (BoJ) ya ha decidido aumentar la relajación monetaria y el Banco de Inglaterra (BoE) podría secundarle.

La manera en que otros bancos centrales reaccionen a partir de ahí dependerá de la evolución de la economía global y del valor de sus monedas. En la actualidad, el Banco Central Europeo (BCE) tiene una postura más agresiva y parece oponerse a una mayor relajación. El BCE ha tenido una estrategia de comunicación distinta y aún no ha revelado el debate interno que existe sobre la política monetaria. Consideramos que el BCE no debería permanecer indiferente a la reciente fortaleza del euro, ya que esto podría mermar el crecimiento de la UEM. A lo largo de los últimos cinco años, el tipo de cambio medio del euro/dólar ha sido de 1,34, lo que, teniendo en cuenta nuestro tipo de cambio de equilibrio estimado, implica una sobrevaloración persistente de en torno al 20% (véase gráfico 18). Una prolongada falta de alineación de las divisas como ésta no ha sido sostenible a lo largo del tiempo. Además, se espera que el BCE empiece a modificar sus estrategias de comunicación, pero también se podrían considerar otras opciones. De cara al futuro, dado que la mayor parte de las medidas QE2 ya han sido descontadas por los mercados, el tipo de cambio dólar-euro dependerá más de las perspectivas de crecimiento relativas (que favorecen más a EEUU que a la UEM), así como de la percepción relativa de la política monetaria en ambas áreas y de la evolución de los flujos de inversión.

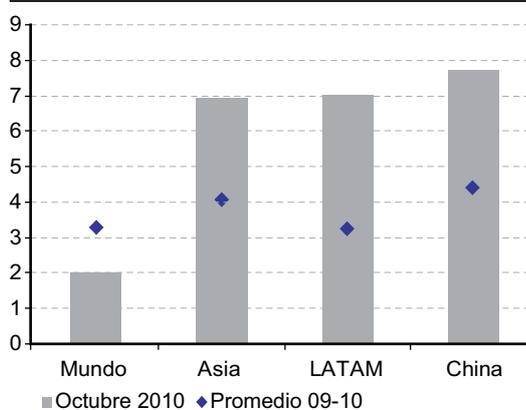
Bajo los regímenes de tipos de cambio de flotación libre, la mayoría de las divisas de países emergentes afrontan fuertes presiones de apreciación a medida que la Fed se mueve hacia la QE2. El exceso de liquidez está causando un importante incremento de los flujos hacia los mercados emergentes y destaca el efecto sobre las divisas (véase gráfico 19). Como muestra el gráfico 20, la presión ha conducido a un aumento del ritmo de acumulación de reservas en las economías de los mercados emergentes, ya que los bancos centrales están tratando de compensar la depreciación del dólar. La acumulación de reservas en divisas extranjeras en los últimos meses ha aumentado apreciablemente en relación con los trimestres anteriores y al ritmo medio en los dos últimos años. Sin embargo, estas medidas no han tenido éxito. Algunos países pueden compensar las presiones de apreciación inicialmente, pero las medidas adicionales se tornan difíciles, puesto que generan problemas de esterilización. En los países con unos mercados financieros desarrollados, incluso con otras medidas de control de capitales (p.ej. el aumento del impuesto IFO hasta el 6% en Brasil), las medidas demuestran ser ineficaces. Hasta ahora, los bancos centrales de las economías emergentes han intentado evitar una mayor apreciación de sus divisas bien parando o ralentizando el endurecimiento de su política monetaria.

Gráfico 19
Cambios en las cotizaciones frente al dólar: países emergentes (en %)



Fuente: Datastream y BBVA Research

Gráfico 20
Acumulación de reservas en mercados emergentes (% , tasa intermensual, promedio 3-meses)



Fuente: BBVA Research

El ritmo de revaloración del renminbi resulta crucial en las reacciones de otros bancos centrales

Este razonamiento nos lleva a concluir que el régimen de tipo de cambio fijo de China y el ritmo de revaloración permitido del renminbi (RMB) en el futuro son clave para determinar el momento y el alcance de las acciones de política monetaria de los bancos centrales en todo el mundo. Las autoridades chinas han permitido tan sólo una ligera apreciación en los últimos años, incluso ante las fuertes entradas de capitales y la continuada acumulación de reservas. Desde la readopción de un tipo de cambio más flexible en junio de este año, el RMB sólo ha subido un 2,7% frente al dólar. Nuestro escenario base anticipa una apreciación gradual adicional del RMB - en torno al 4%-5% - para el año 2010 en su conjunto.

Creemos que las autoridades chinas reconocen que la apreciación del RMB es positiva para la economía, en particular debido al apoyo que brindará a los esfuerzos en marcha para reequilibrar el crecimiento hacia la demanda interna y para promover el consumo. Sin embargo, las perspectivas de una aceleración significativa del ritmo de revaloración del RMB son bajas, dada la preferencia de las autoridades por una apreciación gradual, la preocupación por la fortaleza de la recuperación mundial y los temores a propiciar fuertes entradas de capital especulativo. Por tanto, la acumulación de reservas en China continuará o incluso se acelerará, intensificando la presión ejercida sobre las divisas con tipo de cambio más flexible. Con este telón de fondo, el BCE probablemente se vea obligado a variar su estrategia de comunicación. Los bancos centrales de los mercados emergentes probablemente tendrían que aumentar sus intervenciones en los mercados cambiarios para evitar mayores apreciaciones no deseadas. Las intervenciones podrían dejarse sin esterilizar – con las excepciones de México y Perú, que afrontan problemas de esterilización – y conducir a una relajación de la política monetaria. Asimismo, es probable que se adopten medidas adicionales de control de capitales en la mayoría de los países asiáticos y también en algunos países latinoamericanos, particularmente en Brasil. Finalmente, es probable que se apliquen medidas adicionales de control del crédito en países con una actividad económica fuerte (p.ej. China, India y Perú).

Nuestra opinión es que es probable que estas intervenciones suavicen la tendencia a la apreciación, pero no provocarán una reversión de los tipos de cambio a los niveles anteriores. En este sentido, la apreciación se consolidará. Las presiones hacia la apreciación persistirán tanto en Asia como en Latinoamérica, pero a un ritmo gradual como resultado de las intervenciones. Nuestra perspectiva es que aún hay margen, aunque no mucho, para una mayor apreciación, considerando la abundante liquidez, las altas rentabilidades y el bajo riesgo. No obstante, las divisas que se han apreciado más recientemente (p.ej. el real brasileño) muestran algunos indicios iniciales sobrevaloración y, por ello, se apreciarán menos en el futuro. Finalmente, aunque es menos probable, una apreciación más drástica del RMB reduciría la presión sobre la mayoría de las divisas con tipo de cambio flexible.

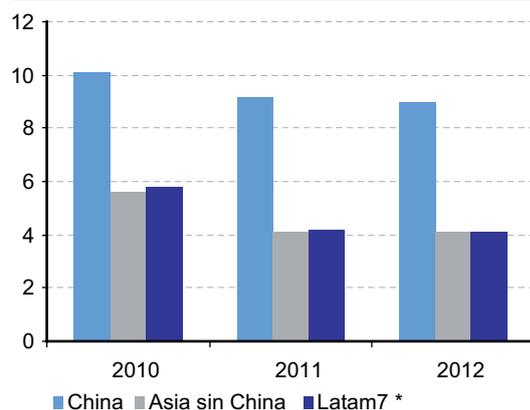
5. Crecientes dilemas de política económica en las economías emergentes

Las economías emergentes seguirán creciendo con fuerza

Las economías emergentes en Asia y Latinoamérica continúan creciendo con fuerza (gráfico 21), liderando la recuperación global. En ambas regiones la inversión fija ha aumentando de forma sustancial, incluso pese a que la acumulación de existencias y las políticas de estímulo están dejando de ser la principal fuente de dinamismo. Así, la transición desde una fuente de crecimiento de la demanda pública a una privada parece estar produciéndose de forma suave. En el futuro, el crecimiento en Asia se ralentizará y se reducirá el riesgo de sobrecalentamiento, debido a una reducción en el impulso proveniente del ciclo de inventarios global, la debilidad de la demanda externa y la retirada de políticas de estímulo. Además, China continuará restringiendo el fuerte crecimiento del crédito interno (gráfico 22). Pero la región seguirá siendo el principal contribuyente al crecimiento mundial, con China e India como los principales contribuyentes a la salida de la recesión mundial. En Latinoamérica, Brasil lidera la recuperación (con algunos riesgos de sobrecalentamiento), pero el crecimiento es fuerte en la mayor parte de la región, beneficiándose del repunte en el comercio global y de sus crecientes vínculos con Asia. En adelante, la región conservará la mayor parte de su dinamismo y sólo se producirá una ralentización moderada respecto a las fuertes tasas de crecimiento de 2010.

Gráfico 21

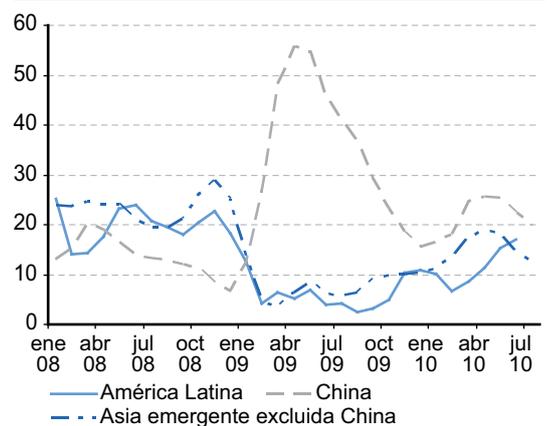
Previsiones de crecimiento del PIB en economías emergentes



* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela
Fuente: BBVA Research

Gráfico 22

Crecimiento del crédito al sector privado (% anual)



Fuente: BBVA Research y FMI

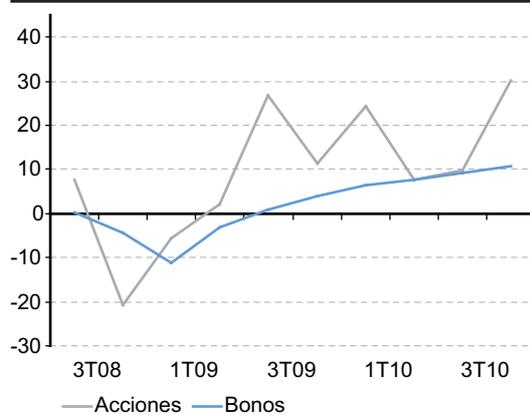
Las fuertes entradas de capital y la fortaleza de las demandas internas presentan crecientes dilemas de política económica para las economías emergentes. La rigidez de los tipos de cambio asiáticos desvía una parte sustancial del ajuste hacia Latinoamérica

Dada la ralentización del crecimiento en las economías desarrolladas y la menor aversión global al riesgo, los países emergentes se han tornado más atractivos como destino para los flujos de capital (véase gráfico 23), a la vista de sus sólidos fundamentos macroeconómicos y de sus mayores tasas de crecimiento potencial. Es probable que este cambio en la distribución de activos permanezca en tanto en cuanto persistan tales diferenciales. Pero estas ingentes entradas de capital también llevan aparejado el surgimiento de riesgos macro-financieros en la forma de un aumento de la volatilidad y un exceso de demanda interna. Como se ha mencionado anteriormente, algunos países han comenzado a introducir medidas administrativas para desalentar las fuertes entradas de capital y otros han recurrido a las intervenciones en los mercados de divisas y han ralentizado el ritmo de endurecimiento de sus políticas monetarias, arriesgándose a generar un sobrecalentamiento interno. De hecho, la intervención cambiaria para reducir la volatilidad del tipo de cambio y contener la apreciación de la divisa parece haberse generalizado en Asia, donde los tipos de cambio se han apreciado menos que en Latinoamérica, especialmente en términos nominales pero también en términos efectivos reales (véase gráfico 24).

Dada la poca flexibilidad de los tipos de cambio en China (y, en menor medida, en el resto de Asia), Latinoamérica afronta una parte significativa del ajuste, hasta el extremo de que apreciaciones adicionales de los tipos de cambio (en torno al 15% en términos efectivos reales en los dos últimos años) generarán alejamientos considerables de los tipos de cambio de equilibrio en algunos países (siendo Brasil y Colombia los que presentan una mayor sobrevaloración) y empezarán a ser un problema para el crecimiento en algunos países. Esto no será aceptable y dará lugar a más intervenciones en los tipos de cambio en la región e incluso a la introducción de controles de capitales. No obstante, la experiencia demuestra que su efectividad es bastante escasa, limitándose principalmente a ralentizar las subidas de los tipos de cambio, pero no a evitarlas a medio plazo. Por tanto, existe el riesgo de que una creciente aunque infectiva intervención en los mercados de divisas termine derivando en represalias comerciales. Esto pone de manifiesto la importancia de introducir una mayor flexibilidad cambiaria en Asia (especialmente en China), con vistas a proporcionar un mayor margen de actuación de política económica al resto del mundo.

Gráfico 23

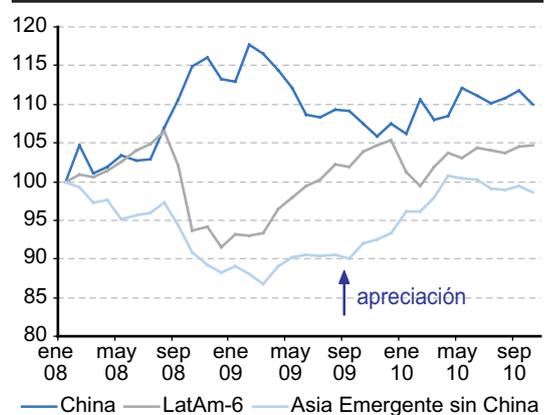
Flujos de capitales a economías emergentes (mm USD)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 24

Crecimiento del crédito al sector privado (% anual)



* Argentina, Brasil, Chile, México, Perú y Venezuela
Fuente: BBVA Research y FMI

6. Tablas

Tabla 1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas interanuales, %)	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	2,1	0,4	-2,6	2,7	2,3
UEM	2,9	0,3	-4,0	1,6	1,2
Alemania	2,8	0,7	-4,7	3,2	1,8
Francia	2,3	0,1	-2,5	1,6	1,4
Italia	1,4	-1,3	-5,1	1,1	0,8
Reino Unido	2,6	-0,1	-4,9	1,7	1,9
América Latina *	5,8	4,0	-2,4	5,8	4,2
Asia	7,6	4,2	2,0	6,8	5,5
China	14,2	9,6	9,1	10,1	9,2
Asia (exc. China)	5,2	2,1	-0,7	5,6	4,1
Mundo	5,3	3,0	-0,6	4,7	4,1

Fecha cierre de previsiones: 29 de Octubre de 2010

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas interanuales, %)	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	2,9	3,8	-0,3	1,6	1,2
UEM	2,1	3,3	0,3	1,6	1,7
Alemania	2,3	2,8	0,2	1,1	1,3
Francia	1,6	3,2	0,1	1,7	1,6
Italia	2,0	3,5	0,8	1,6	1,8
Reino Unido	2,3	3,6	2,2	3,1	2,8
América Latina *	5,3	7,7	6,4	6,5	6,3
Asia	2,9	5,1	0,3	2,8	2,8
China	4,8	5,9	-0,7	3,0	3,3
Asia (exc. China)	2,2	4,8	0,7	2,8	2,6
Mundo	4,1	6,1	2,2	3,6	3,5

Fecha cierre de previsiones: 29 de Octubre de 2010

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)

	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	-5,2	-4,9	-3,0	-3,7	-3,9
UEM	0,1	-0,9	-0,6	-0,5	-0,2
Alemania	7,9	6,6	5,0	4,8	4,8
Francia	-2,3	-3,3	-3,0	-3,4	-3,6
Italia	-2,4	-3,1	-3,1	-2,9	-2,6
Reino Unido	-2,7	-1,3	-1,1	-1,6	-1,3
América Latina *	0,7	-0,5	-0,3	-0,7	-1,3
Asia	5,6	4,1	3,6	3,5	3,5
China	10,9	9,6	6,0	5,6	5,1
Asia (exc. China)	3,6	2,1	2,7	2,7	2,9

Fecha cierre de previsiones: 29 de Octubre de 2010

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público (% PIB)

	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	-1,2	-3,2	-9,9	-10,7	-8,5
UEM	-0,6	-2,0	-6,3	-6,2	-5,1
Alemania	0,2	0,0	-3,3	-3,9	-3,0
Francia	-2,7	-3,3	-7,5	-7,6	-6,5
Italia	-1,5	-2,7	-5,3	-5,0	-4,3
Reino Unido	-2,8	-4,9	-11,5	-9,9	-8,2
América Latina *	-0,7	-1,0	-3,0	-2,2	-2,0
Asia	-0,3	-2,4	-5,2	-5,4	-4,7
China	2,2	-0,4	-2,2	-2,9	-1,9
Asia (exc. China)	-1,3	-3,8	-6,3	-6,4	-5,7

Fecha cierre de previsiones: 29 de Octubre de 2010

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés a 10 años (Promedio)

	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	4,6	3,6	3,2	3,0	2,4
UEM	4,2	4,0	3,3	2,7	2,4

Fecha cierre de previsiones: 29 de Octubre de 2010

Fuente: BBVA Research

Tabla 6

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio (Promedio)

Dólares (\$) por moneda nacional	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos (EUR por USD)	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
UEM	1,4	1,5	1,4	1,3	1,3
Reino Unido	2,0	1,8	1,6	1,6	1,6
China	7,6	6,9	6,8	6,5	6,3

Fecha cierre de previsiones: 29 de Octubre de 2010

Fuente: BBVA Research

Tabla 7

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales (Final período)

	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	4,3	0,6	0,3	0,3	0,3
UEM	4,0	2,5	1,0	1,0	1,0
China	7,5	5,3	5,3	5,6	6,1

Fecha cierre de previsiones: 29 de Octubre de 2010

Fuente: BBVA Research

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".

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Escenarios Económicos

Economista Jefe para Escenarios Económicos y Financieros y Regulación

Mayte Ledo
+34 91 374 40 75
teresa.ledo@grupobbva.com

Economista Jefe para Escenarios Económicos

Juan Ruiz
+34 91 374 58 87
juan.ruiz@grupobbva.com

Rodrigo Falbo
+34 91 537 39 77
rodrigo.falbo@grupobbva.com

Alejandro Fernández Cerezo
+34 91 374 99 24
alejandro.fernandez.cerezo@grupobbva.com

Jaime Martínez-Martín
+34 91 537 47 54
j.martinez.martin@grupobbva.com

Jorge Rodríguez Vález
+34 91 537 48 90
jorge.rv@grupobbva.com

Con la colaboración de:

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

Estados Unidos
Nathaniel Karp
+1 713 881 0663
nathaniel.karp@bbvacompass.com

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

Sistemas Financieros
Ana Rubio
+34 91 374 33 42
arubiog@grupobbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

José Luis Escrivá

Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:

Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:

Mayte Ledo
teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@grupobbva.com

España y Europa:

Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y Materias Primas
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

Estados Unidos y México:

Jorge Sicilia
j.sicilia@bbva.bancomer.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

México
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research
Paseo Castellana, 81 - 7ª planta
28046 Madrid (España)
Tel.: +34 91 374 60 00 y 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@grupobbva.com
www.bbvaresearch.com
Depósito legal: M-31256-2000