

Situación Global

Cuarto trimestre 2011
Análisis Económico

- **El crecimiento mundial se desacelera** con riesgos fuertemente sesgados a la baja debido a la crisis financiera y de deuda soberana en Europa.
- **Las medidas adoptadas en las cumbres europeas de octubre dejan elementos clave sin resolver.** Se hace necesaria una rápida normalización de las tensiones financieras para evitar una recesión.
- **Ligera mejora cíclica en Estados Unidos, pero se mantiene la debilidad estructural,** y existen grandes riesgos relacionados con la política interna y el contagio europeo.
- **Las economías emergentes prosiguen su marcha hacia un aterrizaje suave,** con riesgos procedentes del entorno exterior.

Índice

1. Resumen: Desaceleración mundial y riesgos muy sesgados a la baja	3
2. Sigue pendiente una solución definitiva a la crisis europea	6
Recuadro 1: Tensiones financieras y actividad económica en EEUU y la zona euro	7
Recuadro 2: ¿Qué se ha aprobado en las cumbres europeas de octubre?	8
3. Leves mejoras en Estados Unidos, aunque continúa la debilidad estructural	12
4. Mercados emergentes: soportando los riesgos externos	14
Recuadro 3: un escenario de estrés para las economías emergentes	17
5. Tablas	18

Fecha de cierre: 4 de noviembre de 2011

1. Resumen: Desaceleración mundial y riesgos muy sesgados a la baja

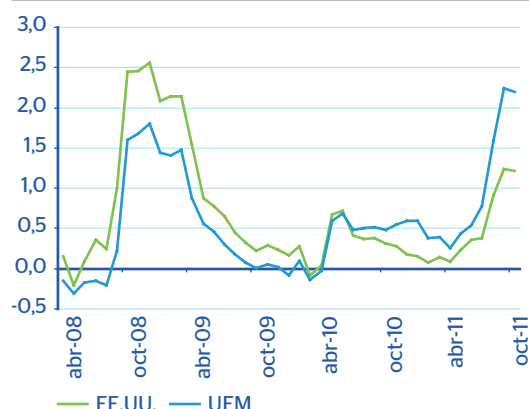
La economía mundial se desacelera y las perspectivas dependen en gran medida de que se resuelva la crisis de la deuda europea. Los riesgos están fuertemente sesgados a la baja

Las perspectivas de la economía mundial han empeorado en los últimos meses, principalmente a causa de cuatro factores que aún ejercen su influencia. En primer lugar, el crecimiento económico ha sido menor de lo esperado, principalmente, pero no solo en las economías desarrolladas (los datos de EE. UU. para la primera mitad del año ya habían sido decepcionantes, lo que provocó que algunos analistas anticipasen una nueva recesión). Pese a que el crecimiento estadounidense aumentó en el tercer trimestre, la actividad económica en Europa, que había aguantado muy bien en los tres primeros meses de año, sigue ahora un claro ritmo de desaceleración. En segundo lugar, la crisis de deuda soberana en Europa se ha intensificado y se ha vuelto más sistémica. Aunque las decisiones adoptadas en la cumbre de octubre van en la buena dirección, todavía quedan elementos clave sin resolver, particularmente en lo concerniente a la potencia real de los mecanismos para garantizar la liquidez soberana (un Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, o FEEF, apalancado), la reestructuración de la deuda griega en manos de inversores privados, y una clara «hoja de ruta» para mejorar la gobernanza europea y avanzar hacia la unión fiscal. En tercer lugar, se ha intensificado la retroalimentación entre los temores soberanos y la salud del sistema financiero europeo, y en Europa las tensiones alcanzan niveles en muchos aspectos superiores a los alcanzados tras la caída de Lehman Brothers en octubre de 2008 (Gráfico 1), lo que aumenta el riesgo de un impacto negativo en la actividad económica y alimenta aún más el círculo vicioso real-financiero. Por último, el aumento mundial de la aversión al riesgo ha disparado la volatilidad en los mercados financieros, contagiando a la mayoría de activos de riesgo e incluso a las economías emergentes por primera vez desde 2009.

En este contexto, rebajamos nuestras previsiones de crecimiento mundial para 2011 y 2012 en 0,3 pp con respecto a nuestro último Situación Global, principalmente por el recorte de las expectativas de crecimiento de las economías avanzadas (EE. UU. y Europa, compensadas en parte por Japón), aunque el crecimiento de los mercados emergentes también será algo menor de lo anticipado. Por tanto, la economía mundial crecería un 3,9% en 2011 y un 4,1% en 2012, apoyada por un crecimiento sólido en los países emergentes frente a un crecimiento discreto en las economías avanzadas (Gráfico 2).

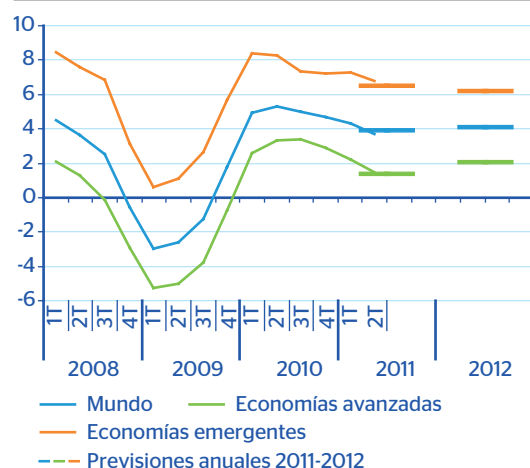
Estas tasas de crecimiento siguen siendo robustas, pero los riesgos están fuertemente sesgados a la baja y a corto plazo dependerán de la evolución de la crisis financiera y soberana en Europa. En particular, se hace necesaria una rápida reducción del estrés financiero en Europa para suavizar el impacto negativo en el crecimiento europeo y el contagio a otras regiones.

Gráfico 1

Índice de tensiones financieras BBVA

Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

Crecimiento del PIB (% interanual)

Fuente: BBVA Research y FMI

Las cumbres europeas de octubre han avanzado en la buena dirección, pero aún quedan elementos clave sin resolver, lo que no contribuye a la reducción del estrés financiero en Europa

En nuestra opinión, las cumbres europeas de octubre debían resolver cinco puntos clave: (i) atajar definitivamente la sostenibilidad de la deuda griega; (ii) crear cortafuegos para la deuda soberana en la UEM; (iii) presionar para que se lleven a cabo más reformas en los países periféricos; (iv) fortalecer el sector bancario; y (v) mejorar la gobernanza de la zona euro. Aunque algunos de los detalles más técnicos siguen en el aire, en las últimas cumbres se han adoptado medidas importantes en la buena dirección, aunque no se resolviesen definitivamente la mayoría de los puntos clave. En primer lugar, se le ha pedido a los tenedores privados de bonos griegos que acepten una quita voluntaria del 50% (mucho más de lo acordado en julio) aunque aún hay dudas sobre la participación en esta operación, e incluso si la participación fuese total, sobre la solvencia de Grecia, muy condicionada a las reformas que debe adoptar el país. En segundo lugar, el FEEF se apalancará como mecanismo asegurador y será complementado por inversores externos (que posiblemente incluyan al FMI, si bien la cumbre del G20 no fue concluyente a este respecto), aunque no es probable que los detalles del funcionamiento del FEEF se finalicen antes de diciembre. Por lo tanto, tendrán que pasar muchas semanas para que podamos determinar su efectividad de cara a los inversores privados, por lo que el BCE tendrá que seguir actuando como «comprador de última instancia» de deuda soberana, pese a las reticencias de los países de Europa central. En tercer lugar, se agradece la mayor presencia de reformas económicas en la agenda de algunos países (sobre todo, de Italia, donde serán supervisadas por el FMI), así como el hecho de que la ayuda del FEEF responderá a la solicitud de los países y será condicional, lo que aumenta las probabilidades de implementación de las reformas económicas. Al mismo tiempo, la recapitalización del sector bancario se está llevando a cabo de forma ineficiente, compensando las moderadas pruebas de resistencia de los balances bancarios, que aplican precios de mercado para las carteras soberanas pero no para los denominados «activos tóxicos», con un aumento sustancial de los requisitos de capital (9% de capital core Tier1). Esto podría provocar un brusco desapalancamiento de los bancos europeos que afectaría negativamente al crédito sin sanear los balances de los bancos de la zona euro. Además, aún no se ha establecido un mecanismo para la provisión de liquidez a largo plazo, pese a que resulta extremadamente importante para que los bancos se puedan financiar. Por último, se ha avanzado en la gobernanza europea pero no existe una hoja de ruta clara hacia la unión fiscal o la emisión de eurobonos, que en nuestra opinión constituye un elemento clave para la credibilidad a largo plazo de la UEM.

Como hemos mencionado en otras ocasiones, las soluciones parciales simplemente ayudarán a prevenir una escalada de las tensiones financieras, pero estas seguirán elevadas, lo que aumenta los riesgos bajistas para la actividad económica en la zona del euro. Los acuerdos siguen sin

aclarar si existe la estructura necesaria para prevenir contagios y un posible acontecimiento sistémico derivado de la reestructuración de la deuda griega: un FEEF suficiente que cuente con el BCE como comprador de último recurso y bancos saneados y recapitalizados con acceso a financiación. Sin estas medidas, los mercados seguirán contando con una mayor fatiga ante las reformas en Grecia y ante nuevos rescates en los países centrales de Europa, lo que aumenta la probabilidad de un escenario de riesgo con contracción del crédito y recesión en Europa que tendría consecuencias en todo el mundo¹.

Pese a un mayor crecimiento en el tercer trimestre, continúan la debilidad estructural de EE. UU. y el bloqueo político

El aspecto positivo es que parece que el crecimiento estadounidense se ha acelerado en el tercer trimestre, al menos según las estimaciones preliminares. Aunque este dato no debería llevar a la euforia (el crecimiento en los dos primeros trimestres fue muy bajo y la brecha de producción sigue siendo muy grande) parece haber aplacado el nerviosismo del mercado sobre la posibilidad de una nueva recesión. No obstante, se mantiene la debilidad estructural de la economía estadounidense ya que el nivel de confianza de consumidores y empresas sigue bajo y el mercado inmobiliario podría sufrir más ajustes, lo que se traduce en una menor resistencia ante un posible shock procedente de Europa. Además, el bloqueo político podría impedir que se alcance un «gran acuerdo» para (i) prevenir una contracción fiscal no deseada a corto plazo y (ii) promover reformas para una consolidación fiscal creíble a largo plazo.

Las economías emergentes continúan hacia un aterrizaje suave pero se enfrentan a mayores dificultades externas

Las economías emergentes siguen creciendo con fuerza, apoyadas por la resistencia de la demanda interna. Los precios de las materias primas en Latinoamérica y el crecimiento de las exportaciones asiáticas siguen altos, pese a las fuertes correcciones, lo que también apoya las sólidas perspectivas de crecimiento, encaminado hacia un aterrizaje suave que sería bien recibido en algunos países. Para ambas regiones, las turbulencias en Europa y EE.UU. se traducen en fuertes dificultades en los mercados financieros, reflejadas en el aumento de la volatilidad del mercado, la depreciación de los tipos de cambio y una reducción de las entradas de flujos de capital. Sin embargo, muchos países aún cuentan con un considerable colchón (finanzas públicas más sólidas y mejor gestión macroeconómica que en el pasado) y se encuentran en una buena situación para introducir políticas de estímulo que contrarresten una demanda externa debilitada. En general, un entorno exterior más negativo ha cambiado el foco en los países emergentes del sobrecalentamiento a los riesgos bajistas y, cada vez más, a la posible necesidad de políticas de apoyo.

1: Véase el Recuadro 1, «Los canales de contagio mundial en caso de un impago desordenado en Europa», del Situación Global del 3T 2011 para un resumen de los canales de contagio y el impacto mundial de un impago desordenado en Europa.

2. Sigue pendiente una solución definitiva a la crisis europea

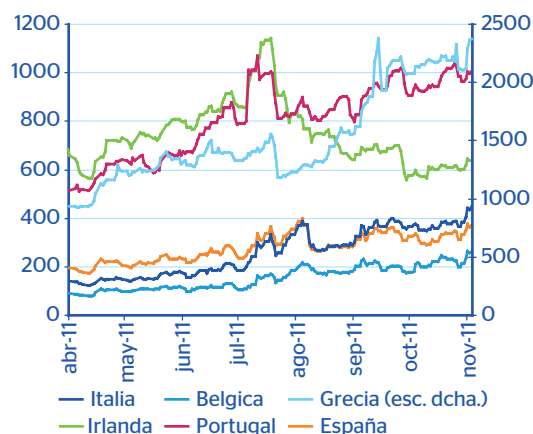
La crisis de la deuda soberana europea se ha intensificado desde agosto, provocando presiones de financiación en el sector financiero. La actividad económica también da claros signos de desaceleración

A pesar de los acuerdos alcanzados en la cumbre europea de finales de julio, los mercados de deuda soberana, incluidos los de España y, sobre todo, los de Italia, siguen sometidos a intensas presiones desde mediados de agosto (Gráfico 3). En el centro de las tensiones soberanas están las dudas sobre el ritmo de implementación de los acuerdos: mejoras del FEEF (finalmente ratificado por todos los países en octubre) y la llamada "participación del sector privado" (PSI, private sector involvement), que finalmente fue superada por el mayor deterioro de la valoración de mercado de la deuda griega. Por otro lado, el hecho de que las tensiones soberanas alcanzasen de lleno a Italia (la prima de riesgo superó la de España por primera vez desde el comienzo de la crisis) puso de manifiesto que el FEEF por sí mismo no sería lo suficientemente voluminoso para constituir un cortafuegos frente al posible contagio de Grecia.

Además, la crisis de la deuda soberana en Europa empezó a minar la confianza en los bancos europeos, muchos de los cuales están muy expuestos a deuda soberana de países periféricos. El pasivo de los bancos también se vio afectado al irse reduciendo la calidad de las garantías estatales implícitas. Las pérdidas potenciales aumentaron los temores sobre la solvencia de algunos bancos y provocaron una severa contracción de los mercados de financiación, incluso para algunos bancos de países centrales de Europa. Estas presiones se vieron reflejadas en una brusca ampliación de los diferenciales de los CDS bancarios (Gráfico 4) hasta niveles superiores a los registrados tras la caída de Lehman Brothers.

Gráfico 3

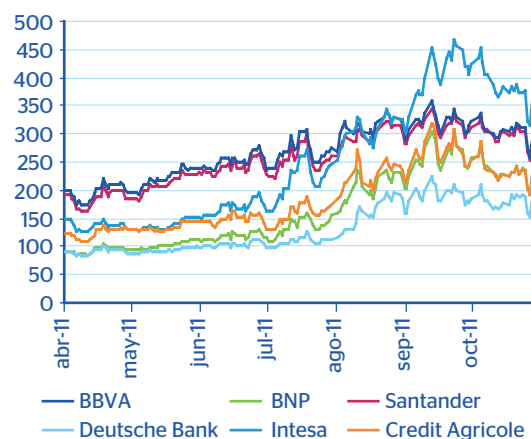
Diferenciales de la deuda soberana en Europa (p. b., frente a bonos alemanes a 10A)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4

Diferenciales CDS (5A) de grandes bancos de la zona euro (p. b.)



Fuente: BBVA Research

El feedback entre la inquietud por la deuda soberana y la tensión de las entidades financieras amenaza cada vez más con afectar a la actividad económica de la eurozona (Recuadro 1). Las presiones de financiación de las entidades financieras europeas, incluso en dólares, han aumentado el riesgo de un desapalancamiento de los balances bancarios y una acusada reducción del crédito, lo que amplifica el efecto del shock de la deuda soberana sobre la actividad económica. De hecho, tras un primer trimestre fuerte y sustentado en una coyuntura favorable, la actividad económica de la zona euro se desaceleró sustancialmente en el segundo. De cara al futuro, las encuestas presentan un panorama más pesimista que los datos contrastados (Gráfico 7), y lo más probable es que la actividad europea se estanque en el tercer y cuarto trimestre.

Recuadro 1: Tensiones financieras y actividad económica en EEUU y la zona euro

Este recuadro analiza el posible impacto sobre el crecimiento de las mayores tensiones financieras actuales en EEUU y Europa. Estas mayores tensiones están ilustradas en el gráfico 1 por nuestro índice de tensiones financieras (ITF) que resume las tensiones cambiarias, de liquidez y de crédito en diferentes segmentos de mercado (incluyendo deuda soberana y corporativa)¹.

Para medir el impacto de las tensiones financieras estimamos un modelo de vectores autorregresivos (VAR) incluyendo el ITF y el crecimiento. El gráfico 5 muestra que ante un shock del ITF, el crecimiento se reduce en Europa durante los siguientes 12 meses lo que da cuenta del efecto persistente sobre el crecimiento. El efecto estimado en EEUU es similar al de Europa, tanto en amplitud como en duración.

Utilizamos esta estimación para cuantificar el efecto negativo sobre la actividad económica del incremento de las tensiones financieras desde el pasado mes de abril, tanto en EEUU como en Europa. Planteamos dos escenarios sobre cómo evolucionaría la presente crisis en ambas regiones. En el primero suponemos que el shock será transitorio y que las tensiones financieras disminuyen a partir de octubre, regresando en diciembre a los niveles de abril de 2011. En el segundo escenario suponemos un shock muy persistente, que mantendría las tensiones financieras en los niveles actuales (en el ejercicio, por lo menos hasta el final de 2012). Para obtener el coste en términos de crecimiento, comparamos ambos escenarios con uno en el cual no se hubiese verificado el shock, lo que significa mantener constante el ITF a los niveles de abril de 2011.

Como puede verse en el gráfico 2, el impacto del incremento de las tensiones financieras sobre el crecimiento es mayor en la UEM, tanto en el escenario de un shock transitorio como permanente. Esto es consecuencia directa de que el tensionamiento de los mercados alcanzado hasta octubre es significativamente mayor en esta región (ver Gráfico 1). El mayor impacto del shock en el crecimiento se registraría en 2012, debido al tiempo necesario para transmitir los efectos sobre la actividad económica.

Por supuesto, el mayor impacto sobre el crecimiento se produciría en el caso de un shock persistente. En particular, el incremento de tensiones desde abril de 2011 rebajaría el crecimiento en Europa en 0,2 puntos porcentuales en 2012 si el shock es de carácter temporal, pero en 2,5 puntos porcentuales si es de carácter permanente. Hay que tener en cuenta que estos efectos estimados no representan las magnitudes en las cuales revisaríamos nuestras previsiones de crecimiento en ambas áreas, ya que la previsión actual incorpora parte de este efecto.

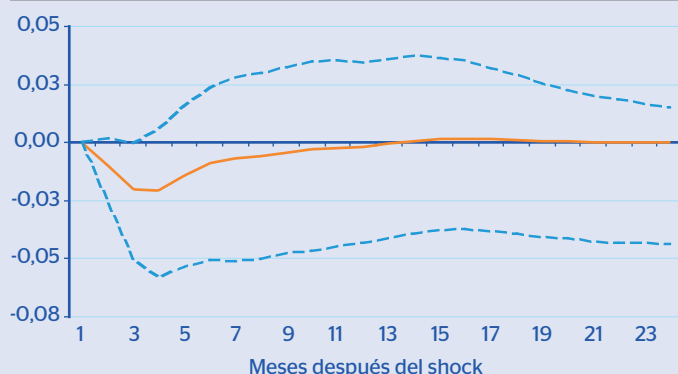
En lo que respecta al shock permanente, es posible que el efecto estimado sobre el crecimiento pueda resultar algo optimista. En primer lugar, el modelo no capta las posibles no-linealidades que surgirían ante escenarios tan extremos. Otro argumento a tener en cuenta es que actualmente la política monetaria y fiscal tiene menor margen de maniobra para responder a un shock de gran magnitud sobre la

actividad, a diferencia de lo observado por ejemplo en 2008, uno de los episodios que forma parte de la base de estimación del modelo. Por último, el impacto negativo sobre el crecimiento puede ser mayor si se parte desde una posición cíclica relativamente débil como la actual.

En definitiva, los resultados arrojados por el modelo destacan el elevado coste en crecimiento si se mantienen las actuales turbulencias en los mercados financieros. De ahí la importancia de una solución rápida a las dudas sobre la capacidad de las autoridades europeas para resolver los problemas de liquidez en algunos países de la zona euro, así como los peligros de una recuperación débil en las dos principales economías desarrolladas.

Gráfico 5

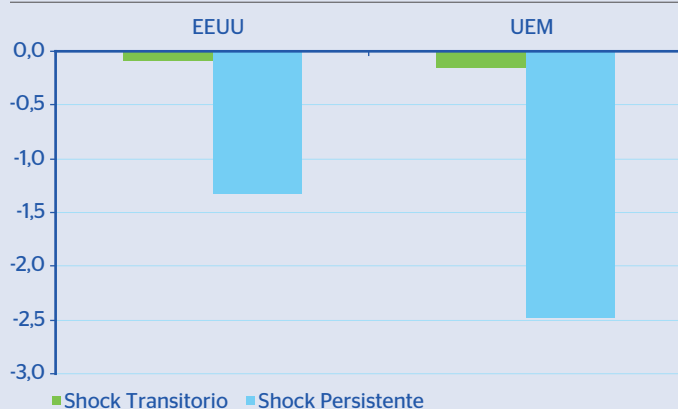
UEM: respuesta del crecimiento del PIB (en %) a un shock de 0,1 unidades del ITF



Fuente BBVA Research

Gráfico 6

Impacto del shock en el ITF entre abril y octubre de 2011 en el crecimiento en 2012 (puntos porcentuales)



Fuente BBVA Research

1: Para una descripción más detallada del Índice de Tensiones Financieras véase nuestro Economic Watch "Tensiones financieras y actividad económica en EEUU y la zona euro" del 6 de octubre de 2011.

Las soluciones a la crisis propuestas en octubre por las autoridades europeas van en la buena dirección, pero algunas son ineficientes y dejan varias cuestiones sin resolver

Ante la tensión de los mercados financieros y el deterioro de Grecia, las autoridades europeas han respondido con una serie de medidas que intentan solucionar los problemas desde varios ángulos. En términos generales, han intentado abordar la situación del sector bancario con un plan de recapitalización de los bancos europeos, mientras Grecia sigue pendiente de recibir el segundo paquete de rescate, que implica una mayor contribución del sector privado e intenta que la deuda griega sea sostenible. Por último, las autoridades europeas empezaron a evaluar la posibilidad de ampliar la capacidad de respaldo del FEEF a los mercados de deuda soberana, dado que el Fondo actual no parece capaz de manejar las dudas sobre la deuda italiana y española.

Esta estrategia a tres bandas cristalizó en dos cumbres europeas, el 23y el 26 de octubre, en las que se propuso un amplio conjunto de medidas (Recuadro 2). La evaluación general de esas medidas es positiva, en el sentido de que intentan solucionar la insolvencia griega y aumentan considerablemente la potencia del FEEF. El programa de recapitalización refuerza la resistencia del sistema bancario al obligar a los bancos a aumentar sus ratios de capital, aunque lo hace de forma ineficiente y no logra contrarrestar la desconfianza del mercado sobre la deuda de países soberanos que sí son solventes. Sin embargo, en los acuerdos falta concretar muchos detalles que tendrán que negociarse en los próximos meses, de forma que el riesgo de implementación es alto y su efectividad aún está por ver.

Recuadro 2: ¿Qué se ha aprobado en las cumbres europeas de octubre?

Los comunicados de las cumbres europeas de octubre trataban cinco elementos clave:

- 1. Deuda griega:** Una quita del 50% para los inversores privados, con mejoras crediticias de 30.000 millones de euros, para reducir la deuda griega al 120% del PIB en 2020. Se mantendrá una estrecha vigilancia y control de las reformas griegas y la Comisión trabajará in situ. El segundo plan de rescate se pospone nuevamente hasta finales de 2011. La ayuda oficial será de 100.000 millones de euros hasta el 2014.
- 2. Países periféricos:** Se recomienda a España y, sobre todo, a Italia, que lleven a cabo más reformas. Con respecto a España, se repiten las recomendaciones en las tres áreas habituales: ajuste fiscal, reforma profunda del mercado laboral, en particular del sistema de negociación colectiva, y continuar con la reestructuración del sector financiero. El Consejo presionó especialmente a Italia porque el plan de reformas presentado en la cumbre por el gobierno italiano no era muy detallado. Todas estas medidas son parte de una fuerte presión del resto de los países y aún no es posible forzar su adopción, pero serán positivas cuando el FEEF esté operativo.
- 3. FEEF:** Se ha ampliado la capacidad del FEEF mediante un plan dirigido a asegurar la emisión de bonos, sin más detalles, con un apalancamiento previsto de 4 o 5 veces (cerca de un billón de euros). Además, se establecerá un SPV con el que se pretende atraer también inversores externos (posiblemente el FMI y otros). Está previsto que los detalles se fijen en noviembre. El acceso de los países a estas herramientas de liquidez estará sujeto a una condicionalidad estricta.
- 4. Recapitalización bancaria:** Debe alcanzarse un mínimo del 9% de capital principal antes de junio de 2012 con valoración a precios de mercado de la deuda soberana y de los préstamos a los gobiernos. En principio, los bancos tendrán que captar aproximadamente 106.000 millones de euros hasta el final de junio de 2012 (Gráfico 8). Las entidades tendrán que obtener financiación de fuentes privadas o, en su defecto, de los gobiernos nacionales, y, solo tras haber agotado esas dos opciones, del FEEF.

En el futuro, será la Comisión Europea la que determine las medidas adicionales sobre liquidez, como por ejemplo las garantías a las emisiones bancarias.
- 5. Gobernanza:** El documento abunda en referencias a las reformas de gobernanza ya aprobadas por las instituciones europeas (paquete legislativo, semestre europeo, Pacto por el Euro Plus) y a nuevos compromisos destinados a mejorar la coordinación y la integración fiscal y económica. Entre los nuevos elementos más relevantes, destacan tres: 1) la reiterada petición al presidente Van Rompuy sobre una reforma "limitada" del Tratado de aquí a diciembre, como base de un acuerdo que se apruebe en marzo de 2012; 2) los nuevos poderes otorgados a un Comisario especial que supervisará los planes fiscales, mientras que la Comisión podrá hacer propuestas a los países durante todo el proceso presupuestario nacional, generalmente en línea con las propuestas sobre un ministro europeo de asuntos fiscales; y 3) ninguna mención a los Eurobonos, que constituirían una clara señal de que se persigue la integración fiscal y reducirían la presión sobre los bonos soberanos.

La quita del 50% para tenedores privados de bonos griegos no aclara todas las dudas sobre su sostenibilidad

El recorte del 50% que el nuevo programa aplica a los inversores privados está en línea con las recientes declaraciones de Angela Merkel, que indicó esa cifra como un mínimo. Sin embargo, es probable que se quede a medio camino, ya que no es lo suficientemente grande para disipar las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda griega ni lo suficientemente pequeña para garantizar una participación voluntaria significativa de inversores privados. Según el análisis de la troika, una quita del 50% para los inversores privados reduciría la deuda hasta el 120% del PIB en 2020, un ratio similar al de la deuda actual de Italia, ya que políticamente habría sido difícil rebajarlo más. Este objetivo es sostenible en ciertos supuestos plausibles, según corrobora el análisis de la troika. Sin embargo, la reestructuración de la deuda deja muchas cuestiones en el aire.

Para empezar, puede que el mercado no crea que ese nivel es sostenible, puesto que un ratio de endeudamiento tan alto es muy sensible a un cambio en los fundamentales, como un crecimiento menor o mayores ajustes fiscales. Dada la reciente volatilidad de las cifras macroeconómicas griegas (incluidos los niveles de deuda), es probable que los mercados requieran una mayor reducción de la deuda para evitar el “mal equilibrio” derivado de la retroalimentación entre las dudas acerca de la sostenibilidad y unos tipos de interés elevados.

En segundo lugar, a pesar del alivio que supondrán para Grecia una menor deuda y tipos de interés más bajos, los riesgos políticos y de implementación siguen siendo altos, como quedó demostrado por la amenaza de someter el programa griego a votación en referendun. La intervención in situ de la Comisión Europea contribuirá a mejorar la implementación, pero podría ser mal recibida por la población griega. El ajuste fiscal por venir es aún muy grande. De hecho, la mayoría de los riesgos en Grecia son a medio plazo, ya que los ajustes tienen que continuar en un entorno de recesión económica. Una vez concluido, en su caso, el ajuste del déficit, las perspectivas de sostenibilidad de la deuda deberían aclararse.

Por último, sigue existiendo el riesgo de que la participación voluntaria en la PSI sea baja y que haya que acabar forzando la quita, lo que desencadenaría un evento de crédito en los mercados de CDS.

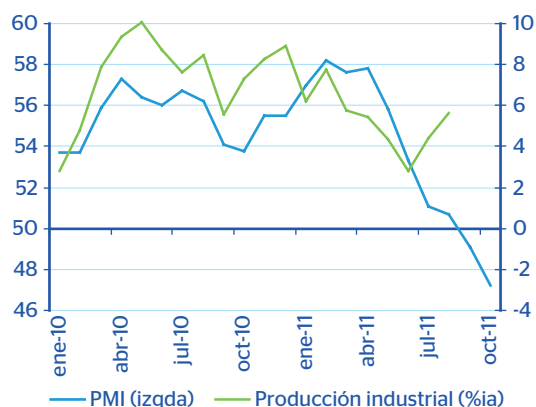
El FEEF se apalancará según lo previsto, pero hay pocos detalles, por lo que tendrán que pasar muchas semanas para que podamos determinar su efectividad

Un FEEF apalancado 4 o 5 veces hasta alrededor de 1 billón de euros sería suficiente para cubrir las necesidades financieras de España e Italia durante tres años (cercanas a 900.000 millones de euros, sin incluir la emisión regular de títulos a corto plazo), aunque probablemente no conseguirá acabar definitivamente con la especulación del mercado. El FEEF se complementará, además, con un SPV que permita atraer financiación adicional de fuera de la UE, como por ejemplo el FMI o directamente otros países, aunque no hubo un compromiso explícito en la cumbre del G20. En todo caso, el FEEF apalancado no funcionará como cortafuegos automático para el resto de la periferia, como sería deseable, y aún está por ver si esta estructura animará a los inversores privados a aumentar la demanda de bonos italianos y españoles. En este sentido, la forma más fácil de calmar el nerviosismo sobre la deuda soberana sería reactivar el papel del BCE como comprador de bonos de última instancia, lo que sigue siendo una posibilidad si continúan las tensiones, ya que la UE no ha cerrado la puerta al programa SMP del BCE, como solicitaba Alemania inicialmente. La opción de apalancar el FEEF directamente mediante el BCE también podría considerarse en el futuro.

Se reconoce el problema de financiación de los bancos, pero se da prioridad a una recapitalización bancaria ineficiente

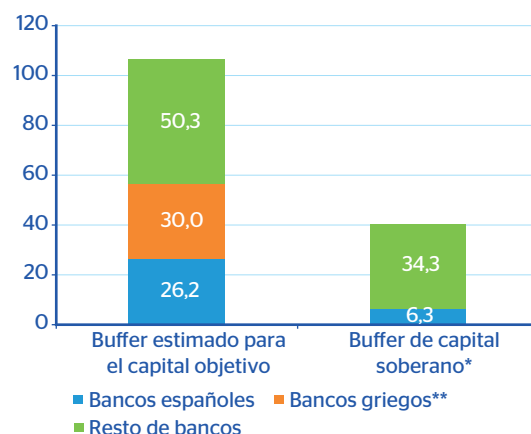
La recapitalización del sector bancario se está llevando a cabo de forma ineficiente, compensando unas pruebas de resistencia moderadas sobre los balances bancarios (que aplican precios de mercado a las carteras soberanas pero no a otros activos dañados), con mayores requisitos de capital (9% de capital principal, por un total estimado de 106.000 millones de euros, como se indica en el Gráfico 8). Esto podría provocar un brusco desapalancamiento de los bancos europeos que afectaría negativamente a la concesión de crédito. Al mismo tiempo, la UE reconoce el problema clave de las graves dificultades de financiación, por lo que se establecerá un mecanismo para garantizar la emisión de deuda bancaria; sin embargo, no hay detalles de momento, excepto estándares comunes europeos, que sí representan un elemento positivo.

Gráfico 7
Producción industrial UEM (% a/a) y PMI



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 8
Necesidades de capital de los bancos europeos tras la cumbre UE de octubre (miles de mill. de EUR)



* Es indicativo y podría estar ya cubierto por el capital principal si el ratio excede 9%.

** No se proporcionó información para los bancos griegos, para evitar conflictos con los pre-acuerdos del programa UE/FMI
Fuente: BBVA Research

Se están dando pasos hacia una mayor integración económica y fiscal, pero no se apuesta por una unión fiscal ni por los Eurobonos

Las referencias a las reformas de la gobernanza ya aprobadas por las instituciones europeas y a nuevas medidas destinadas a mejorar la coordinación y la integración fiscal y económica (Recuadro 2) prosiguen con la estrategia alemana de avanzar hacia una mayor integración presionando a los países periféricos, y con la idea de que los Eurobonos solo se podrán considerar tras alcanzar la convergencia en la agenda fiscal y de reformas. Sin embargo, es posible que las recomendaciones de Van Rompuy sigan la línea del reciente documento de la Comisión (propuestas de Barroso) que mencionan explícitamente los Eurobonos ("bonos de estabilidad"). Se trataría de una medida positiva, puesto que la crisis ha demostrado que la unión monetaria debe acompañarse de una unión fiscal si quiere ser creíble a largo plazo.

En general, la cumbre ha avanzado en la buena dirección, pero no ha ofrecido una solución definitiva a la crisis

Se han tomado decisiones en todos los frentes, pero aún quedan muchos detalles por aclarar. Seguimos pendientes de una apretada agenda y de un proceso de negociación que continúa abierto. El problema griego no se ha resuelto completamente, pese a la quita "voluntaria" del 50% para los inversores. En teoría, la deuda griega será sostenible, pero sigue sujeta a numerosos shocks y aún podría enfrentarse a retos importantes. La potencia del FEEF no es suficiente para inducir un círculo virtuoso de credibilidad, como habría sido el caso si el BCE hubiese asumido la tarea, aunque podría evitar una escalada de la crisis durante algún tiempo. Aun así, no se ha cerrado la puerta a un posible apalancamiento directamente a través del BCE, una "bala en la recámara" que podría utilizarse en el futuro.

Con respecto a la recapitalización, las autoridades no han conseguido frenar la percepción de riesgo soberano en todos los países periféricos, que era el problema subyacente. Al insistir en practicar pruebas de resistencia sobre la tenencia de bonos de otros países, además de los de Grecia, y no aprobar un FEEF lo suficientemente amplio, se ha perdido la oportunidad de diferenciar claramente entre Grecia (insolvente) y el resto de periféricos (ilíquidos). Además, en este momento es esencial que se resuelvan los problemas de liquidez del sistema bancario, y se agradece que se le haya pedido a la Comisión que explore opciones para proporcionar liquidez a largo plazo, como las garantías de emisiones bancarias.

En general, las soluciones parciales simplemente ayudarán a evitar una escalada de las tensiones financieras, que seguirán siendo elevadas, lo que aumenta los riesgos bajistas para el crecimiento de la eurozona. Los acuerdos siguen sin aclarar si existe la estructura necesaria para evitar contagios derivados de una reestructuración de la deuda griega. Sin estas medidas, los mercados seguirán descontando un mayor esfuerzo de los países centrales para las reformas de Grecia y nuevos rescates, lo que aumenta la probabilidad de un escenario de riesgo con un impago desordenado que implique contracción del crédito y recesión en Europa y que tendría consecuencias en todo el mundo.

3. Leves mejoras en Estados Unidos, aunque continúa la debilidad estructural

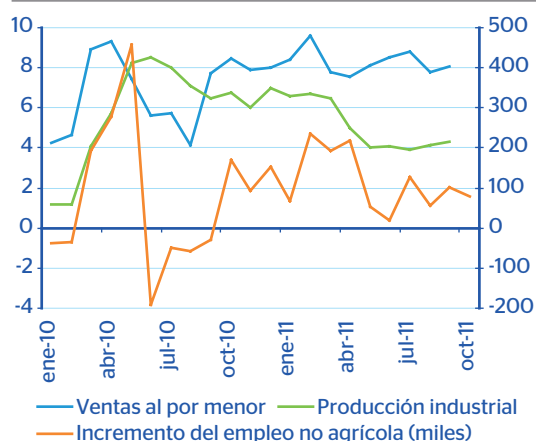
El crecimiento de EE.UU. aumentó en el tercer trimestre, calmando el nerviosismo del mercado sobre la posibilidad de una nueva recesión

Tras la publicación de diversos datos económicos decepcionantes, que empezaron con las cifras de PIB a finales de julio y continuaron en buena parte en agosto y septiembre, los nuevos datos de las últimas semanas parecen apuntar a una reaceleración de la actividad económica de EE. UU. en el tercer trimestre. La producción industrial se aceleró en septiembre y las ventas minoristas superaron las expectativas de consenso, impulsadas por las robustas ventas de automóviles (Gráfico 9). Sin embargo, el mercado laboral sigue débil: el informe de empleo de septiembre registra un aumento de solo 103.000 puestos de trabajo en el mes (aproximadamente la mitad si excluimos el efecto del final de las huelgas) y 80.000 en octubre se revisan ligeramente al alza los datos de julio y agosto. La tasa de desempleo se mantuvo en el 9%, y la única razón por la que el mercado respondió bien a esta noticia es que las expectativas eran mucho peores.

De hecho, las primeras estimaciones de crecimiento del PIB en el tercer trimestre indican un aumento del 0,6% trimestral, muy superior a los dos trimestres anteriores. Sin embargo, el crecimiento de 2,5% a tasa anual que este representa se ubica por debajo del crecimiento medio del 3,2% de los 60 años anteriores, y por debajo del índice medio de crecimiento del 4,3% en fases expansivas de EE. UU. No obstante, si tenemos en cuenta lo bajas que eran las expectativas del mercado a principios de verano, fue una noticia bien recibida y ha contribuido a calmar los temores acerca de una nueva recesión en EE. UU. que, en nuestra opinión, era muy poco probable.

Gráfico 9

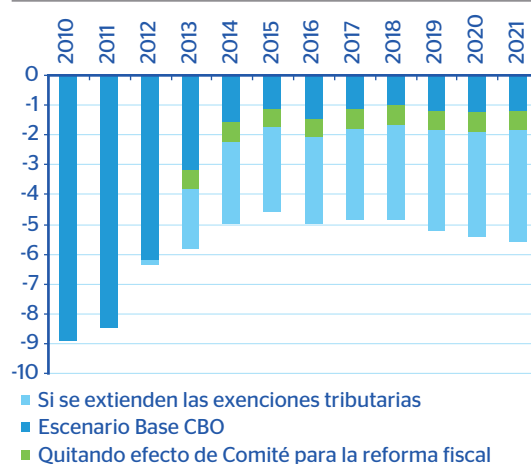
**Empleo (variación),
ventas y producción industrial (% a/a)***



* El empleo (dcha.) indica la variación intermensual del empleo no agrario, expresado en miles.
Fuente: BBVA Research, BLS y Reserva Federal

Gráfico 10

Déficit fiscal EE. UU. (% del PIB)



Fuente: BBVA Research y CBO

La Operación Twist tendrá un impacto limitado en la actividad, pero la Fed está preparada para actuar de nuevo si empeoran las perspectivas de crecimiento

Las señales de la economía de EE.UU. siguen siendo mixtas. Además de las debilidades en el mercado laboral antes mencionado, la confianza de los consumidores cayó en octubre hasta mínimos de recesión y el sector corporativo es bastante pesimista respecto a las perspectivas económicas futuras.

Con los tipos de referencia cercanos al 0%, la Fed se está centrando en su política de comunicación y su balance. El efecto positivo que ejercerán las recientes medidas de flexibilización sobre la actividad será más bien limitado, ya que los tipos a largo plazo son excepcionalmente bajos y no pueden reducirse mucho más. La inflación subyacente puede superar temporalmente el objetivo (implícito) de la Fed en el medio plazo, lo que limita el número de herramientas que estimularían el crecimiento y aumentarían también las expectativas de inflación.

La Reserva Federal puede plantearse tres herramientas para reactivar la actividad económica en caso de que empeoren las perspectivas de crecimiento: 1) ser más transparente respecto a los objetivos de sus políticas con el fin de anclar las expectativas del mercado; 2) vincular explícitamente la normalización de la política monetaria a la evolución de la tasa de desempleo; y 3) aumentar aún más su balance mediante un nuevo programa de compra de activos a gran escala. De hecho, dadas la baja probabilidad de estímulos fiscales adicionales (véase más abajo) y la elevada tasa de desempleo, parece que la Fed ya se inclina por las nuevas medidas. Pero antes necesita centrarse en obtener apoyos internos y externos, habida cuenta de la resistencia política a que infle más su balance, y el creciente desacuerdo en el seno del FOMC.

Con todo, continúa la debilidad estructural de la economía de EE.UU., y los riesgos bajistas para el crecimiento siguen siendo elevados

La desaceleración de la primera mitad de 2011 nos ha recordado que la debilidad estructural de la economía de EE.UU. continúa, algo que no sorprende: la historia nos enseña que superar una crisis financiera (y una burbuja inmobiliaria) es un proceso intrínsecamente lento. Esperamos un crecimiento moderado en los próximos trimestres y en 2012, por debajo del ritmo de recuperaciones anteriores, como hemos indicado más arriba.

Además del débil mercado laboral, el mercado inmobiliario sigue enfrentándose a la caída de los precios y a un gran número de embargos que añade presión bajista. Estos dos factores, junto con un menor nivel de confianza de las familias, amenazan con acelerar el proceso de desapalancamiento de los balances domésticos. La débil posición cíclica de la economía estadounidense también la hace más vulnerable a una posible intensificación de la crisis financiera y de deuda soberana en Europa. Todos estos elementos añaden importantes riesgos bajistas a la previsión de crecimiento de EE.UU.

Por otro lado, el juego político podría dar lugar a una política fiscal errónea e inoportuna que incremente los riesgos bajistas para la economía

Mientras la Fed se afana en mejorar la transparencia y la previsibilidad de sus políticas, se podría decir lo contrario respecto a la política fiscal. Existe gran incertidumbre respecto a las medidas de desgravación a corto plazo y la consolidación fiscal a medio plazo. No es probable que la ley de empleo de Obama ("American Jobs Act") se adopte en su totalidad, sino más bien por partes; sin embargo, el sector privado no está aún preparado para que se le retiren las medidas de estímulo económico.

Pese a que las dificultades políticas se han suavizado desde el punto muerto de finales de julio respecto al techo de la deuda, podrían avivarse de cara al 23 de noviembre, fecha límite para que el Comité conjunto para la reforma fiscal acuerde una propuesta para reducir la deuda pública en 1,2 billones de dólares. Dado el intenso desacuerdo sobre la importancia de las medidas de gasto frente a ingresos, parece poco probable que se alcance un gran acuerdo, lo que aumenta las posibilidades de que se desencadenen recortes automáticos del presupuesto por 1,2 billones de dólares que se iniciarían a principios de 2013, aunque para entonces, el nuevo Congreso electo podría decidir anular tal decisión.

En general, los planes creíbles de consolidación fiscal a largo plazo no cuentan con mucho apoyo. Y ello a pesar de que la probable prolongación de los actuales (temporales) recortes impositivos mantendrían el déficit presupuestario en un 4% o un 5% del PIB en los próximos diez años (Gráfico 10), y la deuda pública en constante aumento.

4. Mercados emergentes: soportando los riesgos externos

El crecimiento en las economías emergentes sigue siendo resistente a pesar de la incertidumbre mundial, dada la resistencia de la demanda interna

La desaceleración en las economías avanzadas desde el comienzo del año y el aumento de la aversión global al riesgo en los últimos meses no han afectado todavía de forma significativa al crecimiento de las economías emergentes. Sin embargo, las exportaciones se están debilitando en los países más pequeños y orientados a la exportación, como Hong-Kong, Singapur y Taiwán.

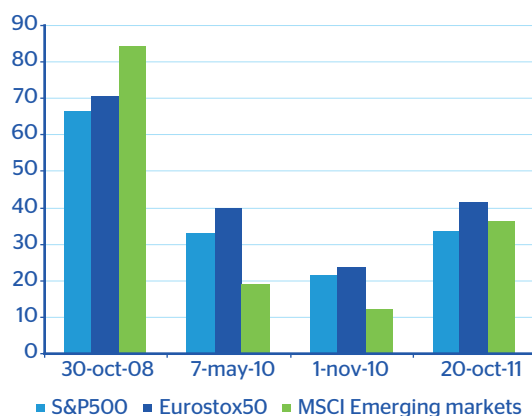
El aumento de la aversión al riesgo ha afectado a los activos de riesgo en todo el mundo, pero, pese a caídas considerables, los precios de las materias primas han permanecido en niveles altos y la mayoría de los países continuaron teniendo acceso a los mercados de capitales internacionales, aunque a precios más altos. Por tanto, las condiciones externas han seguido apoyando el crecimiento en estas regiones.

En resumen, el crecimiento en Latinoamérica y Asia emergente sigue siendo sólido y, en términos generales, es consistente con un escenario de aterrizaje suave. Sin embargo, el menor dinamismo del entorno externo desde el verano ha provocado una pausa (o incluso una reversión) en el ritmo de endurecimiento de las políticas económicas que estaban aplicando muchas economías emergentes.

La región ya se ha visto afectada por las dificultades financieras

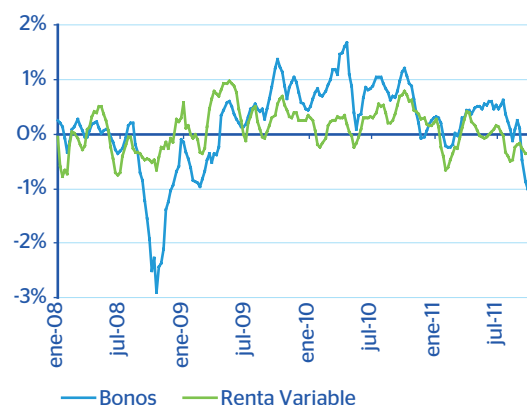
Aunque la actividad en la región se mantiene fuerte, en los últimos meses, los mercados financieros emergentes han sufrido la creciente aversión global al riesgo, con una depreciación significativa del tipo de cambio, caídas en los mercados bursátiles, aumentos en los diferenciales soberanos y reducción en los flujos de capital (véanse Gráficos 11 y 12).

Gráfico 11
Volatilidad implícita de renta variable (VIX & V2X & MSCI)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 12
Flujo de fondos hacia las economías emergentes como porcentaje de activos bajo gestión (media de 4 semanas)



Fuente: BBVA Research y EPFR

El centro de atención pasa del sobrecalentamiento hacia la sostenibilidad del crecimiento en un entorno exterior más desafiante

Algunas señales de recalentamiento permanecen en estas regiones, aunque parecen mucho menos graves que hace unos meses. Sin embargo, el progreso en este frente ha sido desigual. En Latinoamérica, algunos países siguen mostrando claros signos de recalentamiento y son vulnerables a los shocks externos. Otros, los que tienen políticas más ortodoxas, han acumulado márgenes en sus políticas para contrarrestar el descenso de la demanda.

La mejora ha sido más clara en Asia, aunque permanecen algunos focos de alta inflación. Por ejemplo, en China, la inflación probablemente haya alcanzado máximos y se espera que disminuya en lo que queda de año debido a los efectos base y la disminución de los precios de las materias primas. Por otra parte, el crecimiento del crédito y de la masa monetaria ha disminuido debido al endurecimiento de la política.

En síntesis, la atención se ha desplazado desde el recalentamiento hacia los efectos de arrastre potencial en las economías emergentes de un empeoramiento de las condiciones económicas mundiales. Como consecuencia, ahora es improbable que suceda un mayor endurecimiento monetario. Sin embargo, mientras que la demanda doméstica permanezca fuerte, al menos en Sudamérica, eso se puede reflejar en un empeoramiento en la balanza por cuenta corriente, más que en la inflación. Esto puede suponer tensiones entre las políticas monetaria y de tipo de cambio en aquellos países percibidos como los más vulnerables a un deterioro del entorno exterior.

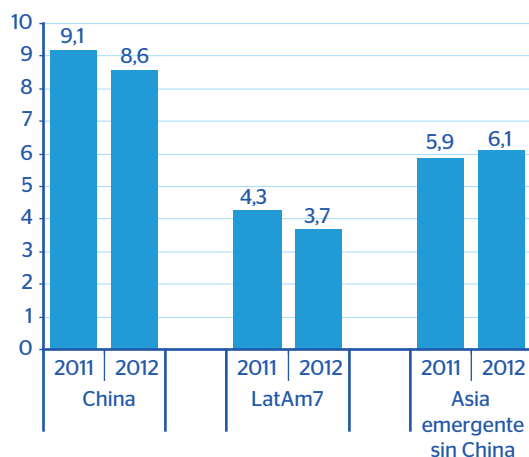
El escenario más probable es un aterrizaje suave en Asia y Latinoamérica. Sin embargo, persisten los riesgos, en particular, si un empeoramiento del entorno internacional reduce la confianza

Las condiciones siguen siendo favorables para la demanda interna aunque la actividad se ha desacelerado en el último trimestre. Hacia delante, el mantenimiento de la confianza se presenta como crucial para el crecimiento. El grado en que la confianza se mantenga pese a las turbulencias financieras puede determinar el grado de desaceleración en las economías emergentes.

Mantenemos el tono general de nuestro escenario de previsión, con las economías emergentes atravesando una desaceleración saludable hacia un crecimiento más sostenible (Gráficos 13 y 14). Los temores de recalentamiento pueden haberse disipado en mayor modo, aunque no han desaparecido. Al mismo tiempo, la disminución de los temores sobre el recalentamiento implica que aquellas economías con una sólida situación fiscal pueden tener cierto margen para la actuación de políticas en caso de que la desaceleración en las economías avanzadas continúe. En particular, mientras la confianza no se vea afectada, las principales economías emergentes de Asia crecerán con fuerza y esto también apoyará el crecimiento en Latinoamérica.

Gráfico 13

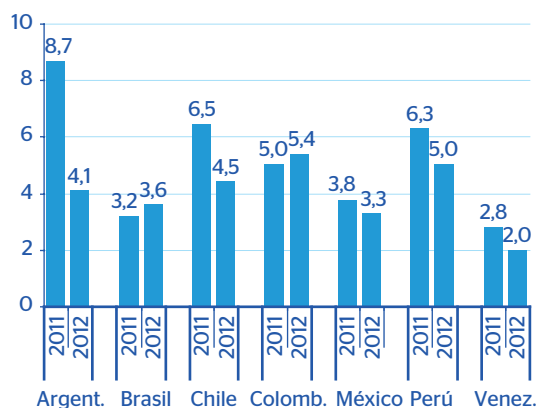
Tasa de crecimiento del PIB en los mercados emergentes



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 14

Tasa de crecimiento del PIB en Latinoamérica



Fuente: BBVA Research y FMI

Los riesgos están claramente sesgados a la baja

Hay tres fuentes principales de riesgo para el escenario de aterrizaje suave que prevemos. En primer lugar, el aumento de la aversión global al riesgo puede suponer un abrupto final de los flujos de capital dirigidos hacia las economías emergentes. En segundo lugar, una fuerte disminución de la actividad mundial podría añadir presión bajista al descenso de los precios de las materias primas, lo que puede suponer un lastre para las economías más dependientes de exportaciones de materias primas, en particular en Latinoamérica (véase el recuadro 3: Un escenario de estrés para las economías emergentes). Esto se añadiría a los efectos de disminución de la actividad comercial. En tercer lugar, la demanda exterior más débil puede afectar sensiblemente al crecimiento del PIB en aquellas economías más dependientes del comercio con las economías avanzadas.

Además, hay algunos riesgos locales que cabe mencionar. En primer lugar, algunos países, como México, están estrechamente relacionados con el ciclo de las economías avanzadas. En segundo lugar, en algunos países de Latinoamérica han llevado al límite su margen de política fiscal y monetaria y son más vulnerables a la evolución de los precios de las materias primas, tanto por la vía de los ingresos fiscales, como por el tipo de cambio. Esto supone que esas economías son más vulnerables ante las dificultades, en particular, aquellas que permanecen fuera de la financiación del mercado. Al mismo tiempo, algunos gobiernos se enfrentan a problemas políticos que pueden afectar a su capacidad para responder a los desafíos. Por último, en China los riesgos están creciendo, aunque todavía son manejables. Sin embargo, la preocupación acerca de que la “banca en la sombra” sea un obstáculo para la contención de crédito está aumentando y podría derivar en tensiones financieras en empresas sobre endeudadas.

Recuadro 3: un escenario de estrés para las economías emergentes

El entorno externo ha sido muy favorable para las economías emergentes. Los altos precios de las materias primas, los tipos de interés muy bajos y la prima de riesgo descendente han sido los principales contribuyentes a la expansión actual. Sin embargo, esperamos un incremento en las tensiones financieras y menores precios de las materias primas a causa de la desaceleración en las economías avanzadas y de la crisis de la deuda europea.

Aunque no es un resultado probable, no se puede descartar un escenario más pesimista, en el que, por ejemplo, como resultado de fallos para poner fin a la crisis europea, las economías avanzadas vuelvan a caer en recesión y los eventos de crédito provoquen una aversión global al riesgo mucho mayor (véase Gráfico 15) junto con unos precios mucho más bajos de las materias primas. En este escenario hipotético, el crecimiento en las economías emergentes se vería significativamente afectado.

Hay varios canales de contagio de esos acontecimientos. El canal comercial es importante, pero la confianza y una parada repentina de los flujos de capital a causa de la creciente aversión global al riesgo también pueden perjudicar a estas economías. El canal bancario, que parece crucial en la perspectiva de las economías europeas, no se

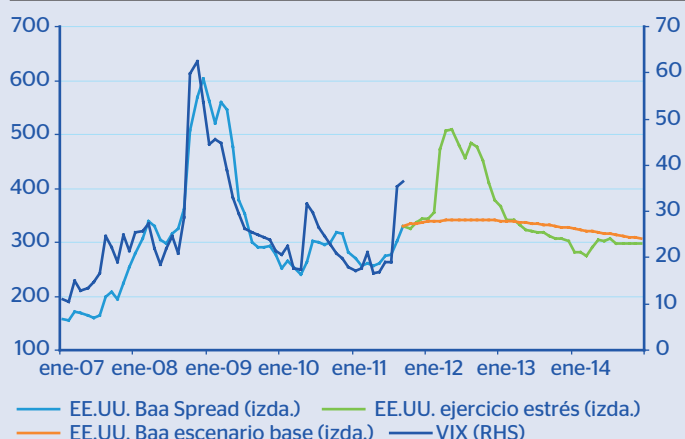
percibe como fundamental en las economías emergentes, excepto en algunas de Europa del este.

En ese caso, y suponiendo un impacto en la aversión global al riesgo y en los precios de las materias primas similar al registrado durante la caída de Lehman Brothers, el efecto sobre el crecimiento sería similar al experimentado tras los acontecimientos de 2008. Estos efectos incluirían una fuerte caída en el crecimiento (en torno al 4%-5%, véase Gráfico 16), una reversión del saldo de la balanza por cuenta corriente, y el deterioro del saldo presupuestario debido a los estabilizadores automáticos. La respuesta de política económica sería limitada y probablemente por medio de una reducción en los tipos de interés, lo que permitiría una depreciación de las divisas de las economías emergentes, pero no por medio del estímulo fiscal.

En cualquier caso, las consecuencias de este escenario serían desiguales. Las economías emergentes asiáticas muestran mejores condiciones para afrontar estos hipotéticos acontecimientos. Por otra parte, aunque es cierto que algunos países de Latinoamérica han creado protecciones fiscales, se mantienen algunos focos de inestabilidad y la vulnerabilidad externa ha empeorado en algunos países.

Gráfico 15

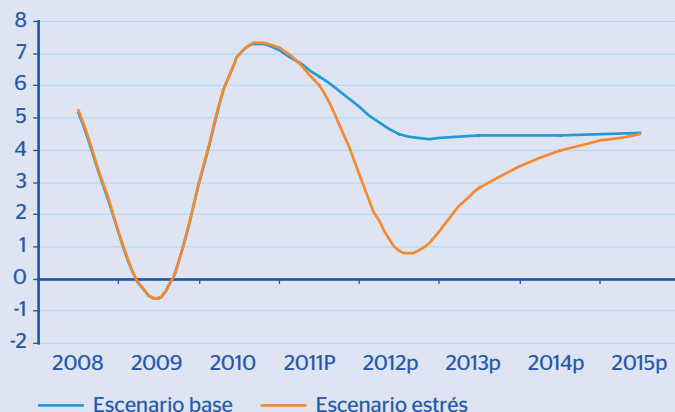
**Aversión global al riesgo:
diferenciales Baa EE.UU. (p.b.) y VIX (índice)**



Fuente BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 16

Crecimiento del PIB en países emergentes (%)



Fuente BBVA Research y Bloomberg

5. Tablas

Tabla 1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas interanuales, %)	2008	2009	2010	2011	2012
Estados Unidos	-0,3	-3,5	3,0	1,6	2,3
UEM	0,3	-4,2	1,7	1,7	1,0
Alemania	0,8	-5,1	3,6	2,9	1,2
Francia	-0,2	-2,6	1,4	1,6	1,0
Italia	-1,3	-5,2	1,2	0,7	0,3
España	0,9	-3,7	-0,1	0,8	1,0
Reino Unido	-0,1	-4,9	3,4	0,9	1,3
América Latina *	5,2	-0,6	6,6	4,5	3,8
México	1,5	-6,1	5,4	3,8	3,3
EAGLES **	6,6	4,0	8,3	6,7	6,5
Turquía	0,7	-4,9	9,2	7,5	4,5
Asia-Pacífico	5,2	4,1	8,0	5,9	6,4
China	9,6	9,2	10,4	9,1	8,6
Asia (exc. China)	2,3	0,8	6,5	3,7	4,9
Mundo	2,8	-0,6	5,1	3,9	4,1

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

** Brasil, China, Egipto, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Taiwán, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 31 de octubre de 2011

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas interanuales, %)	2008	2009	2010	2011	2012
Estados Unidos	3,8	-0,3	1,6	2,9	2,2
UEM	3,3	0,3	1,6	2,6	1,6
Alemania	2,8	0,2	1,2	2,4	1,6
Francia	3,2	0,1	1,7	2,2	1,5
Italia	3,5	0,8	1,6	2,6	1,8
España	4,1	-0,3	1,8	3,1	1,2
Reino Unido	3,6	2,2	3,3	4,5	2,8
América Latina *	8,8	6,9	7,4	10,1	9,5
México	5,1	5,3	4,2	3,5	3,5
EAGLES **	7,4	2,8	4,5	6,2	5,1
Turquía	10,4	6,3	8,6	6,5	6,0
Asia-Pacífico	5,7	0,3	2,7	4,8	3,7
China	6,0	-0,8	1,2	5,3	3,9
Asia (exc. China)	5,5	1,1	3,7	4,4	3,5
Mundo	6,1	2,2	3,5	5,0	4,0

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

** Brasil, China, Egipto, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Taiwán, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 31 de octubre de 2011

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)

	2008	2009	2010	2011	2012
Estados Unidos	-4,7	-2,7	-3,3	-3,2	-3,0
UEM	-0,5	-0,5	-0,5	0,0	0,2
Alemania	6,3	5,6	5,7	5,5	5,0
Francia	-1,7	-1,5	-1,7	-2,2	-2,5
Italia	-2,9	-2,0	-3,5	-3,9	-3,5
España	-9,6	-5,2	-4,5	-4,5	-3,0
Reino Unido	-1,6	-1,7	-2,5	-2,3	-2,0
América Latina *	-0,7	-0,3	-0,8	-0,7	-1,7
México	-1,6	-0,7	-0,5	-0,8	-1,1
EAGLES**	3,9	2,8	1,9	1,7	1,4
Turquía	-5,6	-2,2	-6,4	-9,9	-8,3
Asia-Pacífico	4,8	3,8	3,2	2,7	2,9
China	9,1	5,2	5,2	4,4	4,5
Asia (exc. China)	1,4	2,3	1,9	1,6	1,8

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

** Brasil, China, Egipto, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Taiwán, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 31 de octubre de 2011

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público (% PIB)

	2008	2009	2010	2011	2012
Estados Unidos	-3,2	-9,9	-8,9	-8,5	-7,1
UEM	-2,1	-6,4	-6,2	-4,5	-3,4
Alemania	-0,1	-3,2	-4,3	-2,5	-1,5
Francia	-3,3	-7,5	-7,1	-5,8	-4,9
Italia	-2,7	-5,4	-4,6	-4,1	-1,9
España	-4,2	-11,1	-9,2	-6,5	-4,4
Reino Unido	-5,0	-11,5	-10,3	-8,3	-6,8
América Latina *	-1,1	-2,8	-2,0	-2,1	-2,4
México	-1,6	-2,7	-3,4	-3,0	-3,0
EAGLES**	-1,8	-3,9	-3,0	-2,7	-2,6
Turquía	-1,8	-5,5	-3,7	-1,8	1,8
Asia-Pacífico	-2,8	-5,1	-3,8	-4,2	-3,5
China	-0,4	-2,2	-2,5	-2,0	-1,8
Asia (exc. China)	-4,4	-6,5	-4,7	-5,7	-4,7

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

** Brasil, China, Egipto, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Taiwán, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 31 de octubre de 2011

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

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

	2008	2009	2010	2011	2012
Estados Unidos	3,6	3,2	3,2	2,8	2,5
UEM	4,0	3,3	2,8	2,7	2,6

Fecha cierre de previsiones: 31 de octubre de 2011

Fuente: BBVA Research

Tabla 6

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio (Promedio)

US Dollar per national currency	2008	2009	2010	2011	2012
Estados Unidos (EUR por USD)	0,68	0,72	0,76	0,71	0,74
UEM	1,47	1,39	1,33	1,40	1,35
Reino Unido	1,82	1,56	1,54	1,60	1,57
China	6,88	6,83	6,74	6,42	6,16

Fecha cierre de previsiones: 31 de octubre de 2011

Fuente: BBVA Research

Tabla 7

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales (Final período)

	2008	2009	2010	2011	2012
Estados Unidos	0,61	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	2,73	1,00	1,00	1,00	1,00
China	5,31	5,31	5,81	6,56	6,81

Fecha cierre de previsiones: 31 de octubre de 2011

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 será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

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 no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus 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".

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Escenarios Económicos:

Economista Jefe

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Rodrigo Falbo
rodrigo.falbo@bbva.com

Alejandro Fernández Cerezo
alejandro.fernandez.cerezo@bbva.com

Jaime Martínez Martín
j.martinez.martin@bbva.com

Jorge Rodríguez Vález
jorge.rv@bbva.com

Con la colaboración de:

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo **Jorge Sicilia**

Economías Emergentes:

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

Análisis Transversal Economías Emergentes
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

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

India
Sumedh Deorukhkar
deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovinda.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe
Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

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

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

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com
Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global
Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y
Materias Primas
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.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@bbva.com
www.bbvaresearch.com
Depósito legal: M-31254-2000