

# Situación Global

Segundo Trimestre 2012  
Análisis Económico

- **El crecimiento mundial se recuperará gradualmente en 2012 del bache del cuarto trimestre de 2011.** La recuperación será más pronunciada en Asia. En el otro extremo, Europa soportará una leve recesión.
- **Los riesgos sobre el crecimiento mundial están fuertemente sesgados a la baja,** por la continuación de la crisis Europea. Los precios actuales del petróleo representan sólo una amenaza moderada al crecimiento.
- **Ha habido algunos avances para resolver la crisis en Europa, pero aún faltan pasos importantes:** un cortafuego soberano más potente, una hoja de ruta para la unión fiscal y una agenda para el crecimiento.
- **Las economías emergentes siguen en camino hacia un aterrizaje suave.** La fortaleza de la demanda interna se verá ayudada por políticas acomodaticias en Asia y por precios elevados de materias primas en América Latina.

# Índice

1. Resumen: recuperación global, pero se reavivan los riesgos.....	3
2. Europa: esperando la solución a la crisis.....	6
Recuadro 1. Avances en la gobernanza Europea desde febrero: tratado fiscal y nuevos recursos para el ESM.....	10
3. EEUU: continuada pero frágil recuperación.....	11
4. Las economías emergentes resisten los riesgos externos.....	14
Recuadro 2: Alza de precios del petróleo: un riesgo moderado.....	16
5. Tablas.....	18

Fecha de cierre: 7 de mayo de 2012

# 1. Resumen: recuperación global, pero se reavivan los riesgos

## **El crecimiento global se recuperará gradualmente, con mayores diferencias entre las principales áreas. Pero los riesgos sobre el crecimiento están fuertemente sesgados a la baja**

Después de una desaceleración gradual durante el año 2011, especialmente en el último trimestre, la economía mundial está empezando a mostrar signos de mayor dinamismo. Se espera que el crecimiento mundial en el primer trimestre de 2012 haya sido mayor que en el anterior, teniendo en cuenta un mayor crecimiento en Asia sin China (incluido Japón) y América Latina, además de un sostenido –pero modesto– dinamismo en los Estados Unidos. Se estima que el crecimiento mundial seguirá aumentando y superará el 1% trimestral a finales de 2012 (0,6% en el cuarto trimestre de 2011). Esta recuperación también será muy heterogénea, lo que aumenta la divergencia en las tasas de crecimiento entre las principales áreas económicas. El aumento en el crecimiento en 2012 será más evidente en Asia, dado el repunte después de los desastres naturales en Tailandia y Japón (que afectó a las cadenas de suministro regionales) y la reversión parcial del endurecimiento de las políticas aplicadas hasta mediados de 2011. Además, el crecimiento en América Latina también se recuperará, en gran medida por el mayor crecimiento en Brasil de la mano de una política monetaria más acomodaticia, a la vez que México mantiene un crecimiento superior al 3,5% ayudado por la demanda de EE.UU., la mejora de la competitividad y las favorables condiciones de financiación. Por otro lado, EE.UU. continuará sosteniendo tasas de crecimiento trimestral de alrededor del 0,6% en 2012 y 2013, significativamente menor que en recuperaciones anteriores. Sin embargo, esto va a ser mejor que el estancamiento de la actividad en la zona del euro en 2012, arrastrada en los países periféricos por una consolidación fiscal agresiva y tensiones financieras persistentemente elevadas, después de que éstas se redujeran temporalmente en el primer trimestre.

Por lo tanto, las economías emergentes recuperarán sus diferenciales de crecimiento de alrededor de 4 puntos porcentuales frente a las economías desarrolladas para el conjunto de 2012 y 2013. A su vez, Europa y EE.UU. también seguirán aumentando sus diferencias de crecimiento en los próximos dos años, aun cuando esperamos que las autoridades europeas sigan tomando acciones decisivas que poco a poco disminuyan las tensiones financieras.

Con todo, nuestras proyecciones de crecimiento no son muy diferentes de las de nuestro anterior Situación Global, publicado en febrero. Esperamos un crecimiento mundial de 3,6% en 2012 y 4% en 2013, con una contribución de alrededor del 80% proveniente de las economías emergentes (Gráfico 1). Pero, como se mencionó antes, este escenario está condicionado a la evolución de la crisis en Europa, y por lo tanto los riesgos para estas previsiones están todavía fuertemente sesgados a la baja.

En este contexto, las políticas monetarias en las economías avanzadas seguirán siendo muy acomodaticias durante un período prolongado, sirviendo de puente para superar la debilidad de la actividad hacia el medio y largo plazo. Sin embargo, la efectividad de su intervención (convencional o no) está disminuyendo, mientras que al mismo tiempo aumentan los costes, incluyendo el riesgo de una menor independencia del banco central y los daños colaterales de las medidas no convencionales. Por lo tanto, es hora de que las autoridades e instituciones en los EE.UU. y Europa releven a los bancos centrales de manera decisiva en su tarea de reavivar el crecimiento, mediante la implementación de reformas económicas e institucionales y la gestión de los riesgos fiscales. Mientras estas medidas entren en vigor, los bancos centrales deben seguir apoyando el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria.

Las políticas monetarias acomodaticias en las economías avanzadas continuarán apoyando condiciones de financiación favorables en los países emergentes. Aquí los bancos centrales tendrán que sopesar la presión de los flujos de entrada de capitales y la incertidumbre externa frente a los riesgos inflacionistas (en parte presionados por los precios del petróleo) y la fuerte demanda interna.

La diferencia en las previsiones de inflación en Asia y América Latina – disminución en la primera, pero estable en la segunda– condicionará sendas de tipos oficiales diferentes en ambas áreas. Estimamos que ha llegado el fin del ciclo de relajamiento monetario en gran parte de economías emergentes de Asia (con la notable excepción de China e India), y un cauteloso sesgo restrictivo en la mayor parte de América Latina, excepto en Brasil.

## Ha habido algunos avances para resolver la crisis europea, pero aún faltan pasos importantes. Europa necesita una hoja de ruta clara para salir de la crisis

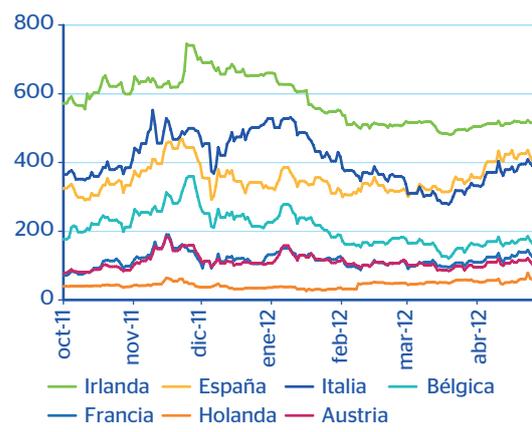
En los últimos meses, ha habido algunos avances hacia la solución de la crisis europea, pero todavía hay muchas cuestiones importantes pendientes. En primer lugar, se ha reestructurado la deuda soberana griega en manos del público, a pesar de lo cual persisten las dudas sobre su sostenibilidad a largo plazo, incluyendo la atomización política en las últimas elecciones, la fatiga reformadora y una posible recesión más profunda de lo previsto. En segundo lugar, se aprobó una capacidad de nuevos préstamos de 500mm de euros por parte del Mecanismo de Estabilización Europeo (ESM), lo que se añade a los 200mm ya comprometidos por el EFSF. Sin embargo, eso no ha sido suficiente para calmar la preocupación de los mercados, dado que las necesidades de financiación de España e Italia en los próximos 3 años son superiores a esa cifra y a la presunción de que los préstamos de ESM tendrían prelación frente a los actuales tenedores de bonos privados. Además, no está claro qué parte del aumento de los recursos del FMI por 430mm de dólares (aproximadamente 330mm de euros) podría estar dirigida a los países europeos. En tercer lugar, el tratado fiscal (pendiente de aprobación nacional), compromete a los gobiernos a déficits estructurales no mayores al 0,5% del PIB. Este es un cambio significativo hacia el control de los presupuestos nacionales, pero la posibilidad de desviaciones de la norma en “circunstancias excepcionales” puede presentar el tratado como no lo suficientemente estricto como para justificar una acción más enérgica por parte del BCE o de los países centrales en Europa. Además, no ha habido avances hacia una unión fiscal, o los eurobonos. En definitiva, seguimos sin tener una hoja de ruta clara hacia dónde se dirige Europa.

Gráfico 1  
Crecimiento del PIB mundial (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
Prima de riesgo soberano en Europa (diferencial del bono a 10 años con Alemania, pb)



Fuente: Datastream y BBVA Research

## El recrudescimiento de la crisis europea representa el principal riesgo global

Sin lugar a dudas, una de las acciones más importantes en los últimos cuatro meses fue la provisión de liquidez a largo plazo por el BCE. Esto permitió, al menos hasta marzo, una reducción significativa en el riesgo de liquidez en los bancos europeos, una tímida apertura de los mercados de financiación mayorista y una compresión de los diferenciales soberanos en los países periféricos

(Gráfico 2). Pero estos efectos positivos resultaron temporales, ya que los mercados (i) detectaron cierta complacencia por parte de los políticos a medida que las primas de riesgo se reducían en el primer trimestre de 2012, y (ii) dudaban de la capacidad de muchos países de la periferia para cumplir sus objetivos de déficit y, al mismo tiempo, temían los efectos negativos sobre el crecimiento de alcanzarlos. De este modo, desde marzo, las primas de riesgo se incrementaron rápidamente en Italia y España, en éste último caso hasta niveles similares a los alcanzados durante el periodo de mayor tensión en noviembre (Gráfico 2).

El corto efecto de las inyecciones de liquidez a largo plazo y el dilema entre la consolidación fiscal y restaurar el crecimiento resalta dos conclusiones. En primer lugar, las acciones del BCE sólo pueden salvar el corto plazo, para ganar tiempo mientras se abordan los problemas económicos e institucionales de fondo. Esto quiere decir que no se puede empezar ya a hablar de estrategias de salida para el BCE, pero también implica que deben empujarse las reformas económicas, al mismo tiempo que se reequilibra la demanda en la zona euro, con un estímulo de la misma en los países centrales. En segundo lugar, es necesario revisar los planes de consolidación fiscal de manera coordinada (para no funcionar con excepciones que serían difíciles de entender), apuntando a objetivos de déficit estructural –en consonancia con el espíritu del tratado fiscal– y con una trayectoria de ajuste más gradual. A cambio de este mayor gradualismo, los Estados miembros deben elaborar planes de consolidación integrales, explícitos, detallados y plurianuales. De esta manera, unas finanzas públicas saneadas se pueden lograr sin grandes daños sobre el crecimiento en el corto plazo. Al mismo tiempo, esto permitirá cosechar los beneficios de largo plazo de las reformas estructurales que se están implementando en los países periféricos.

En este contexto, todavía vemos un nuevo estallido de la crisis europea como el principal riesgo, con consecuencias potencialmente muy negativas para el crecimiento mundial. El aumento de las tensiones puede surgir de la fatiga reformadora en los países periféricos, junto con la fatiga de financiar más rescates en los países centrales, en el contexto de procesos electorales –y un referéndum– en muchos países europeos: un estado de Alemania, Irlanda y los Países Bajos tendrán procesos electorales en el primer semestre de este año, tras las elecciones en Francia, Grecia y otro estado de Alemania llevadas a cabo el 6 de mayo.

## **Los precios actuales del petróleo tendrán sólo un impacto moderado en el crecimiento mundial. Sin embargo, un fuerte repunte adicional de los precios sí representa un riesgo elevado.**

Una segunda amenaza a la economía global es un nuevo aumento de los precios del petróleo. El reciente repunte a principios de 2012 se debe, en parte, a estrecheces de los fundamentales (oferta y demanda), pero también a un aumento en la prima de riesgo geopolítica a alrededor de 10-15 dólares por barril, dadas las tensiones en torno a Irán y unos amortiguadores del mercado muy reducidos (las existencias de petróleo y la capacidad excedente de producción de la OPEP, ver recuadro 2). En nuestro escenario base, consideramos unos precios de alrededor de 120 dólares por barril de petróleo Brent para gran parte de 2012, alrededor de un 20% más alto que en nuestras previsiones de febrero. En nuestra opinión, esto sólo tendrá un impacto negativo moderado sobre el crecimiento mundial, ya que los bancos centrales de los países avanzados muy probablemente tratarán esto como un shock temporal. Esto, unido a la debilidad del ciclo evitará el endurecimiento de la política monetaria, lo que ha sido uno de los canales tradicionales de transmisión de mayores precios del petróleo a un menor crecimiento. No obstante, si el conflicto se intensifica en el Golfo, podría haber un aumento muy fuerte y brusco en los precios del petróleo, e incluso si los bancos centrales no reaccionan aumentando sus tipos de interés, el crecimiento podría verse dañado por el consiguiente incremento de la aversión global al riesgo. Consideramos que la probabilidad de una escalada en el Golfo es relativamente reducida, pero es un escenario que, de materializarse, tendría un impacto significativo sobre el crecimiento mundial.

## 2. Europa: esperando la solución a la crisis

### La reacción de política económica desde finales de diciembre ayudó a estabilizar la actividad de la zona del euro en los primeros meses del año

La actividad de la economía europea tuvo una evolución claramente descendente durante la segunda mitad de 2011. El fuerte aumento de las tensiones financieras y de los spreads de la deuda soberana (Gráfico 2), la caída de confianza y la desaceleración de la economía mundial pasaron factura a la actividad económica en el conjunto del área euro en el último trimestre del año. Como señalaban nuestras previsiones, lo anterior se reflejó en una caída del PIB del -0,3% trimestral, con un desplome de la demanda doméstica (-0,6pp) y un estancamiento de la demanda externa, que sólo contribuyó positivamente al crecimiento (+0,3pp) gracias al hundimiento de las importaciones. Por otro lado, esta caída de la actividad fue generalizada entre los estados miembros (excepto en Francia) si bien la intensidad de la contracción fue más acusada en las economías de la periferia.

Ante el aumento de la incertidumbre y los riesgos de un accidente en Europa, desde finales de año se perfiló una respuesta de política económica a nivel europeo que ayudó a estabilizar a la situación a principios de 2012, si bien no ha servido para proveer una solución permanente a la crisis de la periferia europea. Por un lado, el BCE aprobó a principios de diciembre la provisión de liquidez en dos subastas ilimitadas a tres años (LTROs), que tuvieron lugar en diciembre y en febrero, y que inundaron el mercado de liquidez. Al mismo tiempo, se amplió el rango de los activos que pueden ser utilizados como colateral en las subastas. Por otro lado, y casi al mismo tiempo, la unión europea decidió adoptar un tratado fiscal para reforzar la disciplina fiscal europea a medio y largo plazo en los países miembros y decidió adelantar la implantación del mecanismo permanente de rescate (Mecanismo Europeo de Estabilización, ESM) y posteriormente reforzarlo (Recuadro 1). Por último, la Unión Europea ha tenido que hacer frente al empeoramiento de los problemas en Grecia, y ha aprobado junto al FMI un segundo paquete de rescate que incorpora una importante quita de deuda privada (del 50% en términos nominal y del 74% en valor presente neto) que, en principio, debería hacer sostenibles las finanzas públicas de Grecia.

Esta estrategia ha sido completada por un reforzamiento de las medidas de consolidación fiscal y reformas estructurales en los países periféricos. Si los otros países pequeños de la periferia (Portugal e Irlanda) ya estaban intervenidos y han continuado en general con sus planes de reformas de manera satisfactoria, los cambios de gobierno en Italia y España a finales de 2011 han llevado a reforzar las reformas estructurales y a tomar medidas adicionales para cumplir con los compromisos fiscales demandados por las instituciones europeas.

Esta estrategia ha dado parcialmente sus frutos, pero sin embargo sigue sujeta a riesgos e incertidumbres.

Por un lado, la intervención del BCE ayudó a reavivar la financiación al sector bancario y al relajamiento de las condiciones crediticias. Los datos de la encuesta de condiciones crediticias del mes de abril muestran que durante el primer trimestre del año las condiciones de oferta de crédito fueron menos estrictas que en el cuarto trimestre de 2011 (cuando llegaron a condiciones preocupantes), aunque el crédito al sector privado en la zona euro continúa prácticamente estancado debido a las débiles condiciones de demanda. La inyección de liquidez llevó también claramente a una caída de los spreads soberanos en los primeros meses del año (Gráfico 2), en gran medida porque los sistemas bancarios en la periferia europea canalizaron buena parte de esa liquidez a la compra de bonos soberanos nacionales (Gráfico 3). Al mismo tiempo, en el mes de enero se produjo una recuperación notable de la confianza de los agentes económicos, aparejado con una mejora de la actividad.

Sin embargo, como ya señalamos en nuestro último Situación Global de febrero, las inyecciones de liquidez por parte del BCE eran solamente una respuesta temporal a la crisis periférica y solamente

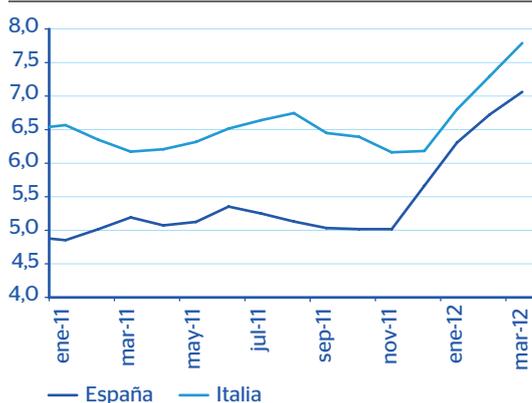
dan una ventana de oportunidad para la mejora de los fundamentales de las economías periféricas, que están ligadas sobre todo a las condiciones de la deuda soberana.

## Pero aún faltan dar pasos indispensables hacia la solución de la crisis: falta una hoja de ruta clara y creíble

En este sentido, las medidas no han sido suficientes para calmar de manera duradera a los mercados. En primer lugar, el segundo rescate y reestructuración de la deuda griega ha aclarado las condiciones de financiación de su deuda en el corto y medio plazo y ha evitado un accidente financiero con potenciales riesgos de contagio al resto del área, pero la situación del país continúa sometida a riesgos que se pueden materializar en los próximos trimestres, ya que la financiación del segundo paquete continúa sujeta a la condicionalidad impuesta por la troika, que será difícil de aplicar en un país sumido en una profunda recesión, con un déficit público aún elevado y con un apoyo popular y político dudoso a las reformas necesarias. En un contexto en el que la senda esperada de la deuda pública aún se mantendría por encima del 100% hasta 2030 (Gráfico 4) estos riesgos mantienen las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda griega.

Gráfico 3

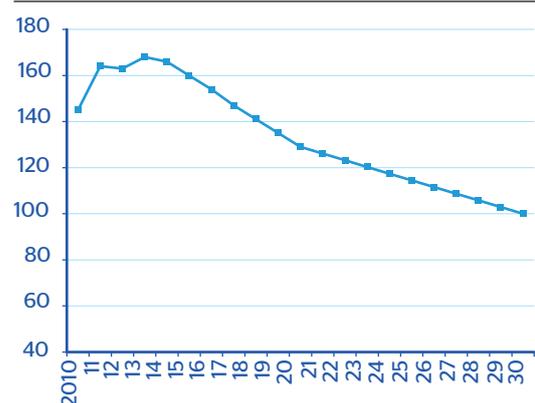
### Bancos: tenencias de bonos soberanos de la zona euro (% de activos totales)



Fuente: BBVA Research y BCE

Gráfico 4

### Deuda pública en Grecia (% PIB)



Fuente: BBVA Research y FMI

En segundo lugar, la aprobación del tratado fiscal por parte de la gran mayoría de los países de la UE está sujeto a riesgos de implementación (referéndum en Irlanda, amenaza de renegociación por parte de Francia). Además, a pesar de representar un cambio significativo hacia el mayor control de los presupuestos nacionales, contiene en sí mismo algunas cláusulas que permitirían desviaciones del límite de déficit estructural bajo circunstancias excepcionales. Esta aparente suavización del rigor presupuestario podría presentar al tratado fiscal como un compromiso no lo suficientemente estricto de rectitud fiscal, lo que dificultaría aún que Alemania o el BCE estén dispuestas a acciones más enérgicas para solucionar la crisis. El tratado fiscal, por otro lado, no contiene ningún elemento de una mayor integración fiscal, ni siquiera a medio y largo plazo, que sugiera una hoja de ruta para complementar la unión monetaria y los programas de reformas en la periferia europea con algún tipo de mutualización de las deudas soberanas.

En tercer lugar, el cortafuego de liquidez conseguido hasta ahora es mayor que el provisto a través del EFSF, pero está lejos de algunas de las propuestas hechas por la Comisión Europea. A los 500 mm de euros aprobados de nuevos fondos (además de los 200 mm ya comprometidos en los planes de rescate) se podrán añadir las nuevas contribuciones del FMI (430 mm de dólares, aproximadamente 330 mm de euros), pero el destino de estos fondos no serán necesariamente países europeos, y su aplicación estaría sujeta a un tipo de condicionalidad aún por determinar. En conjunto, aunque la barrera de liquidez puede ser suficiente para evitar posibles contagios a España o a Italia cubriendo sus necesidades de financiación, no lo hace de manera convincente,

ya que no sobrepasa holgadamente dichas necesidades (Gráfico 5) y puede estar sujeta a riesgos de implementación y de condicionalidad como los experimentados en el caso del EFSF. Además, la presunción de que los préstamos del ESM tendrían prelación frente a los actuales tenedores de bonos privados podría mermar seriamente su capacidad de actuar como catalítico para una mayor financiación soberana por parte del sector privado.

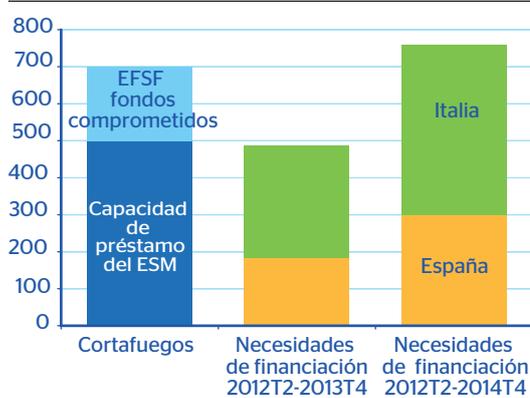
En definitiva, las autoridades europeas no han aprovechado la ventana de oportunidad proporcionada por la provisión de liquidez a largo plazo del BCE para concretar una hoja de ruta clara y creíble para la salida de la crisis en Europa. Al contrario, algunas autoridades llegaron a lanzar señales equívocas acerca de la necesidad de seguir trabajando en la solución de la crisis dada la reducción de las tensiones en los mercados de deuda soberana.

### Las tensiones en la periferia europea volvieron a aflorar desde marzo

El resultado de todo este proceso es que, una vez evaporado el efecto a corto plazo de las dos subastas de liquidez, las tensiones financieras han vuelto a aflorar, con un aumento de los diferenciales soberanos de España e Italia (Gráfico 2), una huida hacia la deuda pública alemana (que ha hecho descender los tipos de interés en ese país a mínimos históricos), caídas generalizadas de las bolsas europeas y reversión en marzo y abril de las ganancias de confianza observadas en los primeros meses del año. A estos problemas han contribuido también las dudas del mercado sobre la sostenibilidad de la deuda española, ligadas a los problemas para concretar las medidas fiscales a aplicar este año a nivel regional, y a las dudas persistentes sobre el sistema financiero español. Además, en conjunto, existe la sospecha de que la estrategia de consolidación fiscal acelerada en los países de la periferia puede dar lugar a una recesión de la que sea difícil salir en el medio plazo, poniendo en riesgo precisamente la sostenibilidad de la deuda pública de esos países.

Gráfico 5

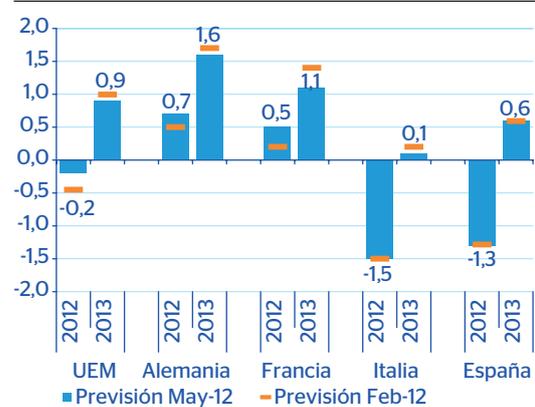
**Cortafuego europeo y necesidades de financiación en España e Italia (mm EUR)**



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 6

**Previsiones de crecimiento en la zona del euro**



Fuente: BBVA Research

### Mantenemos la previsión de una suave recesión en 2012 y una lenta recuperación en 2013, pero con mucha heterogeneidad y riesgos elevados

En definitiva, los datos disponibles para el primer trimestre apuntan hacia una ligera mejora de la actividad económica gracias al repunte en la primera parte del trimestre, lo que hará que no caiga la actividad como preveíamos hace tres meses. En conjunto, no preveemos un aumento de la actividad hasta la segunda mitad del año, aunque será muy lento al principio. Para el conjunto del año 2012, esperamos una ligera caída del PIB del -0,2%, algo mejor de lo previsto hace tres meses (-0,5%), dado que las tensiones financieras para el área en su conjunto no son tan negativas

como lo eran entonces. Además de los problemas financieros, la contracción fiscal seguirá pesando fuertemente en los países de la periferia, y a ello se añaden unos precios de las materias primas más elevados que restarán marginalmente capacidad de crecimiento al conjunto de la zona del euro. La demanda externa seguirá siendo el principal factor de crecimiento en Alemania y en el conjunto de la zona euro, mientras que la demanda interna apenas se acelerará en los países del núcleo de Europa y caerá fuertemente en los países sometidos al ajuste. De este modo, la divergencia de crecimiento entre centro y periferia europea se acentuará durante los próximos dos años (Gráfico 6).

Por supuesto, este panorama supone que las autoridades europeas sigan tomando acciones decisivas que poco a poco vayan disminuyendo las tensiones financieras. Por lo tanto, dado el curso de los acontecimientos en los últimos dos meses, esta previsión está sujeta a fuertes riesgos a la baja, que constituyen, al mismo tiempo, el principal factor de riesgo para la economía global.

### **Por su parte, el BCE mantendrá un tono acomodaticio para la política monetaria en la zona del euro, mientras presiona a los gobiernos para que cumplan sus compromisos**

En materia de tipos de interés, el BCE incorporó en su comunicación un sesgo al alza en la inflación a corto plazo, a raíz de la subida del precio de petróleo, de la mejora de la confianza y del tono también más positivo en el mercado de deuda. Sin embargo, en su última reunión de política monetaria, el BCE revirtió este sesgo ante el cambio de tendencia en los mercados y los menores riesgos asociados al precio del petróleo. En el contexto actual y bajo el supuesto de una recuperación muy lenta a lo largo de la segunda mitad del año, no prevemos cambios en los tipos de referencia en el horizonte de previsión. Solamente en el caso de materialización de los riesgos a la baja sobre actividad el BCE abordaría una bajada de tipos. En cuanto a la política de liquidez, esperamos que el BCE en su próxima reunión de junio prorrogue la provisión ilimitada de liquidez (full allotment) para las subastas a tres meses muy probablemente hasta finales de año.

El BCE sigue sin comprar bonos soberanos a través del programa de SMP, aunque las autoridades mantienen que el programa sigue activo. En nuestra opinión, las compras no se reactivarán a menos que se produzca un deterioro sustancial de las condiciones de mercado. Mientras tanto, el BCE sigue poniendo mucha presión sobre los gobiernos para que cumplan con sus compromisos.

**Recuadro 1.****Avances en la gobernanza Europea desde febrero: tratado fiscal y nuevos recursos para el ESM****Tratado fiscal:**

En la cumbre europea del 1-2 de marzo se firmó por parte de 25 países de la Unión Europea (todos menos el Reino Unido y la Rep. Checa) un tratado fiscal que obliga a los países firmantes a incorporar en su legislación (preferiblemente en su constitución) reglas fiscales que limiten el déficit estructural al 0.5% del PIB. El pacto ha de firmarse antes de final de año, y empezaría a aplicarse a partir de 2016. Se aceptarán desviaciones transitorias del déficit bajo situaciones excepcionales, aunque la definición de transitoriedad no es explícita, y el concepto de excepcionalidad es relativamente laxo ("eventos inusuales fuera del control del país", o "desaceleración económica severa", sin llegar a hablar de recesión).

Si los países se desvían de la regla, se pondrá en marcha un mecanismo de corrección automático, definido por el país en línea con las directrices de la Comisión Europea. Si el país no cumple con el plan, intervendrá el Tribunal Europeo de Justicia (esto es una novedad), que podrá imponer una multa de hasta un 0.1% del PIB, lo que parece bajo en comparación con las multas teóricas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que pueden alcanzar hasta un 0.5% del PIB.

Además de la regla fiscal, la cumbre también aprobó una provisión por la que los países con un nivel de deuda pública superior al 60% del PIB deberán disminuir el exceso de dicho ratio a un ritmo de 1/20 por año, aunque no se prevén sanciones para los países que incumplan la regla. Por otro lado, las sanciones relacionadas con el procedimiento de déficit excesivo (que continuará

funcionando) se implementarán automáticamente de ahora en adelante siempre que no se oponga una mayoría cualificada de países (66% de los votos). Hasta ahora, las sanciones sólo se aplicaban si votaba a favor de ellas una mayoría cualificada. El nuevo principio es el de mayoría cualificada inversa, y refuerza sustancialmente el pacto de estabilidad y crecimiento.

**Aumento de recursos del ESM**

En la cumbre del 30 de marzo se confirmó oficialmente la entrada en funcionamiento del Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM en sus siglas en inglés) en julio de 2012, en vez de mediados de 2013, tal como ya había sido decidido en la cumbre de diciembre. Este mecanismo será permanente y sustituirá al EFSF, que ha participado en los planes de rescate de los países periféricos. Los fondos del ESM se han elevado de un total de 500 mm de euros de capacidad efectiva de préstamo a 700 mm de manera temporal, ya que se permiten combinar los 500 mm de dotación original del ESM con los 200 mm ya comprometidos por el EFSF para los planes de rescate de Grecia, Portugal e Irlanda. La opción elegida es la menos ambiciosa de las tres propuestas por la Comisión Europea, que además de los 700 mm de euros consideraba la posibilidad de añadir (temporal o permanentemente) los 240 mm de capacidad de préstamo no utilizados ni comprometidos hasta ahora por el EFSF. En la cumbre se tomó también la decisión de acelerar el pago del capital del ESM por parte de los países, que se efectuará en cuatro tramos hasta 2014.

### 3. EEUU: continuada pero frágil recuperación

#### **El crecimiento en 2012 será más robusto que en 2011, con una inflación temporalmente más elevada. Pero aún no se ha vuelto a la normalidad**

La economía de EEUU continúa en su senda de frágil recuperación. Se espera que el ritmo de crecimiento económico de los últimos trimestres se mantenga a lo largo del resto del año, al tiempo que la probabilidad de una recaída en recesión ha desaparecido tal y como sugieren la mayoría de nuestros índices de actividad económica. No obstante, las señales continúan siendo mixtas como ya se indicó en nuestro Situación Global de febrero. En el contexto de una mejora general de los datos económicos recientes, el ciclo económico de EEUU mostró un crecimiento razonable pero lento para 1T12, especialmente en comparación con recuperaciones anteriores. La primera estimación del crecimiento del PIB en 1T12 se situó en el 2.2% trimestral anualizado, impulsado en gran medida por un crecimiento de 2.9% en gastos de consumo personal. La cifra, más baja de lo esperado, fue el resultado de las contracciones en el gasto público y la inversión fija no residencial, que disminuyeron un 3.0% y 2.1%, respectivamente. Esto es un recordatorio de que la economía aún enfrenta vientos en contra.

Por su parte, el mercado laboral ha seguido mostrando una disminución de la tasa de desempleo, aunque todavía elevada, hasta el 8.1% en abril (Gráfico 7). Sin embargo, el empleo no agrícola aumentó menos de lo esperado en marzo y abril, lo que hace mantener las preocupaciones por la fortaleza de la recuperación. En particular, el que la tasa de desempleo siga cayendo incluso con un crecimiento de sólo el 2.2% supone evidencia preocupante de que franjas de la población en edad de trabajar se están retirando de la fuerza laboral, quizás de manera permanente. Y aunque se espera una aceleración gradual del crecimiento del PIB, parece demasiado pronto para confirmar la recuperación del ciclo económico estadounidense, ya que persisten algunos problemas estructurales.

Por el lado positivo, los beneficios empresariales se mantendrán robustos y los índices de confianza empresarial más recientes continúan recuperándose en los sectores manufactureros. No obstante, la fragilidad del crecimiento sigue motivada por un proceso de desapalancamiento que continuará durante los próximos trimestres. Además, tanto el proceso de ejecuciones hipotecarias, como la débil confianza del consumidor (evidenciando las preocupaciones por el aumento en los precios de la gasolina, y la continua debilidad en el precio de la vivienda.) y, por último, una mayor incertidumbre política -no sólo vinculada a la consolidación fiscal-, podrían terminar por frenar el dinamismo del crecimiento.

Si bien la recuperación de EE.UU. prosigue a un ritmo significativamente menor que en episodios anteriores, la brecha de tasas de crecimiento con respecto a Europa se está ampliando (Gráfico 7): EE.UU. va a seguir manteniendo tasas de crecimiento trimestral de alrededor del 0.6% en 2012 y 2013. Como resultado de ello, nuestras previsiones de crecimiento se mantienen sin cambios respecto a nuestro anterior Situación Global (publicado en febrero): 2.3% en 2012 y 2.2% en 2013.

El aumento limitado en los precios del petróleo hará incrementar la inflación temporalmente, pero la inflación subyacente se mantendrá dentro del rango aceptable por parte de la Reserva Federal (repuntando a un ritmo moderado): tanto unas expectativas de inflación estables como una capacidad de producción ociosa elevada limitarán los efectos de segunda vuelta.

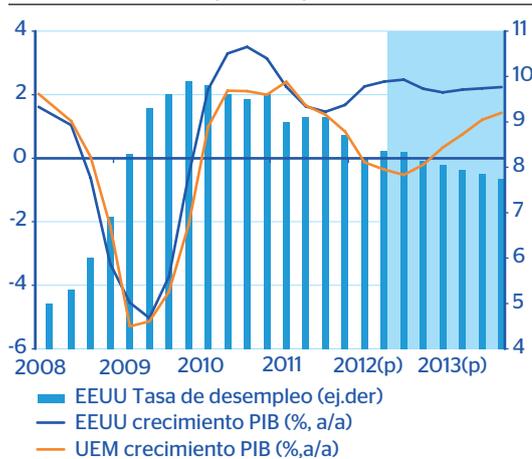
En definitiva, en nuestra opinión, los riesgos de cola para el crecimiento de EE.UU. son mucho más reducidos que hace un año, a pesar de que los riesgos sobre el crecimiento siguen estando sesgados a la baja. La crisis de deuda en Europa sigue siendo la preocupación más inmediata en términos de riesgos a la baja no sólo para la economía de EE.UU., sino también para el crecimiento mundial. Además, los riesgos geopolíticos sobre el conflicto de Irán aumentarán la incertidumbre, también generada asimismo por las preocupaciones sobre la falta de recuperación del mercado de la vivienda y, sobre todo, acerca de la fortaleza del mercado de trabajo.

## La recuperación reduce la probabilidad de otra expansión cuantitativa por parte de la Fed en junio. Los tipos de interés se mantendrán bajos por un largo periodo de tiempo

El renovado optimismo en los mercados financieros se ha apoyado en datos económicos en su mayor parte mejores de lo esperado y en algunos avances hacia la solución de la crisis europea, a pesar de que los pasos más importantes todavía estén por tomar y algunos países de la periferia vuelven a soportar importantes presiones de los mercados. Como resultado, la probabilidad de una mayor expansión en términos de compras adicionales de activos a gran escala por parte de la Fed (QE3) se ha visto disminuida (Gráfico 8).

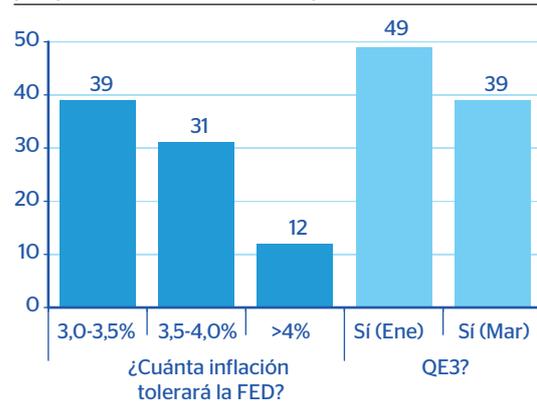
Los datos de crecimiento del primer trimestre apoyan nuestra perspectiva económica para el año y no esperamos ningún impacto inmediato en la orientación acomodaticia de la Reserva Federal. Con todo, como es natural, si las condiciones financieras se deterioran o el crecimiento se descarrila por alguno de los muchos lastres persistentes en la economía, una mayor expansión cuantitativa sigue estando "sobre la mesa" como una opción de política. Los últimos comunicados del FOMC revelaron una mejora de su pronóstico de crecimiento para 2012 pero una rebaja en las previsiones de 2013 y 2014. Teniendo en cuenta los riesgos a la baja alrededor de esa previsión, las condiciones todavía justifican bajos tipos de interés durante un largo periodo de tiempo.

Gráfico 7  
Crecimiento (%a/a) y desempleo (%)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 8  
Expectativas de acciones por parte de la Fed (% de respuestas)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

## En ausencia de nuevas medidas fiscales, la consolidación en 2013 tendrá lugar a un ritmo demasiado rápido, pero sin afrontar todavía la sostenibilidad de largo plazo

A finales de 2012 expiran los recortes impositivos aprobados durante la administración Bush (extendidos dos años adicionales en 2010). Al mismo tiempo, entrarán en vigor los recortes automáticos en gastos públicos (gasto social y de defensa) aprobados en el contexto de la negociación para el aumento del límite de endeudamiento en 2011. Aunque las estimaciones del impacto económico de esta contracción fiscal tienen un rango bastante amplio, incluso en el mejor de los casos sería suficientemente elevado como para arriesgar una nueva recesión en EE.UU. durante 2013.

Si bien ambos partidos parecen estar dispuestos a que expiren algunas de las medidas de estímulo implementadas durante la gran recesión, no parece que ninguno de los dos esté dispuesto a dejar

que expiren todos los recortes impositivos de la era Bush, ni a que se implementen del todo los recortes automáticos. El congreso tiene capacidad de revertir ese acuerdo pero, por supuesto, ambos partidos tienen prioridades diferentes sobre qué tipo de gastos no se deben recortar ni qué tipos de impuestos se debe dejar aumentar. Por eso, habrá que esperar hasta el resultado de las elecciones a finales de 2012 para tener una idea de cómo se revertirá el proceso, e incluso existe el riesgo de que no se llegue a un acuerdo al menos durante los primeros meses de 2013, en caso de que se tenga que producir una transición de gobierno.

En todo caso, esperamos una consolidación fiscal gradual, que pueda llegar a afectar ligeramente al crecimiento en 2013. Pero quizás lo más preocupante sea el hecho de que se siga sin abordar la consolidación fiscal en el largo plazo, incluso mientras se gana tiempo con el gradualismo en el corto plazo.

## 4. Las economías emergentes resisten los riesgos externos

### **Pese a la alta incertidumbre en el entorno global, las economías emergentes resisten, con un impacto modesto en su demanda exterior**

A lo largo de los últimos trimestres de 2011, la actividad económica en las economías emergentes ha experimentado una cierta moderación en sus tasas de crecimiento. Sin embargo, han conseguido mantener niveles aceptables de crecimiento, en particular teniendo en cuenta el brusco deterioro observado en los dos últimos trimestres en el entorno exterior. Este es un factor clave que ha venido a determinar la actividad en estas economías. De esta forma, tanto en Latinoamérica como en Asia emergente, la demanda exterior se ha visto ralentizada de forma significativa dada la menor demanda procedente de Europa, arrastrada por su nueva entrada en recesión y por el recrudecimiento de las tensiones financieras derivadas de la crisis de deuda pública. Además, parte de la reducción del crecimiento en las economías emergentes es consecuencia de la temprana puesta en práctica de medidas para endurecer la política económica ante las señales de recalentamiento que se evidenciaron a lo largo de 2011. Ambos factores han sido parcialmente compensados por la fortaleza de la demanda interna, permitiendo que estas economías continúen con su proceso de aterrizaje suave hacia sus tasas de crecimiento potencial.

### **El proceso de aterrizaje suave en Asia continúa su curso; China se desaceleró por el impacto de una menor demanda exterior, pero mantiene altas tasas de crecimiento**

En el conjunto de Asia emergente, el crecimiento ha continuado desacelerándose, en una magnitud aproximadamente similar a lo previsto. En gran medida la desaceleración es el resultado de una demanda externa más débil, dado el debilitamiento de la actividad económica de los principales socios de la región, y en particular dada la menor demanda procedente de las economías avanzadas. Aunque la menor demanda exterior ha tenido consecuencias sobre la demanda doméstica, han sido limitadas y ésta última ha continuado mostrando una gran robustez. Gran parte de la resistencia que las economías asiáticas han mostrado en este trimestre, se debe al impacto acotado que la crisis financiera europea ha tenido en sus mercados financieros. El conjunto de la región también se ha beneficiado de la solidez que ha continuado mostrando la economía china (Gráfico 9), si bien sus datos del primer trimestre han sido algo peores de lo previsto por la contracción de la demanda externa. Según nuestras estimaciones, la desaceleración de la economía china habría alcanzado su punto mínimo, y hacia delante comenzaría a repuntar. Esto es consistente con los indicadores más recientes que apuntan a una mejora del tono cíclico de la actividad.

La inflación, por su parte, ha tenido una senda bajista, apoyada en efectos base positivos y en una moderación de los precios de los alimentos generalizada en la región. En el caso de China, los agregados monetarios y de crédito también se están desacelerando, y los precios de algunos activos (vivienda) acumulan una moderación muy significativa. Todo ello hace que los riesgos de sobrecalentamiento que hasta 2011 eran muy significativos, hayan disminuido. Por su parte, el renminbi ha continuado apreciándose en términos reales efectivos, aunque ha permanecido estable frente al dólar en lo que va de año. Con un superávit exterior estrechándose, las autoridades han sugerido que el valor de la moneda está próximo a su equilibrio. En todo caso, esperamos una apreciación adicional en la segunda mitad del año.

La combinación de una desaceleración en el crecimiento, junto con los menores riesgos de sobrecalentamiento, ha hecho que las autoridades giren hacia políticas de mayor soporte al crecimiento. Los tipos de interés se han mantenido constantes en China desde mediados de 2011, pero las dos rebajas de los ratios de reservas anticipan un ciclo de mayor carácter expansivo en la política monetaria. La política fiscal también tendrá un carácter expansivo, con varias medidas adicionales. Con todo, las autoridades chinas han disminuido el objetivo de crecimiento hasta el

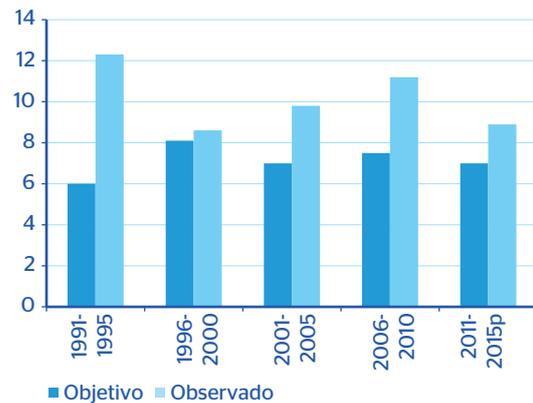
7,5%, si bien este objetivo debe ser entendido más bien como un límite inferior al crecimiento que ha sido ampliamente superado en el pasado (grafico 10) y lo volverá a ser dado el margen de actuación que han acumulado las políticas fiscal y monetaria en los últimos trimestres.

Gráfico 9  
China: crecimiento del PIB y componentes (%/a)



Fuente: BBVA Research y CEIC

Gráfico 10  
Crecimiento en China: objetivos y observado (promedio anual)



Fuente: BBVA Research y CEIC

El mayor margen de actuación para la política económica permitirá que las previsiones para la región no se vean significativamente alteradas. En nuestro escenario central esperamos que el crecimiento comience a repuntar ligeramente y compense el menor tono del primer trimestre. En el conjunto de Asia emergente el impacto de los mayores precios del petróleo se dejará notar, pero aún así el crecimiento se situará en el entorno del 5% en 2012. La evolución prevista para la economía china será semejante, y mantenemos nuestra previsión de crecimiento en el 8,3% este año. Los mayores precios del petróleo tendrán un impacto moderado en la inflación de Asia, algo mayor de lo previsto hasta ahora. En China la inflación debería mantenerse contenida, y podría cerrar el año en promedio en el entorno del 3,5% (gráfico 11). El margen de caídas adicionales de la inflación es más escaso, dadas las perspectivas sobre los precios del petróleo.

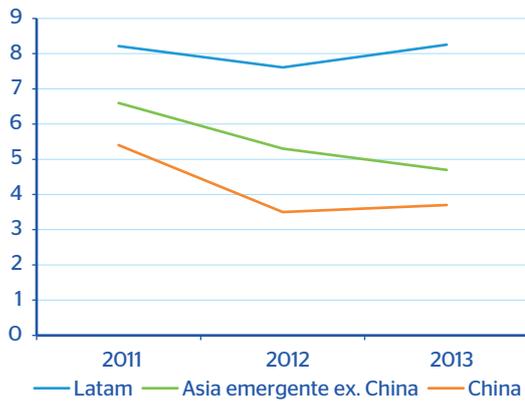
## Se mantienen las perspectivas para Latinoamérica: la región converge hacia crecimientos del 4% apoyada por la demanda doméstica y sólo la inflación oscurece parcialmente el escenario

En una forma muy similar a lo descrito para Asia emergente, la economía latinoamericana ha continuado mostrando una gran fortaleza, pero el peor entorno exterior ha ralentizado adicionalmente la economía. Los altos precios de las materias primas han permitido sostener la actividad en la región, y los efectos derivados de las tensiones financieras en Europa han sido relativamente acotados. El conjunto de la región ha podido compensar la debilidad de la demanda de algunos países clave por su peso en el comercio de la región (Brasil), con la fortaleza de las economías emergentes en Asia. Al mismo tiempo, los altos precios del petróleo están limitando las mejoras en los niveles de inflación, pero aún así las perspectivas sobre la inflación mejoran dados los buenos datos de comienzo de año. En todo caso, el margen acumulado en las políticas económicas está permitiendo que éstas sean más expansivas en aquellos países donde la desaceleración es más acusada (caso de Brasil).

En su conjunto la demanda doméstica sigue fuerte apoyada en la confianza y el impacto procedente de la demanda exterior será limitado. Por ello, las perspectivas de crecimiento de la región apenas sufren cambios, y en 2012 y los años subsiguientes la región crecerá en el entorno del 4%, consistente con el aterrizaje suave que se esperaba para el conjunto de la región (gráfico 12). En cuanto a la inflación, su alto carácter inercial en la región no permitirá mejoras sustantivas

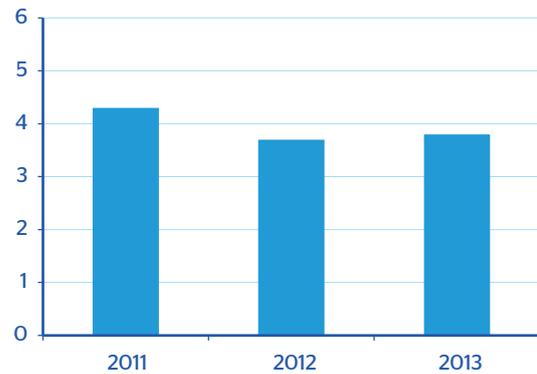
en un entorno de altos precios de las materias primas, lo cual limitará el alcance de la política económica expansiva en aquellos países con metas de inflación. Con la excepción de Brasil, las políticas monetarias tendrán, en general, un sesgo cautelosamente restrictivo, y se espera que en toda la región las monedas estén más apreciadas.

Gráfico 11  
Inflación en economías emergentes (promedio anual)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 12  
América Latina: crecimiento del PIB



Fuente: BBVA Research

## Recuadro 2: Alza de precios del petróleo: un riesgo moderado

Los precios del petróleo han experimentado en 2012 un repunte que ha puesto punto final a las expectativas de suave caída que existían para este año. A principio de mayo, el barril de petróleo Brent cotizaba en 120 dólares, cifra en torno a la cual ha oscilado durante los primeros meses de 2012. Aunque estas cifras todavía están por debajo de los máximos alcanzados en dólares en 2008 (Gráfico 13), éstos ya han sido rebasados en monedas como el euro o la libra esterlina, aumentando la preocupación sobre el impacto que pudieran tener en algunas economías.

Gráfico 13  
Precio del petróleo en términos reales (dólares de 2010)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 14  
Amortiguadores en el mercado de petróleo:  
capacidad excedente de producción y existencias



Fuente: BBVA Research

Parte de este repunte inesperado en el precio del petróleo puede atribuirse a una estrechez de los fundamentales de oferta y demanda. Aunque la economía global se está desacelerando suavemente, las economías emergentes están mostrando una gran resistencia al entorno exterior más debilitado, compensando con la fortaleza de su demanda doméstica el peor comportamiento de su sector exterior. Precisamente, cambios en el sentimiento de los mercados respecto a la recuperación en EEUU o en Europa han generado algunas correcciones a la baja en el precio

del crudo a inicios de mayo, lo que muestra el peso de la demanda como factor detrás de los movimientos de precios.

Por otra parte, la oferta se ha visto afectada a lo largo de los últimos meses por problemas en algunas zonas productoras: disturbios sociales en Yemen y Nigeria, disputas en Sudán del Sur, cortes técnicos en el Mar del Norte, y el embargo impuesto sobre Siria. A ello habría que añadir que el petróleo libio todavía no ha alcanzado el nivel de producción previo a la guerra civil.

A esos factores, habría que añadir un efecto positivo sobre el precio resultante de la mayor liquidez impulsada por los bancos centrales (en especial las dos subastas a largo plazo por parte del BCE).

Además, el mercado se ha visto sacudido por tensiones de corte geopolítico, derivadas de un aumento de la tensión en Irán que, en un escenario extremo, podría llegar a comprometer el tránsito de crudo por el estrecho de Ormuz, equivalente al 20% de la producción mundial de petróleo y 5% de la de gas (en concreto, gas licuado desde Catar). Como resultado de las crecientes tensiones a cuenta del programa nuclear iraní, la UE ha prohibido la importación de petróleo iraní y EE.UU. ha impuesto restricciones para romper los lazos entre los ingresos petroleros de Irán y su sistema financiero.

Al mismo tiempo, los amortiguadores tradicionales para enfrentar reducciones bruscas de oferta (existencias de crudo y capacidad excedente de producción) se encuentran en niveles relativamente bajos (Gráfico 14). La capacidad ociosa de la OPEP ha seguido una tendencia a la baja en los últimos años, hasta suponer solamente el equivalente a 3% de la demanda mundial, similar a los años previos a la crisis, caracterizados por aumentos continuados de precios. En caso de necesidad, las reservas estratégicas de EE.UU. podrían bombear cifras importantes, pero existe alta incertidumbre sobre su capacidad para hacerlo (entre

0,5 y 4 millones de barriles diarios). Incluso en las mejores condiciones, el cierre del estrecho de Ormuz dejaría una brecha en la oferta del orden de 10 millones de barriles al día. Por otro lado, las existencias en países de la OCDE (única información disponible) se han visto notablemente reducidos respecto a los niveles de hace uno o dos años.

De este modo, la hipotética capacidad iraní para cerrar el estrecho de Ormuz como represalia por acciones militares que pudieran tomarse contra sus instalaciones nucleares se combina con unos amortiguadores actualmente muy reducidos para incrementar la prima de riesgo geopolítica a alrededor de 10-15 dólares por barril. Esta prima de riesgo es probable que se mantenga durante la mayor parte de 2012, por lo que en nuestro escenario central suponemos unos precios del petróleo en el entorno de 120 dólares por barril para la mayor parte del 2012, lo que supone un alza del 20% frente a nuestro escenario de febrero.

Aún así, estos precios sólo tendrán un impacto moderado en el crecimiento global, puesto que los bancos centrales en las economías avanzadas probablemente traten este shock como temporal. Además dado el débil momento cíclico por el que atraviesan, no es probable que reaccionen con un endurecimiento de la política monetaria, uno de los canales de transmisión tradicionales de un shock del petróleo sobre el crecimiento. La posibilidad de que esta alza tenga un impacto significativo sobre la inflación de las economías emergentes también es limitada, dada la generalización de subsidios y precios controlados. Sin embargo, los efectos sobre el crecimiento son más inciertos en el caso de que las tensiones geopolíticas en el Golfo aumentasen dando lugar a un conflicto abierto. Aunque es un escenario muy poco probable -a la luz de las negociaciones en marcha con Irán-, en ese caso se produciría un alza intensa en los precios del petróleo, y aunque es poco probable que los bancos centrales reaccionasen, el crecimiento se podría ver afectado a través de un aumento de la aversión global al riesgo desencadenada por ese *shock*.

## 5. Tablas

Cuadro 1

## Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas interanuales, %)	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-3,5	3,0	1,7	2,3	2,2
UEM	-4,2	1,9	1,5	-0,2	0,9
Alemania	-5,1	3,6	3,1	0,7	1,6
Francia	-2,6	1,4	1,7	0,5	1,1
Italia	-5,1	1,8	0,5	-1,5	0,1
España	-3,7	-0,1	0,7	-1,3	0,6
Reino Unido	-4,4	2,1	0,7	0,5	1,4
América Latina *	-0,6	6,6	4,5	3,8	4,1
México	-6,1	5,4	3,9	3,7	3,0
EAGLES **	4,0	8,4	6,7	5,8	6,4
Turquía	-4,9	9,2	8,5	2,7	5,6
Asia-Pacífico	4,2	8,1	5,7	5,7	6,1
China	9,2	10,4	9,2	8,3	8,7
Asia (exc. China)	1,0	6,6	3,4	4,1	4,4
Mundo	-0,6	5,1	3,9	3,6	4,0

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

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 2

## Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas interanuales, %)	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-0,4	1,6	3,1	2,5	2,2
UEM	0,3	1,6	2,7	2,4	1,5
Alemania	0,2	1,1	2,3	2,0	1,5
Francia	0,1	1,5	2,1	2,2	1,6
Italia	0,8	1,5	2,8	3,1	1,9
España	-0,3	1,8	3,2	1,9	0,7
Reino Unido	2,2	3,3	4,5	3,0	1,9
América Latina *	6,9	9,0	10,0	9,3	10,0
México	5,3	4,2	3,4	3,9	3,6
EAGLES **	2,8	5,3	6,3	4,8	4,6
Turquía	6,3	8,6	6,7	9,6	7,1
Asia-Pacífico	0,3	3,6	4,8	3,5	3,5
China	-0,8	3,3	5,4	3,5	3,8
Asia (exc. China)	1,1	3,7	4,3	3,4	3,2
Mundo	2,2	3,5	5,1	4,4	4,0

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

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 3

## Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-2,7	-3,3	-3,3	-3,0	-3,2
UEM	-0,5	-0,5	0,0	-0,1	0,4
Alemania	5,6	5,7	5,8	5,2	4,9
Francia	-1,5	-1,7	-2,3	-1,9	-1,5
Italia	-2,0	-3,5	-3,2	-2,2	-1,5
España	-4,8	-4,5	-3,5	-1,9	-0,4
Reino Unido	-1,7	-3,3	-1,9	-1,7	-1,1
América Latina *	-0,3	-0,8	-0,8	-1,3	-2,2
México	-0,7	-0,3	-0,8	-1,3	-1,1
EAGLES**	2,4	2,0	0,9	0,4	1,1
Turquía	-2,2	-6,4	-10,0	-8,8	-7,8
Asia-Pacífico	3,5	3,3	2,0	1,5	2,5
China	5,2	5,2	2,8	2,5	4,5
Asia (exc. China)	2,3	2,0	1,4	0,9	1,2

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

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4

## Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público (% PIB)

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-9,9	-8,9	-8,7	-7,6	-5,0
UEM	-6,4	-6,2	-4,1	-3,0	-2,0
Alemania	-3,2	-4,3	-1,0	-0,6	-0,4
Francia	-7,5	-7,1	-5,2	-4,5	-3,0
Italia	-5,4	-4,5	-3,8	-1,6	-0,5
España	-11,2	-9,3	-8,5	-5,3	-3,0
Reino Unido	-11,5	-10,1	-8,2	-5,9	-5,8
América Latina *	-2,8	-2,0	-2,0	-1,8	-1,1
México	-2,6	-3,5	-2,8	-2,8	-2,8
EAGLES**	-3,9	-2,5	-2,2	-2,3	-2,1
Turquía	-5,5	-3,6	-1,4	-2,0	-1,7
Asia-Pacífico	-4,8	-3,7	-3,8	-3,7	-3,2
China	-2,8	-2,5	-1,1	-1,8	-1,8
Asia (exc. China)	-6,1	-4,5	-5,6	-5,0	-4,1

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

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 5

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

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	3,2	3,2	2,8	2,3	2,7
UEM	3,3	2,8	2,6	2,2	2,7

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 6

**Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio (Promedio)**

US Dollar per national currency	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos (EUR por USD)	0,72	0,76	0,72	0,78	0,77
UEM	1,39	1,33	1,39	1,28	1,30
Reino Unido	1,56	1,55	1,60	1,60	1,66
China	6,83	6,77	6,46	6,25	5,94

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 7

**Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales (Final período)**

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
China	5,31	5,81	6,56	6,06	6,56

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

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](http://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 de Escenarios Económicos***Juan Ruiz (I)**  
juan.ruiz@bbva.com**Rodrigo Falbo**  
rodrigo.falbo@bbva.com**Jaime Martínez Martín**  
j.martinez.martin@bbva.com**Jorge Rodríguez Vález**  
jorge.rv@bbva.comCon 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

Coordinación Latam

**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.com

Chile

**Alejandro Puente**  
apuente@bbva.com

Colombia

**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com

Perú

**Hugo Perea**  
hperea@bbva.com

Venezuela

**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@bbva.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@grupobbva.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 Financieros

**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

**Juan Ruiz (I)**  
juan.ruiz@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 +34 91 537 70 00  
Fax: +34 91 374 30 25  
bbvaresearch@bbva.com  
www.bbvaresearch.com  
Depósito legal: M-31256-2000