

Situación Global

Primer Trimestre 2013
Análisis Económico

- **Las perspectivas económicas mejoran gracias a la caída de las tensiones financieras en Europa**, los acuerdos para evitar el precipicio fiscal en EE.UU. y la recuperación de las economías emergentes.
- **La recuperación sólo continuará si se implementan las políticas adecuadas.** En EE.UU. se necesita ir más allá de suavizar subidas de impuestos, mientras que en la zona euro se deben implementar los acuerdos sobre la unión bancaria.
- **La incertidumbre del escenario económico global sigue sesgada a la baja**, aunque no pueden descartarse sorpresas positivas.

Índice

1. Editorial: mejora la percepción del escenario económico global	3
2. Mejoran las perspectivas en los mercados, aunque los datos de actividad todavía no se recuperan.....	4
Recuadro 1. BBVA Global Activity Index (BBVA-GAIN)	11
3. Las medidas adoptadas y la recuperación de los mercados reducen los riesgos más extremos, pero la crisis en la zona euro sigue siendo la principal preocupación.....	13
Recuadro 2. Ajustes fiscales y crecimiento económico en Europa.....	14
4. Tablas	17

Fecha de cierre: 11 de febrero de 2013

1. Editorial: mejora la percepción del escenario económico global

La percepción del escenario económico global ha mejorado en el último trimestre con la continuada caída de las tensiones financieras globales, particularmente en Europa, y con el acuerdo para evitar por ahora el llamado “abismo fiscal” en EEUU. Han repuntado los indicadores de confianza en las principales áreas económicas, excepto Japón, y los datos reales de actividad y gasto siguen siendo consistentes con una expansión global moderada. El crecimiento mundial repuntará desde el 3,2% en 2012 hasta el 3,6% en 2013 y el 4,1% en 2014, casi la misma estimación de hace tres meses. En 2013 se compensan la revisión a la baja del crecimiento brasileño y el mantenimiento en el área del euro y EEUU con las mejores previsiones de China, México o algunas economías latinoamericanas.

Europa lleva ya seis meses de caídas de las tensiones financieras, con una paulatina apertura, aun incompleta, de los mercados de financiación a empresas, financieras y no financieras, de algunas economías de la periferia del área del euro. **España es un buen ejemplo, con unos flujos de financiación del exterior cada vez menos dependientes del Eurosistema**, dada la apetencia creciente de los inversores. En actividad, se mantienen las perspectivas de recesión en 2013, aunque menos intensa de lo previsto antes (-1,1% frente a -1,4%), y recuperación en 2014 con un 1,1% de aumento del PIB. El ritmo de la recuperación española descansará en el impacto del ajuste fiscal y de las reformas emprendidas y en la contribución de la demanda externa, mejor de lo previsto, incluso considerando la más favorable competitividad precio.

La continuidad de la recuperación necesita de la implementación de políticas apropiadas en EEUU y el área del euro. En EEUU deben ir más allá de amortiguar transitoriamente subidas inminentes de impuestos y deben evitar incertidumbres sobre el pago de la deuda y el reparto de la carga de la consolidación fiscal. En el área del euro, han de seguir los avances en la gobernanza, en particular en lo relativo a la unión bancaria, tanto con acuerdos adicionales como con la implementación efectiva de los alcanzados sobre la supervisión y procedimientos de resolución bancaria.

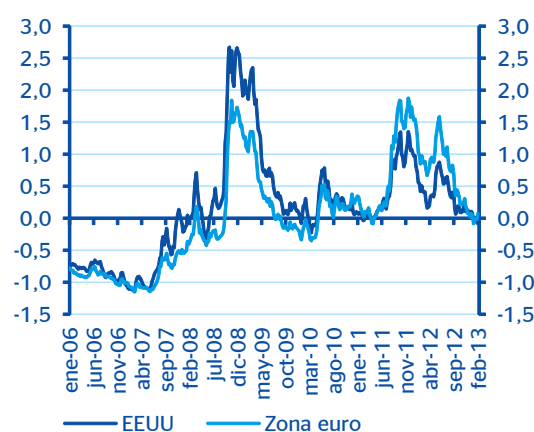
Sin descartar la posibilidad de sorpresas positivas, la incertidumbre del escenario económico global sigue sesgada a la baja. Crecimientos globales más bajos resultarían de un aumento de las tensiones financieras y del deterioro de la confianza si resurgen las dudas sobre el compromiso de las autoridades europeas con el fortalecimiento del euro, por ahora bien acotadas tanto por el anuncio del BCE de julio pasado como por los acuerdos de los países de la zona en apoyo de la moneda única. En caso de producirse estas tensiones, que requerirían de nuevos acuerdos de salvaguarda financiera, el área del euro seguiría en recesión en 2013. En EEUU, el riesgo sería que al contagio del riesgo europeo se sumara el efecto de desacuerdos para lograr la consolidación fiscal o ampliar el techo de deuda. El PIB global, con el soporte de las economías emergentes, oscilaría en 2013 y 2014 entre el 2,5% y el 3%. Este **escenario de riesgo es menos probable y de menor impacto hoy que lo estimado hace tres meses**, dados los avances ya logrados en la definición e implementación de políticas en las áreas más desarrolladas y la resistencia mostrada por el crecimiento de las emergentes.

2. Mejoran las perspectivas en los mercados, aunque los datos de actividad todavía no se recuperan

Los mercados financieros mejoran, pero ¿sobre qué bases?

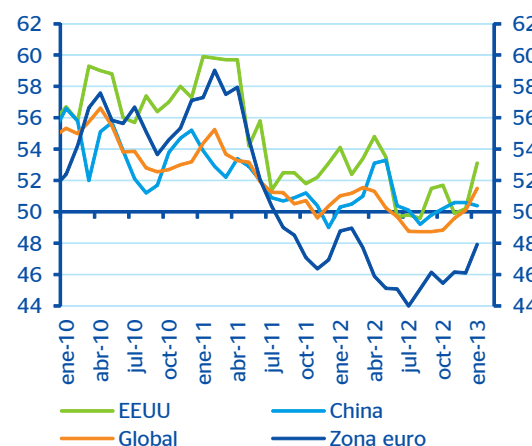
Durante los últimos tres meses se han desvanecido parte de las amenazas que se cernían sobre la recuperación económica mundial, lo cual ha provocado un cierto optimismo. Las tensiones en los mercados financieros han descendido hasta situarse en mínimos de dos años (véase Gráfico 1), especialmente en Europa, y casi todos los activos se han beneficiado de este cambio de percepción. La confianza de consumidores y empresas también se ha visto reforzada al alejarse las amenazas a la estabilidad de la economía mundial. Este repunte de la confianza se ha alcanza a casi todas las regiones (véase Gráfico 2), salvo contadas excepciones. Sin embargo, estos repuntes de la confianza y de los indicadores financieros no han dado lugar todavía a ningún cambio significativo en la actividad. Según nuestro indicador de actividad global (véase el Gráfico 3 y el recuadro 1 para una explicación), la desaceleración de la economía mundial experimentada durante buena parte de 2012 tocó su fin en el cuarto trimestre del año. **Los datos más recientes han reforzado la percepción de que el PIB mundial se está acelerando, aunque desde niveles bajos** (por debajo de su media histórica) y a un ritmo solo ligeramente más dinámico. De acuerdo con nuestras estimaciones, el PIB mundial en 2012 creció un 3,2%, frente al 3,9% de 2011.

Gráfico 1
Índice de tensiones financieras BBVA



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Indicador de confianza (PMI)



Fuente: Markit, BBVA Research

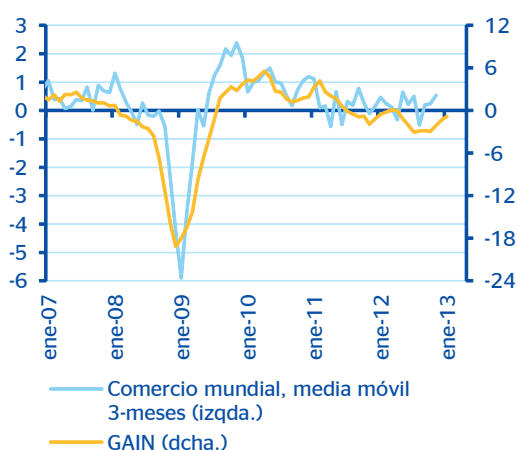
La situación en los mercados financieros ha mejorado claramente. Las tensiones financieras están disminuyendo desde hace tiempo. De hecho, este periodo de siete meses es, con mucho, el periodo de estabilidad más largo desde que estalló la crisis de deuda europea. Incluso los países que la han protagonizado se han beneficiado de la menor aversión al riesgo. Estas mejoras han sido graduales, a medida en el mercado aumentaba la base de inversores. A finales del verano, las ganancias en los índices de renta variable y de renta fija fueron impulsadas por inversores cubriendo posiciones cortas, pero tras estos han vuelto los inversores institucionales a estos mercados.

Casi todos los activos han visto aumentos en sus valoraciones. En primer lugar, las bolsas han registrado considerables avances. Por ejemplo, desde finales de julio, el Euro Stoxx ha aumentado un 10%, mientras el Dow Jones ha alcanzado un máximo de cinco años y la volatilidad, medida

por el índice VIX, ha tocado un mínimo de cinco años. Los mercados de renta variable de la periferia europea también han registrado aumentos importantes: el Ibex 35 de España y el FTSE MIB de Italia han crecido cerca de un 40%.

Un patrón similar se observa en el mercado de la renta fija. Desde finales de julio, los bonos de los países periféricos han experimentado una cierta normalización. Por ejemplo, el tipo de interés medio de los bonos españoles a 10 años en lo que llevamos de 2013 es el 5,1%¹ (un mínimo de 13 meses), mientras que el rendimiento del bono italiano fluctúa en torno al 4,3% (el tipo más bajo desde noviembre de 2010, a pesar de la actual incertidumbre política que atraviesa el país). Ello significa que, desde julio, el tipo de interés ha caído cerca de 2 p.p. en ambos países (véase Gráfico 4). La parte corta de la curva (bonos con un vencimiento de menos de tres años, y que, por tanto, podrían ser comprados bajo el programa *Outright Monetary Transactions*, OMT, del BCE) ha registrado una caída de tipos aún mayor. El precio de los bonos considerados como refugio ha retrocedido ligeramente: por ejemplo, el tipo de interés de los bonos alemanes a 10 años ahora es el 1,6% (frente al 1,3% de julio). Por lo que respecta a otros mercados de deuda pública, el creciente activismo de los bancos centrales y las débiles perspectivas han aumentado el apetito por el riesgo: el tipo de los bonos de EE.UU. a 10 años ha subido 50 p.b. desde julio, hasta cerca del 2%.

Gráfico 3
Índice BBVA de actividad global (GAIN) y comercio mundial



Fuente: BBVA Research, CPB

Gráfico 4
Tipo de interés a 10 años y tipo de cambio euro/dólar



Fuente: BBVA Research, Bloomberg

La disminución de la aversión al riesgo ha ayudado a algunos bancos y grandes empresas de los países periféricos (es especial de España) a emitir deuda. Las características de estas emisiones de deuda también muestran algunas señales alentadoras: predominio de deuda sénior no garantizada, vencimientos más largos y diferenciales más bajos. Gracias a estas recientes emisiones, esos países han podido reducir su dependencia de la financiación del BCE (véase Gráfico 5), tras los máximos alcanzados en agosto. En su conjunto, el sistema bancario de Europa parece encontrarse en mejor situación financiera. Los mercados interbancarios están muy lejos de la normalización, pero los bancos de los países centrales, y (al menos) los grandes bancos de la periferia están aprovechando esta oportunidad para reembolsar más de una cuarta parte del billón de euros de financiación concedida por el BCE en las dos subastas de liquidez a tres años (LTRO) celebradas en 2011 y 2012. Este dato supera las expectativas y se ve como una señal de solidez.

Por último, el activismo de los bancos centrales de EE.UU. y Japón, junto con la disminución del temor a una ruptura del euro, han provocado una apreciación de la moneda única. El euro cotiza a 1,35 dólares, por encima de los 1,23 de julio, lo que supone una subida del 10% (Gráfico 4). Algunas autoridades en Europa han alertado recientemente sobre la fortaleza. En su reunión de febrero, el BCE señaló que el tipo de cambio supone un riesgo a la baja sobre a las

1: Últimos dato 8 febrero 2013.

perspectivas de inflación (aspecto que llevó a un retroceso del euro hasta 1,335), pero también reconocía que el euro en su valor actual se encuentra en el entorno de su media de largo plazo. Las divisas de algunos países emergentes están sufriendo también presiones alcistas, lo que incrementa el temor a una guerra de divisas en los próximos meses.

¿Qué hay tras este aumento de la confianza del mercado? En primer lugar, los datos muestran que China no se dirige a una brusca desaceleración

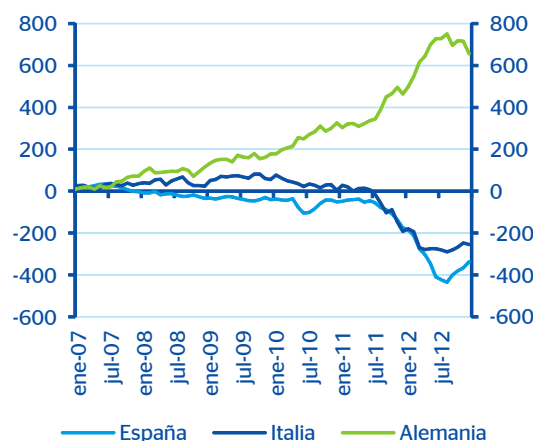
La economía china se ralentizó durante buena parte de 2012, lo que avivó el temor de que se produjera un aterrizaje forzoso que pudiera arrastrar a otras economías orientadas a la exportación y a las materias primas. La economía china se ha apoyado durante mucho tiempo en la inversión y las exportaciones, y mostraba pocos indicios de que el consumo pudiera impulsar el crecimiento en caso de que fallaran los otros componentes. Pero desde el tercer trimestre de 2012, el crecimiento del PIB se ha acelerado (véase Gráfico 6), tal y como habíamos previsto, incluso con algo más de fuerza de lo anticipado. La inversión está detrás en gran medida del repunte del PIB, respaldada por las políticas de estímulo, mejor implementadas en 2012 que en 2009. El sector inmobiliario ha registrado una clara mejoría, a pesar de que las medidas adoptadas para evitar un sobrecalentamiento siguen vigentes, y ha contribuido significativamente a la recuperación económica general. Además, han aparecido indicios de reactivación de las exportaciones, gracias a la demanda de los países asiáticos y de EE. UU., aunque las exportaciones a Europa y Japón siguen poco dinámicas. Además, durante el cuarto trimestre se inició en China el traspaso del poder político, y los nuevos dirigentes mostraron su voluntad de mantener una política de continuidad en cuanto a la sostenibilidad del crecimiento y las reformas. El objetivo de crecimiento del PIB será probablemente de un 7,5%, igual que en 2012.

La recuperación de la economía china es un factor de soporte de la economía mundial y, en particular, de otras economías exportadoras y dependientes de los precios de las materias primas, sobre todo en Latinoamérica. Aunque las perspectivas de crecimiento de China no son tan optimistas como antes, los mercados parecen aliviados por que se ha atenuado el riesgo de fuerte desaceleración.

Con todo, continúan la preocupación por la sostenibilidad del crecimiento chino, sobre todo si el consumo no gana impulso. La deuda de las entidades locales y el ritmo de crecimiento del crédito de la banca en la sombra representan probablemente las mayores amenazas para el crecimiento a medio y largo plazo. Pero incluso a corto plazo, esas amenazas podrían suponer una limitación para el gobierno a la hora de aplicar las medidas de estímulo que puedan ser necesarias.

Gráfico 5

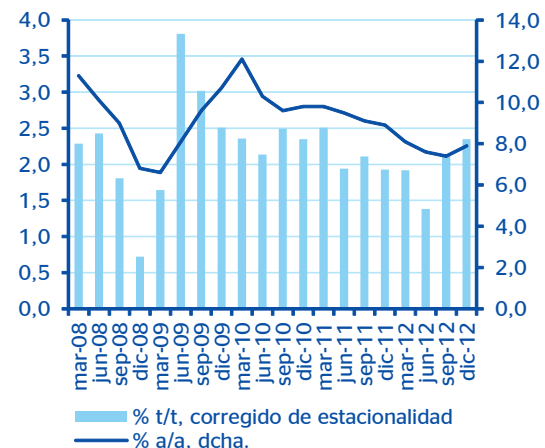
Zona euro: balance neto con el Eurosistema
(miles de mill. de EUR)



Fuente: BBVA Research, BCE

Gráfico 6

China: Crecimiento del PIB



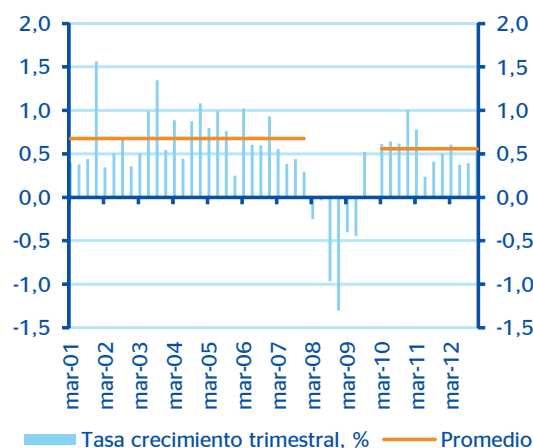
Fuente: BBVA Research, Haver

En segundo lugar, la economía estadounidense no cayó por el precipicio fiscal y, de hecho, está resistiendo sorprendentemente bien ante la incertidumbre

Es cierto que la cifra del PIB del cuarto trimestre de 2012 no es el mejor ejemplo de resistencia, ya que el PIB se contrajo levemente (-0,1% en términos anualizados) después de 13 trimestres de crecimiento. La cifra agregada se vio lastrada por componentes volátiles (stocks y gasto federal en defensa) y por las exportaciones, pero el escenario subyacente es más sólido, sobre todo si tenemos en cuenta la incertidumbre asociada al denominado precipicio fiscal de finales de 2012. Por algún tiempo se había argumentado que los consumidores y las empresas limitarían su gasto ante el posible impacto sobre sus finanzas de recortes en el gasto y subidas de impuestos por un valor equivalente al 4% del PIB de EE.UU. Resulta difícil identificar el impacto de la incertidumbre fiscal en los indicadores económicos. Además, la política monetaria, a través de los programas de expansión cuantitativa, podría haber contrarrestado el impacto negativo de la incertidumbre fiscal. El crecimiento del consumo se ha mantenido bastante estable en los últimos trimestres y, de hecho, el promedio de la tasa de crecimiento es solo algo inferior a los niveles anteriores a la crisis (gráfico 7). Por otro lado, la inversión en vivienda ha ganado claramente dinamismo (gráfico 8). La percepción de que otros sectores de la economía estadounidense también están acelerándose a pesar de la incertidumbre, junto con el crecimiento constante del empleo, son factores clave para la recuperación de la economía mundial.

Gráfico 7

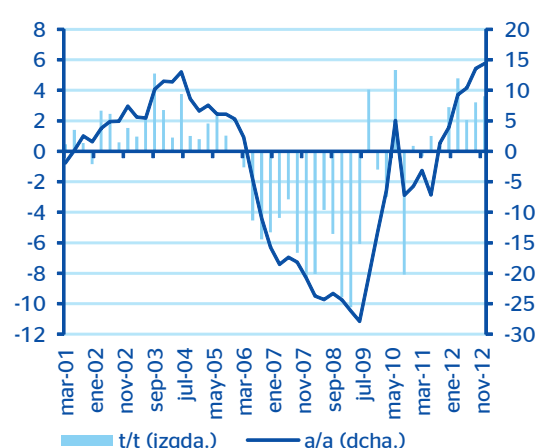
EE.UU.: Crecimiento del consumo (%)



Fuente: BBVA Research, Haver

Gráfico 8

EE.UU.: Inversión residencial privada (tasa de crecimiento)



Fuente: BBVA Research, Haver

Por otra parte, a comienzos de año, el Congreso de EE.UU. llegó a un acuerdo que, entre otros cambios, extendió la mayor parte de las rebajas de impuestos de 2001, 2003 y 2010 (para los hogares con ingresos inferiores a \$ 450.000) y retrasó el llamado “sequester” (una reducción automática en el gasto) durante dos meses. Este acuerdo fiscal fue bien recibido por los mercados, ya que evita un mayor lastre sobre la economía, que se estima en el 1,1% del PIB en 2013. Además, ayuda a mejorar la sostenibilidad de la deuda pública de EE.UU., con respecto a la política anterior. En 2012, el déficit fiscal de EE.UU. alcanzó el 7% del PIB y suponiendo que no hay más cambios en la legislación vigente, el déficit se reducirá hasta el 5,4% del PIB en 2013 y el 3,8% en 2014. Sin embargo, el acuerdo no trata dos posibles fuentes de incertidumbre. Por un lado, el *sequester* del gasto está previsto que entre en vigor a principios de marzo. Si se aplicara, habría un lastre adicional en la economía del 0,8% del PIB. Por otro lado, tampoco hubo acuerdo permanente sobre el techo de deuda, aunque un acuerdo posterior suspendió este límite hasta mediados de mayo. Por lo tanto, en las próximas semanas se llevarán a cabo más negociaciones para evitar una fuerte contracción económica en 2013.

y, al mismo tiempo, para contribuir a la sostenibilidad fiscal. Sin embargo, un gran acuerdo es improbable mientras las autoridades continúen evitando alcanzar un acuerdo bipartidista, que incluya la toma de decisiones difíciles.

En tercer lugar, Europa también ha contribuido: los progresos en unión bancaria refuerzan el compromiso con la defensa del euro

El acuerdo sobre Grecia muestra que las autoridades europeas están comprometidas para que Grecia continúe en la zona euro. En primer lugar, se alcanzó un acuerdo con las autoridades griegas con respecto al programa de rescate que permitió la liberación del segundo tramo de ayuda económica. Las principales medidas del acuerdo hacen referencia a la recompra de deuda (11,2% del PIB), menores tipos de interés (2,5%) y la renuncia del BCE a los beneficios que generen sus posiciones en deuda griega (4,4%). El gobierno griego, por su parte, aprobó nuevas medidas para garantizar el cumplimiento de los objetivos fiscales, lo que llevará la ratio de deuda sobre PIB hasta el entorno del 124% del PIB en 2020. El acuerdo no disipa todas las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda griega. De hecho, es probable que la cuestión vuelva a tratarse tras las elecciones alemanas y que se considere la potencial implicación del sector oficial, algo que el FMI apoya, pero a lo que Europa se resiste.

Las instituciones europeas parece que ya no consideran la posibilidad de una salida de Grecia del euro, puesto que las autoridades griegas han demostrado su compromiso con los acuerdos firmados y con su permanencia en el euro. Los mercados han respondido de forma positiva ante estos avances (que incluyeron unos datos fiscales mejores de lo esperado a finales de 2012) lo que se ha traducido en una significativa disminución de los tipos de interés del bono griego, que se sitúan ligeramente por encima del 10%. Además, el tono positivo se ha extendido también a los otros países bajo programas UE/FMI y tanto Portugal como Irlanda han vuelto a emitir bonos sindicados que han sido bien recibidos por el mercado, en un movimiento que podría ser el primer paso para volver al mercado, lo que a su vez les permitiría acceder al programa OMT del BCE.

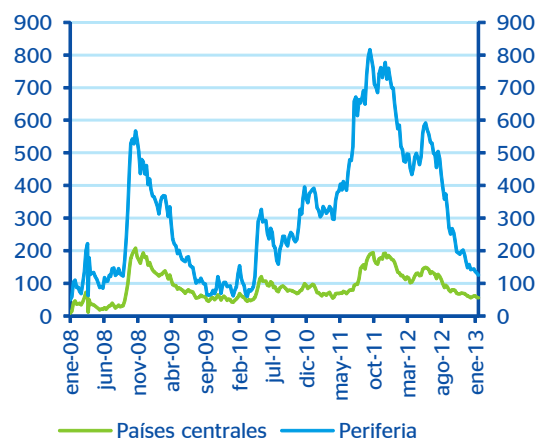
El segundo factor en la mejor percepción sobre Europa se refiere al proceso de unión bancaria. Pese a la falta de acuerdos (o incluso mención) sobre la unión fiscal, la cumbre de diciembre de la UE cumplió con las expectativas sobre el proceso de unión bancaria. El proceso es clave para romper el círculo vicioso entre finanzas públicas y solvencia bancaria y para frenar la salida de capitales que están sufriendo algunos países de la periferia europea. Los acuerdos alcanzados no son tan ambiciosos como se planteó inicialmente pero representan el primer paso hacia un mecanismo único de supervisión y pasos tentativos hacia un mecanismo único de resolución bancaria.

Por último, el programa OMT del BCE parece estar teniendo efectos duraderos como cortafuegos y ha conseguido mantener las tensiones financieras bajo control, a pesar de que ni España ni Italia (los candidatos naturales) han solicitado su puesta en marcha. Esta situación podría mantenerse por varios motivos. En primer lugar, ni los gobiernos de los países del núcleo europeo ni los de la periferia cuentan con incentivos para iniciar un proceso de este tipo. El bono español cotiza en el entorno del 5 - 5,5% y el italiano en el 4 - 4,5%, por lo que la financiación de la deuda pública no requiere de la activación de la intervención del MEDE en el mercado primario y del BCE en el secundario. En segundo lugar, el programa OMT puede seguir actuando como un cortafuegos que evite una escalada de los tipos de interés, al menos mientras no se produzca ningún evento de riesgo. En ese caso, el compromiso de intervención por parte del BCE si España o Italia solicitan el rescate (lo que sin duda provocaría una caída de tipos) debe ser creíble. Pero también es necesario que el compromiso de estos países de solicitar la activación del programa (si los costes de financiación aumentasen en exceso) sea también creíble. En este sentido, el gobierno español ha señalado en repetidas ocasiones que estaría dispuesto a solicitar la ayuda financiera si los costes de financiación aumentasen significativamente.

La combinación de todos estos factores se ha traducido en un largo periodo de relajación de las tensiones financieras. De hecho, es el periodo de calma más largo desde que estalló la crisis de deuda en la zona euro y, en concreto, el programa OMT parece estar resultando más efectivo que cualquier otra medida adoptada por las autoridades europeas hasta el momento (véanse los Gráficos 9 y 10).

Gráfico 9

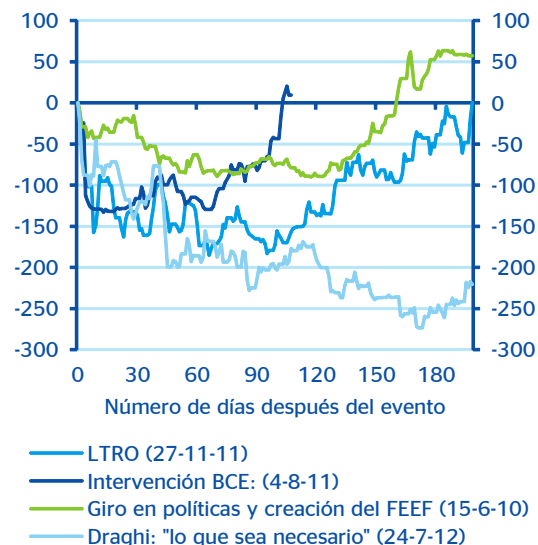
Índice BBVA
de tensiones financieras en el área del euro



Fuente: BBVA Research

Gráfico 10

España: tasa de interés a 10 años y
acontecimientos europeos (pb, cambio acumulado)



Fuente: BBVA Research

Las mejores perspectivas no suponen un cambio en el escenario central de previsiones

La recuperación de la economía china, el acuerdo parcial sobre el abismo fiscal en EE.UU. y los efectos del programa OMT del BCE, son buenos motivos para pensar que la economía mundial puede haber evitado los riesgos de cola descontados parcialmente en el mercado. Sin embargo, la variación de los fundamentales es menos concluyente. Por ello, el escenario más probable es el de una recuperación suave, ya que existen pocos datos de actividad que apunten hacia un repunte más intenso. Las perspectivas para la economía mundial en 2013 prácticamente no han variado: se espera un crecimiento del 3,6%, frente al 3,2% registrado en 2012 (Gráfico 11) pero esta cifra esconde diferencias entre regiones (Gráfico 12).

Por un lado, aunque EE.UU. ha evitado el *fiscal cliff*, los políticos estadounidenses aún tienen que ponerse de acuerdo en varias cuestiones clave, como el llamado sequester y el techo de deuda, y cualquiera podría echar por la borda el proceso. Incluso si se alcanzan acuerdos, la política fiscal será más restrictiva en 2013, lo que frenará el dinamismo de la renta. Es probable que el sector inmobiliario se esté recuperando, pero el proceso de desapalancamiento sigue jugando un papel importante y el sector exterior dista de mostrar dinamismo. Por lo tanto, se mantienen las perspectivas para la economía estadounidense, si bien existe margen para que se produzcan sorpresas positivas. Esperamos que la economía de EE.UU. crezca un 1,8% en 2013 (frente al 2,2% registrado en 2012) y un 2,3% en 2014.

En la zona euro la mejora de los mercados financieros no se ha acompañado de los datos de actividad, si bien hay claros signos de recuperación de la confianza. Es posible que los riesgos de cola hayan desaparecido. La periferia continúa en recesión, lastrada por la consolidación fiscal y las condiciones de financiación. Aunque mejorase el sector exterior y las exportaciones contribuyesen al crecimiento del PIB, algunas economías siguen teniendo que enfrentarse

a procesos de desapalancamiento y austeridad fiscal. Sin embargo, algunos indicadores adelantados en Alemania y otros países centrales muestran mejores perspectivas al comienzo de 2013. Por ello mantenemos nuestra previsión para la eurozona: un repunte del 0,3% en 2013 (tras la contracción del 0,5% registrada en 2012) y un crecimiento del 1,3% en 2014.

China es la economía donde el panorama se ha clarificado en mayor medida en el corto plazo. Los nuevos dirigentes se han comprometido con un crecimiento sostenido, lo que debe interpretarse como una intención inequívoca de recurrir a una política económica suficientemente expansiva. Las previsiones se revisan ligeramente al alza: China crecerá un 8% en 2013 y 2014.

La fortaleza de la economía china y la resistencia de la economía estadounidense resultarán determinantes para la demanda de la mayoría de los países emergentes. Con respecto a Latinoamérica, hemos revisado ligeramente a la baja nuestras perspectivas por el empeoramiento de las perspectivas en Brasil y Argentina. Las economías latinoamericanas crecerán un 3,5% en 2013 y un 3,7% en 2014, más cerca de su potencial de crecimiento. Asia emergente, por su parte, registrará un crecimiento más sólido y alcanzará el 6,6% en 2013, frente al 6,1% de 2012.

Gráfico 11

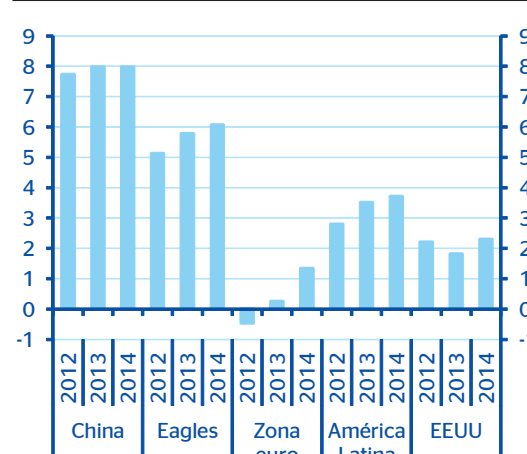
Tasa de crecimiento del PIB mundial



Fuente: BBVA Research

Gráfico 12

Tasa de crecimiento del PIB



Fuente: BBVA Research

Recuadro 1. BBVA Global Activity Index (BBVA-GAIN)²

El mundo ha pasado por cuatro recesiones globales desde la Segunda Guerra Mundial: 1975, 1982, 1991 y 2009. Cada recesión traía consigo el temor de una debacle económica pero, en cada ocasión, la economía mundial pudo recuperarse en uno o dos años. **La recesión global de 2009, que siguió a la crisis de los mercados financieros causada por la caída del banco internacional de inversiones Lehman Brothers el año anterior, fue la peor de las cuatro recesiones y la más sincronizada en los diferentes países.** Algunos pensaron que el mundo volvería a vivir la Gran Depresión de los años 1930. Sin embargo, probablemente gracias a acciones de políticas económicas, a menudo agresivas y poco convencionales, esto no llegó a suceder. Desde 2010, la economía mundial ha vuelto al camino de la recuperación; eso sí, una frágil recuperación.

La llamada Gran Recesión de 2009 llegó como una tremenda sorpresa para los responsables políticos y agentes económicos. La repentina y grave crisis de la economía mundial desencadenó drásticas reacciones de los responsables políticos que pusieron en marcha políticas monetarias y fiscales para contrarrestar la difícil situación económica. En consecuencia, cuando la economía empezó a recuperarse, los agentes económicos parecían haber aprendido la lección ya que reconocían la necesidad de nuevas herramientas para monitorizar los desarrollos económicos en alta frecuencia. **En tiempos de gran incertidumbre, disponer de la información más actual sobre los cambios de la economía resulta primordial.** Los datos económicos se publican con cierto retraso. Por ejemplo, en estos momentos (segundo mes del primer trimestre de 2013), la información más actualizada de que disponemos sobre el PIB data del tercer trimestre de 2012, mientras que el avance de las previsiones de las mayores economías del cuarto trimestre de 2012 no se espera que se publique hasta mediados de febrero. Además de estos importantes retrasos, el tamaño y la volatilidad de movimientos cíclicos de los últimos años han puesto sobre la mesa de nuevo la cuestión de la necesidad de desarrollar herramientas que definan el estado de la economía en tiempo real.

BBVA Global Activity Index (BBVA-GAIN) es un índice mensual diseñado para medir la actividad económica. Está basado en la noción de que los movimientos coincidentes entre las variables macroeconómicas y financieras reflejan un factor común subyacente que

representa las dinámicas cíclicas económicas mundiales, una variable latente, no observada. De este modo, BBVA-GAIN ha sido creado en el marco de un modelo de factores dinámicos de un solo índice para producir medidas de alta frecuencia sobre la actividad macroeconómica mundial de forma sistemática, replicable y estadísticamente óptima a partir del crecimiento del PIB, producción industrial, índice de directores de compras (PMI), empleo, nuevos pedidos para exportación y nuestro indicador compuesto y adelantado un mes BBVA-Indicador de Tensiones Financieras (ITF)³. Nuestra extensión de Aruoba y Diebold (2010) nos permite examinar el contenido de la información de datos de actividad real adicionales, índices de encuestas e indicadores financieros para producir previsiones precisas a corto plazo del crecimiento del PIB mundial.

Descripción metodológica

De este modo, **BBVA-GAIN incluye varios indicadores económicos de alta frecuencia que comparten un componente de ciclo económico común** y exhiben una alta correlación estadística con la tasa de crecimiento del PIB mundial⁴. Además del criterio de correlación, los indicadores económicos deben utilizar los datos publicados cada trimestre antes de que la cifra del PIB correspondiente se haga pública, y deben ser relevantes en el modelo tanto desde el punto de vista teórico como empírico. Por tanto la evolución de cada indicador i para el periodo t , z_t^i puede desglosarse en la suma de dos componentes no observables estocásticos. El primer componente, x_t , generalmente denominado "factor común", incluye los factores dinámicos combinados de todos los indicadores y se puede identificar con el ciclo económico global. El segundo componente, u_t^i , conocido como el componente idiosincrático, se refiere a las dinámicas particulares del indicador i durante el periodo t .

$$z_t^i = \beta_i x_t + u_t^i$$

El movimiento de los componentes comunes e idiosincráticos se establece a través de modelos autorregresivos de orden p y q .

$$x_t = \rho_1 x_{t-1} + \dots + \rho_p x_{t-p} + e_t$$

$$u_t^i = d_t^i u_{t-1}^i + \dots + d_q^i u_{t-q}^i + \varepsilon_t^i$$

2: Este cuadro resume los resultados de nuestro próximo Observatorio Económico (Martínez-Martín, 2013).

3: El Índice de Tensiones Financieras de BBVA Research (ITF) tiene en cuenta medidas de riesgo crediticio (seguro de impago de deuda (CDS) soberana a 5 años, no financiera y financiera), volatilidad (capital, tipo de interés, tipo de cambio) y tensión de liquidez (margen de tipo interbancario y tipo sin riesgo a 3 meses).

4: Se debe tener en cuenta que el PIB real mundial ha sido seleccionado como indicador de actividad mundial y depende de nuestras propias estimaciones (BBVA Research). Combina una representatividad adecuada de actividad a escala mundial al estar basado en cuentas nacionales trimestrales de 69 países, que suponen un peso del 92 % en el PIB mundial (ppa).

En este caso, e_t y ε_t^j son términos de error no observables que deben ser independientes y no correlacionados en serie. Mariano y Murasawa (2003) proponen que, si consideramos las series trimestrales como suma ponderada de sus expresiones mensuales, el modelo anterior podría representarse en forma de espacio-estado y estimarse por el método de máxima verosimilitud mediante el filtro de Kalman.

La metodología utilizada coincide con la propuesta seminal de Stock y Watson (1991), dado que utilizamos un modelo de factores dinámicos de un solo índice a pequeña escala para producir un indicador económico preciso de la situación económica mundial en tiempo real⁵. Como en la propuesta de Stock-Watson, el modelo se beneficia de la información proporcionada por varios indicadores económicos coincidentes mensuales. Además, utilizamos la estrategia propuesta por Aruoba y Diebold (2010) sobre cómo ajustar un modelo de factores para hacer frente a las diferentes fechas de inicio y final de los indicadores, ya que estos están generalmente disponibles en previsión en tiempo real debido a los diferentes momentos de publicación. En resumen, creemos que dicha extensión es tremendamente útil para manejar indicadores mensuales y trimestrales, lo que nos permite incluir estimaciones trimestrales del PIB real mundial como un indicador coincidente adicional en el conjunto de indicadores constituyente.

Evaluación y robustez

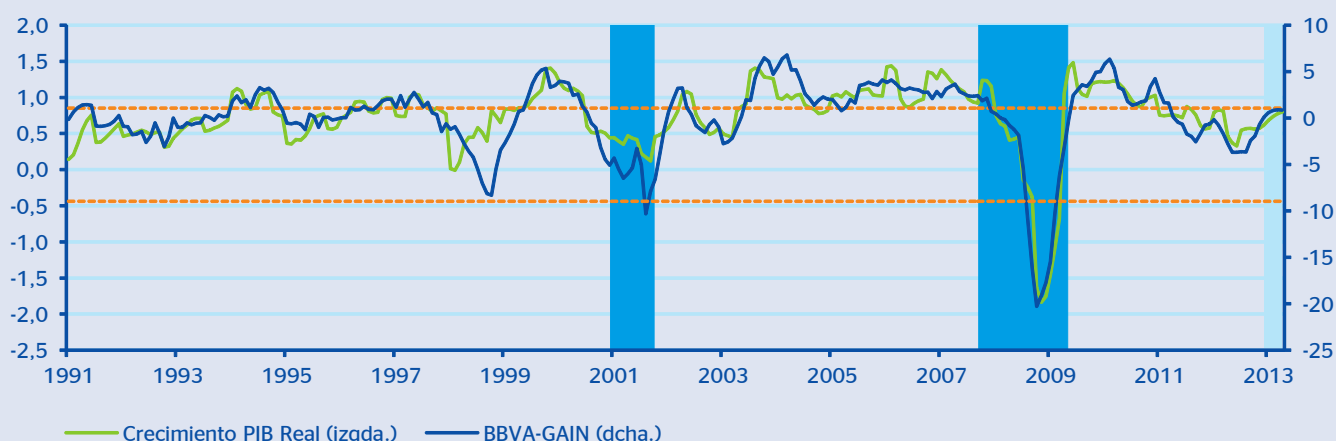
En este contexto, para conseguir un análisis en profundidad de la precisión del factor común utilizado para calcular inferencias del ciclo económico, realizamos estimaciones de regímenes Markov-Switching y proporcionamos probabilidades suavizadas de recesión (en este momento, extremadamente bajas). Hemos comprobado que el indicador coincidente muestra un buen comportamiento como indicador del ciclo económico mundial, ya que es extremadamente coherente con el historial del ciclo económico a escala mundial. Además, podemos verificar que **la correlación del crecimiento del PIB mundial con respecto al BBVA-GAIN es mayor que 0,8, lo que indica el gran potencial de los indicadores utilizados para identificar los puntos de inflexión del ciclo económico mundial**⁶. En consecuencia, ello nos permite producir previsiones a corto plazo del crecimiento del PIB mundial.

En resumen, podemos decir que tenemos la fuerte convicción de que nuestro BBVA-GAIN es una herramienta válida para realizar análisis a corto plazo.

Gráfico 13

BBVA GAIN y PIB mundial (% intertrimestral) mensualizado (Actualización: 5 de febrero de 2013).

La zona sombreada corresponde a recesión, la azul a previsiones



Fuente: BBVA Research

5: Y seguimos la extensión de Camacho y Domenech (2012) al incluir indicadores financieros adelantados.

6: Cuando se utiliza este índice, el elemento más importante es la dirección de la tendencia, no necesariamente el valor cuando el índice está por encima o por debajo de una determinada cifra.

3. Las medidas adoptadas y la recuperación de los mercados reducen los riesgos más extremos, pero la crisis en la zona euro sigue siendo la principal preocupación

La reciente mejora en los mercados no basta para cambiar los rasgos del escenario, puesto que los datos de actividad y gasto siguen en línea con nuestras estimaciones. En nuestra opinión, las medidas adoptadas en Europa y EE.UU., junto con la mejora en la percepción del mercado, han evitado un acontecimiento sistémico y han reducido los riesgos de cola, así como su impacto potencial. Sin embargo, **el balance de riesgos no se ha alterado, y sigue sesgado a la baja aunque, por primera vez en tres años, parece abrirse la posibilidad de posibles sorpresas alcistas.**

La eurozona representa la principal amenaza. El camino hacia la recuperación presenta varios focos de incertidumbre que podrían dificultar la normalización. Aunque el nuevo marco institucional limita el impacto, las tensiones financieras podrían resurgir por muchas razones. En primer lugar, es probable que la periferia europea no pueda cumplir con sus objetivos fiscales en 2013. Si los gobiernos reaccionan con más austeridad, la crisis podría intensificarse (véase el recuadro 2: Ajustes fiscales y crecimiento en Europa). Sin embargo, este riesgo tiene baja probabilidad, puesto que la Comisión Europea ha señalado que no impondrá ajustes adicionales si los objetivos fiscales no se cumplen como consecuencia del deterioro cíclico. En todo caso, ello podría desestabilizar los mercados y llevar a esos países a solicitar la ayuda financiera. En este sentido, aunque el BCE parece dispuesto a intervenir, cualquier disputa entre los países periféricos y los del núcleo sobre las condiciones del rescate representa una posible fuente de inestabilidad. La situación podría empeorar conforme se acerquen las elecciones en Alemania y sus dirigentes se muestren más reticentes a permitir la activación del programa. También podrían influir otros factores, como las condiciones del rescate bancario de Chipre, en concreto sobre las necesidades del sistema bancario. Aunque Chipre no tiene mucho peso en la eurozona, el tamaño del rescate como porcentaje de la economía chipriota podría hacer necesario algún tipo de restructuración en su deuda. Por último, el resultado electoral de Italia sigue siendo incierto, incertidumbre que también generan en España las noticias de corrupción. Si estos factores acaban provocando un aumento de las tensiones financieras, la eurozona continuará en recesión también en 2013.

El desacuerdo político sobre cómo afrontar el déficit fiscal en EE.UU. representa otra fuente importante de riesgo. El fiscal cliff original se ha evitado parcialmente, pero quedan dos cuestiones pendientes: el llamado sequester y el techo de la deuda. Por un lado, las disputas sobre estas cuestiones podrían generar incertidumbre y frenar el consumo y la inversión. Por otro lado, si no se alcanzan acuerdos, el endurecimiento de la política fiscal bastaría para que la economía estadounidense volviese a registrar tasas de crecimiento débiles.

Según nuestras estimaciones, **si ambos riesgos llegasen a materializarse la economía mundial crecería cerca de un punto porcentual menos que en el escenario base, una cifra muy inferior a su media histórica.** La adecuada puesta en marcha de los acuerdos de gobernanza de la eurozona y nuevos acuerdos fiscales en EE.UU. son condiciones necesarias para una recuperación mundial sostenida.

Recuadro 2. Ajustes fiscales y crecimiento económico en Europa⁷

Uno de los temas más controvertidos durante la actual crisis económica ha sido el efecto de las políticas fiscales sobre el crecimiento económico. En los últimos meses este debate se ha visto sacudido por los resultados del análisis realizado en el *World Economic Outlook* (octubre 2012) del FMI, recientemente ampliado por Blanchard y Leigh (2013). Según estos resultados, los ajustes fiscales podrían estar teniendo un efecto contractivo sobre el PIB mayor del esperado.

Los efectos estabilizadores de las políticas fiscales sobre el nivel de producción suelen medirse a través del multiplicador fiscal, que se define como la variación del PIB en términos relativos a la variación discrecional del déficit público (gasto, G^* , menos ingresos públicos, T^*), una vez eliminada la parte cíclica debida a los estabilizadores automáticos:

$$\Delta PIB / (\Delta G^* - \Delta T^*)$$

En un interesante artículo de 2009 en el *Wall Street Journal*, Robert Barro explicaba de manera muy sencilla cómo interpretar el multiplicador fiscal. Cuando el multiplicador es igual a la unidad, si el gobierno compra un avión o construye un puente, la producción total de la economía aumenta exactamente lo suficiente como para fabricar ese avión o construir el puente sin que se reduzca la producción del resto de bienes, manteniendo inalterados el consumo y la inversión del sector privado. Si el multiplicador es mayor que la unidad, para Barro “el proceso es aún más maravilloso”: además de aumentar la producción en ese avión o puente, el PIB aumenta aun más porque lo hace el consumo y/o la inversión privados.

¿Por qué es importante que el multiplicador sea mayor o menor para el ajuste fiscal? Si el multiplicador es muy elevado, los efectos negativos de la austeridad fiscal sobre el PIB podría provocar una disminución de los ingresos superior al ahorro esperado ex-ante con el ajuste. En esa situación, la consolidación fiscal podría ser autodestructiva, por lo que algunos economistas (e.g., De Long y Summers, 2012) han llegado a defender incluso que habría que aumentar el gasto público para que el déficit disminuya.

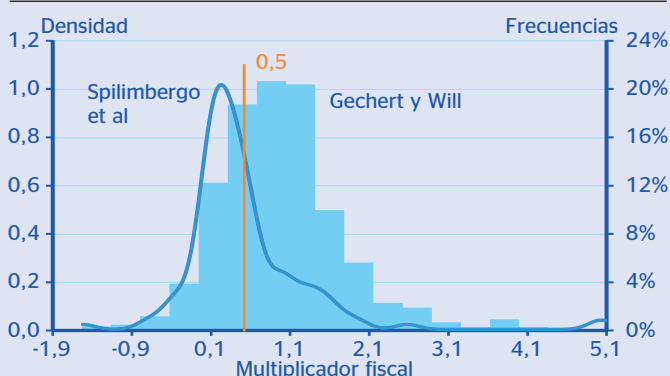
En la práctica, la evidencia empírica proporciona valores muy diversos del multiplicador fiscal por varias razones. Primero, porque es difícil aislar los efectos de las políticas de estímulo fiscal de otras perturbaciones que afectan a la economía simultáneamente. Segundo, porque el multiplicador fiscal depende de la composición del estímulo fiscal y de las características específicas de cada economía

ante determinadas situaciones que son variables en el tiempo. Ejemplos de estas características son el grado de apertura externa, el régimen del tipo de cambio, la respuesta de la política monetaria, la situación de estrés en la que se encuentren las cuentas públicas, la existencia de restricciones de crédito en el sistema financiero, el nivel de endeudamiento externo y del sector privado, el porcentaje de los agentes que consume solo en función de su renta corriente, o si la medida de estímulo a corto se anuncia simultáneamente con medidas de consolidación a largo plazo.

Como ejemplo de la diversidad existente en las estimaciones de los multiplicadores fiscales, el Gráfico 22 muestra la elevada dispersión en los valores que se recogen en dos panorámicas de la literatura. La línea del Gráfico 22 (escala izquierda) es la función de densidad de los multiplicadores que recopilan Spilimbergo, Symansky y Schindler (2009), cuyo rango va desde -1,5 hasta 5,2, con una media de 0,54. Gechert y Will (2012) analizan una muestra más amplia de 89 estudios con la que realizan un meta-análisis de 754 multiplicadores fiscales, cuya distribución de frecuencias se representa a través de las barras del Gráfico 14 (escala derecha). Estos autores concluyen que el multiplicador varía entre 2,82 (el impacto máximo de un gasto militar, en modelos neo-keynesianos de equilibrio general cuando los tipos de interés alcanzan el límite cero) y -1,3 (efecto de un aumento de transferencias en un modelo de ciclo real cuando las importaciones suponen un 50% del PIB).

Gráfico 14

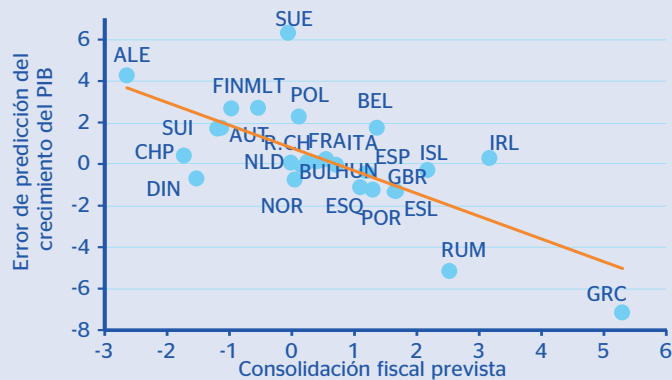
Multiplicadores fiscales: función de densidad y distribución de frecuencias de dos panorámicas



Fuente: estimación propia a partir de la panorámica de Spilimbergo, Symansky y Schindler (2009) y Gechert y Will (2012)

7: Este recuadro resume los resultados de un Observatorio Económico (Andrés y Doménech, 2013) de próxima publicación.

Gráfico 15

**Consolidación fiscal prevista y
error de predicción del crecimiento del PIB, 2010-11**

Fuente: Blanchard y Leigh (2013)

Antes de la crisis solía aceptarse como regla general un multiplicador fiscal igual a 0,5. Este ha sido el multiplicador utilizado normalmente para evaluar las consolidaciones fiscales estos años atrás (FMI, 2010). Sin embargo, los resultados de Blanchard y Leigh (2013) han cuestionado este valor al encontrar errores sistemáticos en las previsiones de crecimiento del PIB de 2010 y 2011, que estaban negativamente correlacionados con las previsiones de consolidación fiscal para esos dos años.

La evidencia se resume en el Gráfico 15, utilizando una muestra de 26 países europeos. En el eje horizontal se muestra la consolidación fiscal prevista en 2010 por el FMI para 2010 y 2011, y en el eje vertical el error de previsión en el crecimiento del PIB para esos dos años. Bajo la hipótesis de eficiencia en el uso de la información disponible, el error de previsión no debería estar correlacionado con la consolidación fiscal prevista. Sin embargo, en el Gráfico 23 el coeficiente de regresión entre ambas variables es -1,095 y es estadísticamente significativo (con un t-ratio igual a -4,85).

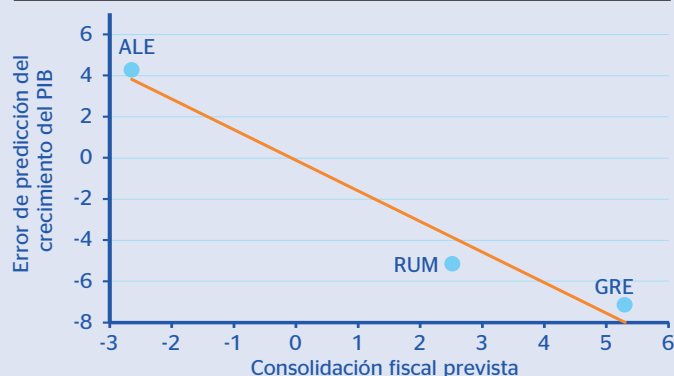
Puesto que en las previsiones del FMI para el PIB se tienen en cuenta los ajustes fiscales previstos, la conclusión que extraen Blanchard y Leigh es que los multiplicadores han sido superiores. Si en promedio el multiplicador utilizado fue 0,5, la evidencia sugiere que el multiplicador fiscal en 2010 y 2011 podría haber sido igual a 1,6 ($0,5 + 1,095$).

Aunque Blanchard y Leigh interpretan estos resultados con bastante cautela, lo cierto es que la lectura que se ha hecho de los mismos ha llevado a que una mayoría acepte que los multiplicadores fiscales son superiores a la unidad y que la política de austeridad fiscal que están llevando algunos países europeos deba cuestionarse.

¿Cuán robustos son estos resultados? En respuesta a una crítica de Giles (2012a y b), Blanchard y Leigh realizan distintas pruebas de robustez que indican que los resultados dependen de los países y periodos analizados, pero que el multiplicador fiscal es, en general, superior a la unidad y estadísticamente significativo cuando se excluye Alemania y Grecia.

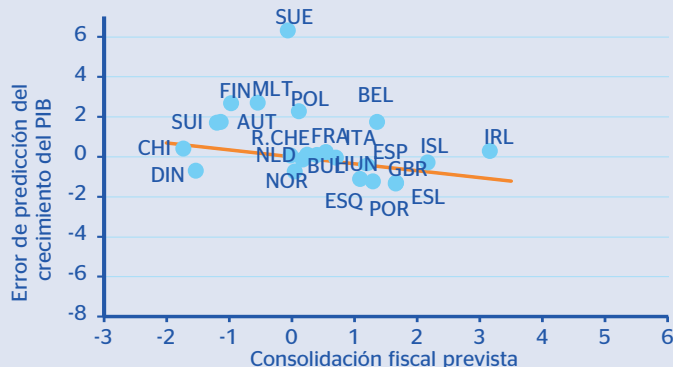
Un análisis más detallado de la evidencia que muestra el Gráfico 15 sugiere que los resultados de Blanchard y Leigh se ven muy influidos por un tercer país: Rumanía. En el Gráfico 16 se analiza la relación entre la consolidación fiscal prevista y el error de predicción en el crecimiento económico para Alemania, Grecia y Rumanía, obteniendo una relación claramente negativa (la pendiente de la recta es igual a -1,49). Por su parte el Gráfico 17 muestra la regresión para los 23 países restantes. En este caso la correlación es mucho más pequeña y ya no es estadísticamente significativa (el coeficiente de regresión disminuye a -0,347). Por lo tanto, en esta muestra de 23 países europeos, entre los que se encuentra España, no puede concluirse que el ajuste fiscal haya afectado al crecimiento de una manera más intensa de la prevista. Los mismos resultados se obtienen cuando se analizan las previsiones de la Comisión Europea, la OCDE y Euro *Intelligence Unit*. En otras palabras, los resultados que se obtienen para Alemania, Grecia y Rumania no pueden generalizarse al resto de países, y sugiere que en esos tres casos concretos es necesario realizar un análisis más detallado de las razones por las que los errores de previsión fueron tan importantes.

Gráfico 16

**Consolidación fiscal prevista y
error de predicción del crecimiento del PIB, 2010-11**

Fuente: estimación propia a partir de los datos de Blanchard y Leigh (2013)

Gráfico 17

Consolidación fiscal prevista y error de predicción del crecimiento del PIB, 2010-11

Fuente: estimación propia a partir de los datos de Blanchard y Leigh (2013)

En resumen, de los resultados anteriores y de la revisión de la abundante literatura empírica existente se extraen las siguientes conclusiones:

- el multiplicador depende del tipo de medida fiscal: la composición importa,
- el multiplicador depende de las características específicas de cada economía,
- aunque como regla general un multiplicador fiscal entre 0,5 y 1 es una aproximación aceptable, las distintas combinaciones de medidas, países y periodos hace que el multiplicador fiscal tenga un rango de variación muy amplio.

Estos resultados indican que los efectos estabilizadores de las políticas fiscales, sean de estímulo o de ajuste, ha de valorarse cuidadosamente, con un análisis coste/beneficio lo más detallado posible para cada caso concreto, en función de la economía y del momento en el que se aplican.

De igual manera que al inicio de la crisis se defendía que las políticas fiscales expansivas apropiadas deberían ser TTT (el acrónimo en inglés de *Timely, Targeted y Temporary*), ahora las políticas de ajuste y consolidación fiscal deben ser TTP: *Timely, Targeted y Permanent*. *Timely*, porque deben llevarse a cabo con un ritmo adecuado para que sean efectivas en la reducción del déficit sin perjudicar

más de lo necesario al crecimiento, y creíbles ante los mercados financieros que financian a los gobiernos. *Targeted* porque no todos los gastos (ingresos) públicos han de reducirse (aumentar) por igual, puesto que no todas las políticas de gasto son igualmente eficaces, ni tienen los mismos efectos sobre el crecimiento y sobre la distribución de sus costes entre los agentes económicos. Y *Permanent* porque la única manera de reducir el déficit fiscal estructural es mediante políticas de ajuste con efectos permanentes sobre las cuentas públicas.

Referencias

- Andrés, J. y R. Domenech (2013): "Ajustes fiscales y crecimiento económico en Europa". Observatorio Económico, BBVA Research (de próxima publicación).
- Barro, R. (2009): "Government Spending Is No Free Lunch". The Wall Street Journal. 22 de enero.
- Blanchard, O. y D. Leigh (2013): "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers". IMF Working Paper WP/13/1.
- DeLong, B. y L. H. Summers (2012): "Fiscal Policy in a Depressed Economy". Brookings Papers on Economic Activity, Spring.
- FMI (2010): *World Economic Outlook. Recovery, Risk, and Rebalancing*. Octubre.
- FMI (2012): *World Economic Outlook. Coping with High Debt and Sluggish Growth*. Octubre.
- Gechert, S. y H. Will (2012): "Fiscal Multipliers: A Meta Regression Analysis," IMF Working Paper 97-2012.
- Giles, C. (2012a): "Has the IMF proved multipliers are really large? (wonkish)". *Financial Times*, 12 de octubre.
- Giles, C. (2012b): "Robustness of IMF data scrutinized". *Financial Times*, 12 de octubre.
- Spilimbergo, A., S. Symansky y M. Schindler (2009): "Fiscal Multipliers". IMF Staff Position Note SPN/09/11.

4. Tablas

Cuadro 1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas interanuales, %)	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	2,4	1,8	2,2	1,8	2,3
UEM	1,9	1,5	-0,5	0,3	1,3
Alemania	4,0	3,1	0,9	1,0	2,0
Francia	1,6	1,7	0,0	0,4	1,5
Italia	1,8	0,6	-2,1	-0,7	0,9
España	-0,3	0,4	-1,3	-1,1	1,1
Reino Unido	1,8	0,9	0,0	1,0	1,9
América Latina *	6,2	4,3	2,8	3,5	3,7
México	5,4	3,9	3,9	3,1	3,1
Brasil	7,6	2,7	0,9	3,6	4,0
EAGLES **	8,4	6,6	5,1	5,8	6,1
Turquía	9,2	8,5	2,6	4,4	5,5
Asia-Pacífico	8,2	5,7	5,2	5,6	5,8
China	10,4	9,2	7,7	8,0	8,0
Asia (exc. China)	6,7	3,4	3,6	4,0	4,4
Mundo	5,1	3,9	3,2	3,6	4,1

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

** Brasil, Corea, China, India, Indonesia, México, Rusia, Taiwan, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 11 de febrero de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 2

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas interanuales, %)	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	1,6	3,1	2,0	2,1	2,2
UEM	1,6	2,7	2,5	1,6	1,5
Alemania	1,2	2,5	2,1	1,7	1,6
Francia	1,7	2,3	2,2	1,5	1,5
Italia	1,6	2,9	3,3	2,0	1,7
España	1,8	3,2	2,4	2,0	1,1
Reino Unido	3,3	4,5	2,8	2,5	2,0
América Latina *	6,4	8,0	7,5	8,1	8,3
México	4,2	3,4	4,1	3,5	3,7
Brasil	5,0	6,6	5,4	5,9	5,8
EAGLES **	5,3	6,0	4,2	4,4	4,5
Turquía	8,6	6,2	8,5	5,3	5,0
Asia-Pacífico	3,6	4,8	3,0	3,3	3,5
China	3,3	5,4	2,6	3,3	4,0
Asia (exc. China)	3,7	4,3	3,3	3,3	3,2
Mundo	3,8	5,2	4,1	3,9	3,9

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

** Brasil, Corea, China, India, Indonesia, México, Rusia, Taiwan, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 11 de febrero de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 3

Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,7
UEM	0,0	0,1	1,1	1,3	1,4
Alemania	6,0	5,7	5,8	5,0	4,5
Francia	-1,6	-2,0	-1,9	-1,8	-1,7
Italia	-3,5	-3,1	-1,6	-1,2	-1,1
España	-4,5	-3,5	-1,4	0,3	0,9
Reino Unido	-3,9	-1,6	-3,6	-2,8	-2,6
América Latina *	-0,7	-0,9	-1,4	-1,6	-1,6
México	-0,4	-1,0	-1,0	-1,4	-1,2
Brasil	-2,2	-2,1	-2,3	-2,6	-2,9
EAGLES**	1,5	0,8	0,4	0,4	0,6
Turquía	-6,4	-10,0	-7,5	-7,4	-7,4
Asia-Pacífico	3,3	2,0	1,2	1,3	1,7
China	4,0	2,8	2,6	2,8	3,5
Asia (exc. China)	2,0	1,5	0,3	0,2	0,5

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

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

Fecha cierre de previsiones: 11 de febrero de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4

Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público (% PIB)

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	-8,9	-8,7	-7,3	-5,9	-4,3
UEM	-6,2	-4,1	-3,0	-2,3	-1,8
Alemania	-4,1	-0,8	0,1	-0,1	0,0
Francia	-7,1	-5,2	-4,5	-3,2	-2,5
Italia	-4,3	-3,8	-2,8	-2,0	-1,7
España *	-9,7	-9,0	-7,2	-5,9	-4,6
Reino Unido	-9,6	-7,9	-5,1	-6,1	-5,2
América Latina **	-2,4	-2,3	-2,5	-2,0	-1,8
México	-3,4	-2,7	-2,6	-2,3	-2,2
Brasil	-2,5	-2,6	-2,5	-1,9	-1,7
EAGLES ***	-2,5	-1,9	-2,2	-2,0	-1,9
Turquía	-3,6	-1,4	-1,8	-1,6	-1,3
Asia-Pacífico	-3,6	-3,7	-3,6	-3,5	-3,0
China	-2,5	-1,1	-2,0	-2,0	-1,8
Asia (exc. China)	-4,5	-5,5	-4,7	-4,5	-3,8

* Sin ayudas al sector financiero

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

*** Brasil, Corea, China, India, Indonesia, México, Rusia, Taiwan, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 11 de febrero de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 5

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

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	3,2	2,8	1,8	2,0	2,6
UEM	2,8	2,6	1,6	2,0	2,9

Fecha cierre de previsiones: 11 de febrero de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 6

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio (Promedio)

Dólares (\$) por moneda nacional	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos (EUR por USD)	0,76	0,72	0,78	0,77	0,75
UEM	1,33	1,39	1,29	1,31	1,34
Reino Unido	1,55	1,60	1,59	1,52	1,53
China	6,77	6,46	6,31	6,16	6,02

Fecha cierre de previsiones: 11 de febrero de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 7

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales (Final período)

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	1,00	1,00	0,75	0,75	1,25
China	5,81	6,56	5,75	6,00	6,00

Fecha cierre de previsiones: 11 de febrero de 2013

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 de Escenarios Económicos***Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.com

Rodrigo Falbo

rodrigo.falbo@bbva.com

Jaime Martínez Martín

j.martinez.martin@bbva.com

Jorge Rodríguez-Vález

jorge.rv@bbva.com

Con la colaboración de :

Economías Desarrolladas

Rafael Doménech

r.domenech@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

apuate@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea

hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo.lopez@bbva.com

México

Carlos Serrano

carlos.serrano@bbva.com

Análisis Macro México

Carlos Serrano

carlos.serrano@bbva.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

Julián Cubero

juan.cubero@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