

Situación Global

Tercer trimestre de 2014

Unidad de Escenarios Económicos

- El crecimiento global mejorará tras el freno de la primera mitad de 2014 con aceleración en EE.UU. y el área del euro y una suave desaceleración en China.
- Escenario global complejo. El riesgo de un ajuste intenso en China es bajo y la FED mantiene anclada la volatilidad financiera, pero surgen por doquier riesgos geopolíticos.
- ¿Hacia dónde se dirige el escenario económico global? el ajuste de los balances de los agentes, aún pendiente, puede suponer un freno a la recuperación a medio plazo.

Índice

1. Recuperación global más lenta en un entorno complejo	3
2. El escenario global mejora, pero más lentamente de lo esperado	4
3. Tablas	10

Fecha de cierre: 4 de agosto de 2014

1 Recuperación global más lenta en un entorno complejo

La recuperación mundial tampoco terminó de despegar con fuerza en el primer semestre de 2014, con frenos o caídas en el crecimiento en algunas de las economías de mayor peso como China o EE.UU. Así, de acuerdo a nuestras estimaciones, el crecimiento mundial se moderó en el primer semestre de 2014 casi un punto porcentual respecto a un ritmo del 3,2% de la segunda mitad de 2013. La sorprendente, por intensa, caída del PIB de EE.UU. en el 1Q14 fue el principal causante de la ralentización que, en cualquier caso, modera pero no interrumpe **el crecimiento mundial, que seguimos pensando que irá a más hasta registrar un 3,8% el año próximo**. Los indicadores de confianza cíclica y de volatilidad financiera más recientes son consistentes con una mejora paulatina, aunque **la incertidumbre sigue sesgada a la baja** por el resurgimiento de riesgos geopolíticos y las dudas sobre el impacto global en flujos de capital y precios de activos financieros de la cercanía de la subida de tasas en EE.UU.

En lo que se refiere a las principales áreas económicas, **se mantienen las positivas perspectivas para las economías avanzadas en 2015**. La caída del PIB estadounidense en el primer trimestre de 2014 se debió principalmente a factores transitorios (mal tiempo, caída de inventarios), como refleja la información más reciente. Con todo, **la intensidad del ajuste obliga a rebajar las perspectivas de crecimiento de 2014 desde el 2,5% al 2%**. En el caso del **área del euro**, aunque se mantienen las previsiones previas de crecimiento (1,1% en 2014 y 1,9% en 2015), el **sesgo es moderadamente alcista dadas las medidas anunciadas por el BCE** en junio. El BCE trata de anclar en niveles bajos las tasas de interés, favorecer el financiamiento bancario y, a la vez, facilitar la disponibilidad de crédito para hogares y empresas. Además, al fortalecer el canal bancario de transmisión de la política monetaria, creemos que el riesgo de una mayor desinflación se ha reducido.

En lo que se refiere a **China**, se mantienen las perspectivas de una **desaceleración muy acotada, hasta el 7% en 2015** desde el 7,7% en 2013. Este movimiento estaría apoyado por herramientas de política económica tanto de demanda (mayor inversión en infraestructuras, facilitar crédito a pymes privadas) como de apertura al sector privado o de control del riesgo de la banca en la sombra. Es decir, con medidas de oferta que faciliten que aunque el crédito siga creciendo en la economía, el ajuste, cuando se produzca, sea suave. La probabilidad de éxito de estas medidas viene también apoyada por el amplio margen de maniobra disponible dado el elevado nivel de reservas, la reducida deuda pública o el control de la balanza por cuenta corriente.

Finalmente, hay que destacar las **características del escenario económico que pesan en la recuperación y en los riesgos a los que se enfrenta**. Así, coinciden: i) una elevada deuda, que no cae en las economías desarrolladas si se suman los pasivos del sector público y del sector privado; ii) un crecimiento comparativamente bajo frente a otras recuperaciones dado el nivel de estímulo de las políticas económicas; iii) una inflación más baja aun en algunas de las economías más desarrolladas; iv) unas tasas de interés en mínimos, incluso cerca del umbral de cero, lo que limita el margen de actuación de los bancos centrales, sobre todo de aquellos que ya emprendieron la expansión de su balance. **El servicio de la deuda es una pesada carga en algunas economías desarrolladas**, que limita las decisiones de gasto, y más si el canal del crédito bancario está en proceso de reparación. **El ajuste pendiente de los balances de los agentes se realizará en nuestro escenario base, el más probable, con una combinación de mayor crecimiento y algo de inflación**, apoyado en el mejor funcionamiento del sistema financiero tras las reformas emprendidas con la crisis de 2009. **Pero la aceleración de la actividad no es la única salida posible, y eso sin considerar la complicada situación geoestratégica** (Oriente Medio, Ucrania, Irak) que sin llegar a ser disruptiva puede empezar a afectar a las expectativas de los agentes.

Se podría terminar dando un **escenario global de estancamiento prolongado**, más si no se avanza en reformas que aumenten la productividad y favorezcan la inversión. Un escenario como este, sin subidas de tipos de interés tanto por la debilidad del crecimiento como por la acción de los bancos centrales de las economías avanzadas, distorsionaría la toma de decisiones de endeudamiento e inversión, la relación entre riesgo y rentabilidad esperada, lo que podría ser el embrión de desalineamientos relevantes en los precios de activos financieros. Esta situación hipotética plantearía un reto importante para la gestión de la política económica, especialmente en las economías emergentes.

2 El escenario global mejora, pero más lentamente de lo esperado

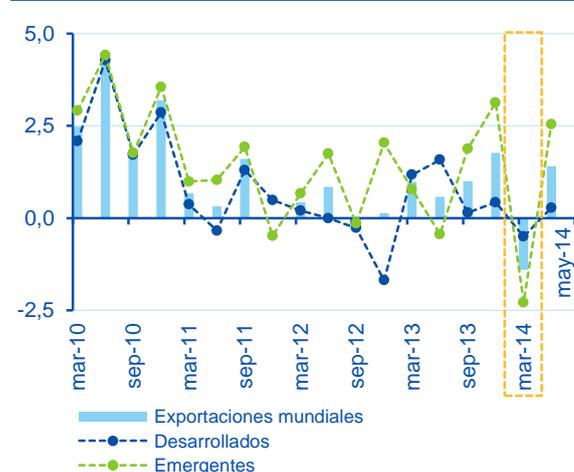
Los indicadores de coyuntura global son consistentes con un escenario favorable al crecimiento. Por un lado, las tensiones en los mercados financieros se mantienen en valores bajos de acuerdo a nuestros indicadores, tanto en mercados emergentes¹ como desarrollados (Gráfico 2.1). Por otro, la actividad industrial mundial sigue creciendo hasta mayo cerca del 3,4% anual, por encima del 3% de finales de 2013, y el comercio mundial se recupera también hasta mayo del intenso y generalizado por geografías ajuste a la baja sufrido en el primer trimestre de 2014 (Gráfico 2.2).

Gráfico 2.1
Tensiones en los mercados financieros, índice BBVA



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.1
Comercio de bienes, % trimestral



Fuente: BBVA Research

Y todo ello en un entorno global en el que **los eventos de riesgo geopolítico, aun sin ser claramente disruptivos de la actividad económica, sí que surgen por doquier**, aumentando la incertidumbre. La **valoración del impacto económico de eventos geopolíticos** es difícil no solo por la intrínseca dificultad de predecir su evolución, intensidad y ámbito de influencia. También hay que tener en cuenta los **diversos canales de actuación** de este tipo de riesgos sobre las decisiones de los agentes económicos. Desde las **expectativas futuras de gasto o ahorro** a **interrupciones efectivas de los flujos de bienes y servicios**, pasando por el **contagio financiero** a activos y geografías en principio menos directamente relacionadas con el foco de tensión. Por ahora, la volatilidad financiera se encuentra en niveles históricamente bajos, ya que **el factor que domina el comportamiento de los mercados financieros globales es la Fed**, que gestiona cuidadosamente una salida muy pausada de los excepcionales impulsos monetarios de los últimos años gracias a un ciclo económico en EE.UU. con crecimiento moderado y expectativas de inflación bien ancladas.

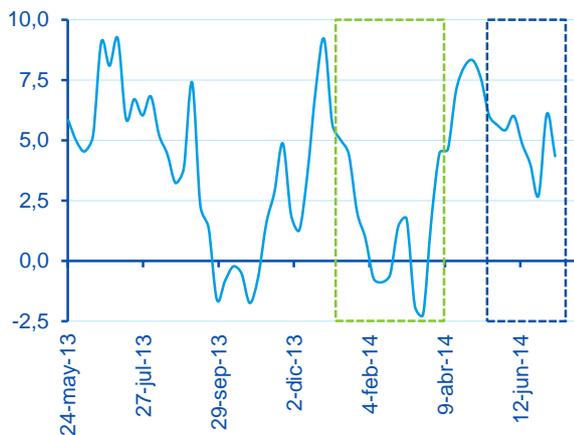
China se aleja del riesgo de brusca desaceleración, que algunos se planteaban hace pocos meses, gracias a la mejora de las exportaciones y a medidas de apoyo fiscal y monetario. La mejora de la demanda externa y el freno en la apreciación del yuan han favorecido la recuperación de las ventas al

1: El reciente repunte de la segunda quincena de julio en las tensiones financieras en mercados emergentes se circunscribe a Rusia, con gran peso en los índices.

exterior, a la vez que las autoridades han puesto en marcha la relajación de la política monetaria con recortes de los ratios de reservas bancarias que han favorecido el crédito. El control del sector bancario en la sombra y los planes de liberalización del sector bancario más regulado están favoreciendo que la mayor parte de la nueva financiación la esté proporcionando este último. Esa combinación de medidas de control y a la vez liberalización para favorecer la competencia de la banca tradicional (libertad de fijación de tasas de interés, facilitar la entrada de inversión privada, favorecer el crédito a empresas privadas frente a las del sector estatal) son las que deben permitir que el proceso de desapalancamiento se produzca de modo ordenado, sin ajustes bruscos. Finalmente, también se han tomado medidas de política fiscal, sobre todo con el aumento del gasto en infraestructuras, más dirigido que en otras ocasiones.

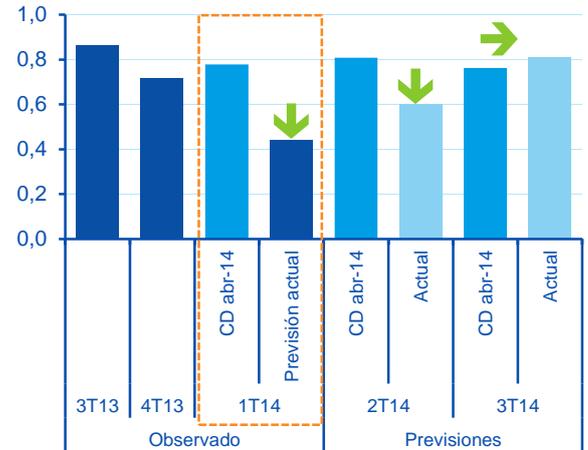
Con todo ello, **se mantienen las perspectivas de una desaceleración muy acotada, hasta el 7% en 2015 desde el 7,7% en 2013.** Este movimiento lleva además aparejado un movimiento de largo plazo de aumento del peso del gasto en consumo de los hogares frente a la inversión empresarial, a la vez que la moneda china vuelve a tomar la tendencia previa de apreciación frente al dólar. En definitiva un **rebalanceo económico con moderación del crecimiento de la deuda**, para lo cual las autoridades cuentan con el margen de maniobra que les da el elevado nivel de reservas, el control de la balanza por cuenta corriente con un ahorro privado elevado y la relativamente baja deuda pública.

Gráfico 2.3
EE.UU., Índice semanal de actividad de BBVA



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.4
PIB global, % trimestral, estimación y previsiones de BBVA Research



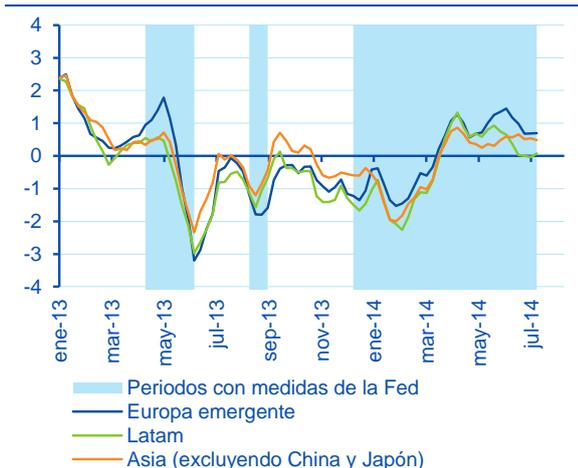
Fuente: BBVA Research

La caída del PIB estadounidense en el primer trimestre de 2014 se debió principalmente a factores transitorios, pero la intensidad del ajuste obliga a rebajar las perspectivas de crecimiento de 2014 desde el 2,5% al 2%. El descenso del PIB de EE.UU. del 2,1% trimestral a ritmo anual es de los más intensos de la serie histórica en una etapa cíclica de crecimiento. La información coyuntural más reciente (Gráfico 2.3) muestra que la economía norteamericana se ha recuperado del efecto intenso pero transitorio del mal tiempo y de una fuerte caída de la acumulación de stocks. Una muestra de la sorpresa negativa que ha supuesto el PIB del 1T14 de EE.UU. es el impacto que tiene su incorporación en nuestra estimación y previsiones de corto plazo del PIB mundial (Gráfico 2.4).

Mayor incertidumbre existe sobre las perspectivas de tensionamiento de la política monetaria de la FED y, sobre todo, del impacto global que ello tendrá en los mercados financieros. La FED dejará de ampliar su balance en octubre, iniciando entonces una etapa en la que será la llegada de nueva información sobre la fortaleza del ciclo económico y el anclaje de las perspectivas inflacionistas la que

determinará el ritmo y las medidas monetarias a tomar. En nuestro escenario más probable, será en el 3T15 cuando se produzca la primera subida de la tasa de los fondos federales, con un sesgo a que se pueda producir más cerca de mediados de año. En este escenario, la política de comunicación, la visión que vaya dando el banco central de EE.UU. sobre la situación de la economía, ganará en importancia, y con ello, también es factible un aumento de la incertidumbre en los mercados financieros globales. Si las medidas tomadas para evitar la depresión económica han sido excepcionales por su intensidad y duración, la retirada de las mismas también puede tener efectos no vistos antes, tanto en los flujos globales de capital como en los precios de los activos financieros, especialmente en el caso de las economías emergentes. Un ejemplo del impacto que pueden llegar a tener los cambios de política de la Fed, por previsible que sea que en algún momento futuro la política monetaria se va a tensionar, se dio en abril y mayo de 2013. Entonces el cambio de tono de la comunicación del banco central de EE.UU. acercando la posibilidad de una subida de tasas en el horizonte provocó una reasignación de flujos globales desde mercados emergentes (Gráfico 2.5) a desarrollados con la consiguiente volatilidad, depreciación de monedas y subidas de tasas de interés en aquellos.

Gráfico 2.5
Flujos de capital de cartera a mercados emergentes
% de activos bajo gestión, media móvil de cuatro semanas



Fuente: EPFR y BBVA Research

Gráfico 2.6
Área del euro, crecimiento económico, %



Fuente: BBVA Research

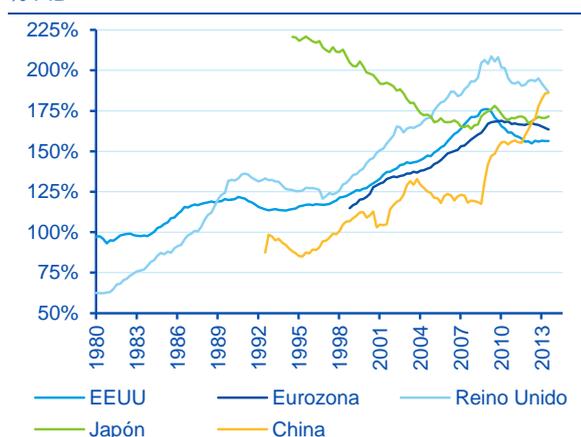
El anclaje en niveles mínimos de las tensiones financieras globales, el apoyo de las políticas de demanda domésticas y los avances en la Unión Bancaria mejoran las perspectivas del área del euro. Los indicadores de coyuntura del área del euro son consistentes con una suave recuperación del PIB, que crecería en el 2T14 cerca del 0,3% (0,2% en el 1T14), acorde con la previsión de llegar al 1,1% anual en el conjunto del año, primer crecimiento anual desde 2011. La sostenida mejora de las condiciones de acceso a los mercados financieros, especialmente para las economías más estresadas de la periferia del área, es el principal factor de soporte al crecimiento del área, a lo que se une el relajamiento de los objetivos de déficit público en el corto plazo y un entorno exterior que, con los altibajos y las incertidumbres descritas, es más positivo. Las razones últimas de este círculo virtuoso son básicamente dos. En primer lugar, la confianza generada por las decisiones tomadas por las autoridades del área para fortalecer el mercado único en el sector financiero y el apoyo de la política monetaria implementada por el BCE, yendo más allá de lo que era previsible hace pocos trimestres. El BCE trata de anclar en niveles bajos las tasas de interés, favorecer el financiamiento bancario y, a la vez, facilitar la disponibilidad de crédito para hogares y empresas. En segundo lugar está el anclaje de las tensiones financieras globales en niveles mínimos en un escenario dominado por la Fed, como se describía más arriba. A todo ello hay que añadir una **mejora de las cuentas**

públicas de las economías de la periferia del área como resultado tanto de la mejora del ciclo como de las medidas de consolidación tomadas. Además, **las reformas emprendidas en los mercados de factores productivos** de algunas economías, orientadas a favorecer una mejora de los precios relativos frente al exterior, también son un factor positivo.

Con todo, **aunque mantenemos las cifras esperadas de crecimiento en el 1,1% para 2014 y 1,9% para 2015, el sesgo de las mismas está sesgado al alza** si se considera el potencial impacto de las medidas anunciadas por el BCE. Un impacto que además también sería alcista sobre **una inflación que sigue demasiado baja**, lejos del objetivo de estabilidad de precios del BCE. La influencia al alza sobre los precios vendría tanto de la mejora cíclica como de la del funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria a través del sistema bancario y la disponibilidad de crédito.

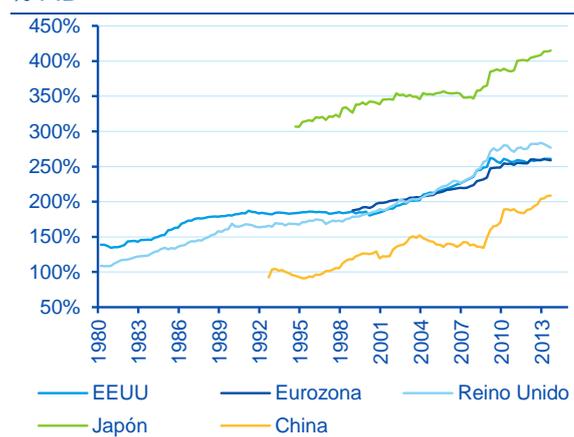
Todo ello **no elimina la existencia de un riesgo bajista** que se puede desencadenar por el **empeoramiento de la crisis de Ucrania** y los corolarios de **sanciones económicas a Rusia**, a lo que no sería ni mucho menos inmune el área del euro y en particular alguno de sus principales países.

Gráfico 2.7
Deuda del sector sector privado no financiero
% PIB



Fuente: BIS, Haver y BBVA Research

Gráfico 2.8
Deuda total (sector público y privado no financ.)
% PIB



Fuente: BIS, Haver y BBVA Research

¿Hacia dónde se dirige el escenario económico global? La mejora del balance de los agentes ha de continuar

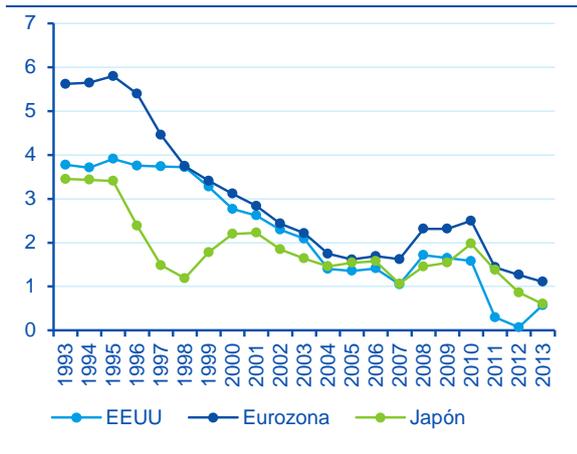
En el escenario más probable, la ralentización registrada en el crecimiento mundial en la primera parte de 2014 habrá finalizado ya. **Los indicadores de confianza cíclica y de volatilidad financiera más recientes son consistentes con una mejora paulatina, que permitiría alcanzar un crecimiento mundial en 2014 del 3,3%, tres décimas más que en 2013.** El mantenimiento de unas favorables condiciones de financiamiento global y el apoyo de las políticas económicas de demanda favorecería que el crecimiento se acelerase adicionalmente en 2015 hasta tasas cercanas al 3,8%, con aumento de la contribución de las economías más desarrolladas, que podrían poco a poco ir planteando la salida de los excepcionales estímulos de los últimos años. Por áreas, además de los reseñados crecimientos de EE.UU., China y el área del euro, en Japón se espera un mantenimiento del crecimiento del PIB ligeramente por encima del 1% en 2014 y 2015. En Latinoamérica se prevé una aceleración de la actividad hasta el 2,5% en 2015 (1,6% en 2014) gracias a las mejoras esperadas en México y en las economías andinas fundamentalmente, apoyadas en un entorno externo globalmente favorable.

La incertidumbre de este escenario base sigue sesgada a la baja por el resurgimiento de riesgos geopolíticos y las dudas sobre el impacto global en flujos de capital y precios de activos financieros de la cercanía de la subida de tasas en EE.UU. Pero **este escenario base, incluyendo sus riesgos, no es el único posible, hay escenarios alternativos al de recuperación cíclica.**

La situación en la que se encuentran las economías de mayor peso en el mundo en la actual fase de recuperación muestra algunas características novedosas que pueden estar detrás de la acotada intensidad de la mejora de la actividad y de los riesgos que enfrenta. En general, **se observa que el apalancamiento no se ha detenido en las economías más importantes.** El desapalancamiento del sector privado se está produciendo desde hace ya algún tiempo en algunos países como EE.UU., el Reino Unido o Japón a la vez que se frena el aumento de deuda en el área del euro, con situaciones diversas por países dentro de la zona monetaria (Gráfico 2.7). Sin embargo, el endeudamiento total, sumando el del sector público, sigue al alza en las economías mencionadas y también en China, donde a la vez sube intensamente la deuda del sector privado no financiero (Gráfico 2.8). En este escenario de elevada deuda, además **el ritmo de salida de la recesión parece muy moderado** en comparación histórica, y más si se considera la intensidad y duración de los apoyos de las políticas monetaria y fiscal desde 2009. En tercer lugar, **la inflación se mantiene en niveles muy bajos** y con las expectativas bien ancladas y estables, incluso por debajo de los objetivos de estabilidad de precios en algunas economías desarrolladas como la zona del euro o Japón, lo que justifica las medidas que han ido tomando los respectivos bancos centrales.

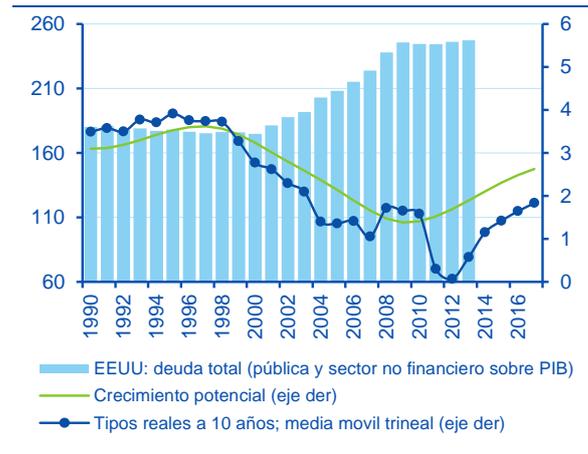
En consistencia con el moderado crecimiento e inflación anclada y con el papel dominante de los bancos centrales de las economías más desarrolladas en su apoyo al ciclo económico, las tasas de interés nominales se mantienen en mínimos históricos, tanto en el corto plazo, con las tasa monetarias en el límite del cero, y con las tasas a más largos plazos también muy bajas. **En términos reales, las tasas de interés de largo plazo de Estados Unidos, el área del euro o de Japón estaban en 2013 en mínimos de 20 años** (Gráfico 2.9), algo que es consistente a su vez con el aumento registrado por la deuda en las dos décadas pasadas.

Gráfico 2.9
Tipos de interés reales de largo plazo, %
Rendimiento nominal de bonos soberanos de largo plazo menos la inflación, media móvil de tres años



Fuente: Haver y BBVA Research

Gráfico 2.10
EE.UU.: deuda, crecimiento y tasas de interés



Fuente: BBVA Research

En síntesis, elevada deuda, bajo crecimiento y baja inflación (que dificultan el desapalancamiento del deudor), tasas de interés en mínimos y bancos centrales y autoridades fiscales con márgenes de actuación en general reducidos o al menos utilizados ya muy intensamente, suponen una combinación de factores que

no tienen por qué favorecer una “rápida” vuelta a crecimientos, tasas e inflaciones más elevadas que las actuales. El servicio de la deuda es una elevada carga sobre las decisiones de gasto y el canal crediticio está en proceso de reparación al menos en el área del euro, por lo que **el ajuste de los balances de los agentes, aún pendiente, puede terminar generando un escenario de estancamiento prolongado**, más si las reformas económicas no suponen un revulsivo sobre el crecimiento.

Un escenario como este, sin subidas de tipos de interés tanto por la falta de crecimiento como por la acción de los bancos centrales de las economías avanzadas, puede terminar distorsionando la toma de decisiones de endeudamiento e inversión, la relación entre riesgo y rentabilidad esperada, lo que puede afectar a las correctas valoraciones de los activos financieros. **Una situación de “estancamiento prolongado” plantearía un reto en la gestión de las políticas económicas**, no sólo de las economías desarrolladas, donde se registrarían los problemas de bajo crecimiento y tasas de interés reprimidas, sino también en las economías emergentes, afectadas por entradas indiscriminadas de flujos a la busca de rentabilidad.

3 Tablas

Tabla 3.1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Fin de periodo, tasa interanual, %)	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	1,8	2,8	1,9	2,0	2,5
Eurozona	1,6	-0,6	-0,4	1,1	1,9
Alemania	3,4	0,9	0,5	1,9	2,0
Francia	2,1	0,4	0,4	0,7	1,4
Italia	0,6	-2,4	-1,8	0,3	1,3
España	0,1	-1,6	-1,2	1,3	2,3
Reino Unido	1,1	0,3	1,7	2,9	2,5
América Latina *	4,1	2,6	2,4	1,6	2,5
México	3,9	3,8	1,1	2,5	3,5
Brasil	2,7	1,0	2,5	1,3	1,6
EAGLES **	7,3	5,5	5,3	5,1	5,4
Turquía	8,9	2,4	3,8	2,5	4,2
Asia-Pacífico	6,1	5,2	5,2	4,1	4,1
Japón	-0,5	1,5	1,5	1,1	1,3
China	9,3	7,7	7,7	7,2	7,0
Asia (exc. China)	3,8	3,5	3,4	1,8	2,0
Mundo	4,0	3,2	3,0	3,3	3,8

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

** Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 4 agosto 2014.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 3.2

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Promedio anual, tasa interanual, %)	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	3,1	2,1	1,5	1,9	2,2
Eurozona	2,7	2,5	1,4	0,6	1,1
Alemania	2,5	2,1	1,6	0,9	1,5
Francia	2,3	2,2	1,0	0,7	1,0
Italia	2,9	3,3	1,3	0,4	0,9
España	3,2	2,4	1,4	0,1	0,9
Reino Unido	4,5	2,8	2,6	1,7	1,7
América Latina *	8,0	7,6	8,9	12,2	10,9
México	3,4	4,1	3,8	3,9	3,5
Brasil	6,6	5,4	6,2	6,4	6,1
EAGLES **	6,5	4,9	5,2	4,8	4,8
Turquía	6,4	8,7	7,6	8,3	5,8
Asia-Pacífico	4,9	3,4	3,5	2,9	3,0
Japón	-0,3	0,0	0,4	2,2	1,5
China	5,4	2,6	2,6	2,6	3,3
Asia (exc. China)	4,6	4,0	4,2	3,1	2,7
Mundo	5,1	4,2	3,8	3,9	4,0

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

** Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 4 agosto 2014.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 3.3

Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)

(Fin de periodo)	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	-3,0	-2,8	-2,4	-2,3	-2,1
Eurozona	0,1	1,2	2,3	2,2	2,1
Alemania	5,7	7,0	7,5	6,7	7,0
Francia	-2,0	-2,3	-1,6	-1,7	-1,6
Italia	-3,1	-0,7	0,8	1,1	0,9
España	-3,7	-1,2	0,8	0,3	1,1
Reino Unido	-1,6	-4,6	-3,3	-2,8	-2,3
América Latina *	-1,0	-1,6	-2,5	-2,5	-2,3
México	-1,1	-1,3	-2,1	-1,7	-1,9
Brasil	-2,1	-2,4	-3,7	-3,7	-3,5
EAGLES **	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,3
Turquía	-9,9	-7,6	-7,0	-6,0	-6,0
Asia-Pacífico	1,4	1,1	1,5	1,9	1,9
Japón	2,0	1,0	0,7	1,5	2,0
China	1,9	2,3	2,1	2,5	2,8
Asia (exc. China)	1,0	0,3	1,1	1,4	1,2

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

** Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 4 agosto 2014.

Fuente: BBVA Research y FMI.

Tabla 3.4

Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público (% PIB)

Fin de periodo	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	-8,7	-6,8	-4,1	-3,0	-2,7
Eurozona	-4,1	-3,7	-3,0	-2,6	-2,1
Alemania	-0,8	0,2	0,0	0,0	0,0
Francia	-5,3	-4,8	-4,3	-3,8	-3,0
Italia	-3,8	-2,8	-3,0	-2,7	-2,2
España *	-9,1	-6,8	-6,6	-5,5	-4,5
Reino Unido **	-7,8	-6,3	-5,8	-5,8	-4,4
América Latina ***	-2,2	-2,3	-2,7	-3,7	-2,9
México	-2,7	-2,6	-2,3	-4,1	-3,6
Brasil	-2,6	-2,5	-3,7	-3,9	-3,4
EAGLES ****	-2,4	-2,9	-3,0	-3,4	-3,3
Turquía	-1,4	-2,1	-1,2	-2,2	-1,6
Asia-Pacífico	-3,7	-3,8	-3,6	-3,6	-3,4
Japón	-9,8	-8,7	-8,4	-8,5	-8,0
China	-1,3	-2,2	-1,9	-2,5	-2,5
Asia (exc. China)	-5,3	-5,0	-4,9	-4,3	-4,0

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

** Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 4 agosto 2014.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 3.5

Tipo de interés de la deuda pública a 10 años

Promedio anual	2011	2012	2013	2014	2015
EEUU	2,8	1,8	2,4	2,8	3,3
Alemania	2,6	1,5	1,6	1,5	2,1

Fecha de cierre de previsiones: 4 agosto 2014.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 3.6

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio

Promedio	2011	2012	2013	2014	2015
EUR-USD	0,72	0,78	0,75	0,74	0,78
USD-EUR	1,39	1,29	1,33	1,35	1,29
GBP-USD	0,62	0,63	0,64	0,60	0,59
JPY-USD	79,8	79,8	97,6	105,0	116,0
CNY-USD	6,46	6,31	6,20	6,15	6,02

Fecha de cierre de previsiones: 4 agosto 2014.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 3.7

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales

Fin de periodo	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50
Eurozona	1,10	0,75	0,25	0,15	0,15
China	6,56	6,00	6,00	6,00	6,00

Fecha de cierre de previsiones: 4 agosto 2014.

Fuente: BBVA Research y FMI

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

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

Alberto González de Aledo
alberto.gonzalezdealedo@bbva.com

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

Rodolfo Mendez Marcano
rodolfo.mendez@bbva.com

Jorge Rodríguez-Vález
jorge.rv@bbva.com

Alejandro Buesa Olavarrieta
alejandra.buesa@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech Vilariño
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso Lecourtois
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jimenez González-Anleo
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

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

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Alvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano Herrera
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz Pérez
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive Carrasco
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez Corredor
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea Flores
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López Meza
oswaldo.lopez@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero Calvo
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo Delgado
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas Sanchez-Caro
oscar.delaspenas@bbva.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