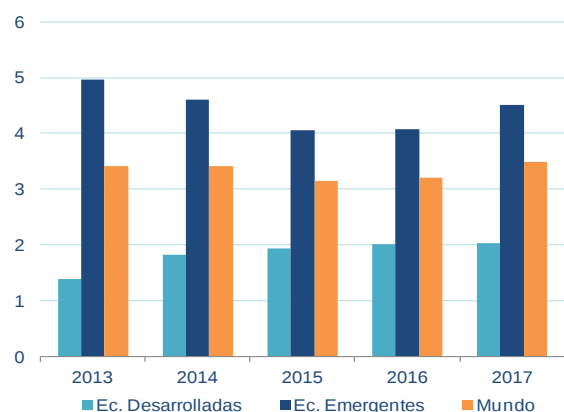


1 Unas perspectivas globales de crecimiento anémico y más frágil

La intensificación durante el último trimestre de 2015 de algunos de los factores de riesgo con un impacto global ha llevado a una nueva revisión a la baja de las previsiones de crecimiento económico mundial para este año. La transición a un patrón de crecimiento más lento en China, con reformas económicas y cambios en objetivos fundamentales como el tipo de cambio, viene acompañada de rachas de intensa volatilidad financiera y caída de los precios de las materias primas. Todos estos factores conducen a un panorama mundial mucho menos favorable para las economías que exportan materias primas, como Rusia o Brasil, pero también para las que se perciben como más vulnerables desde el punto de vista financiero.

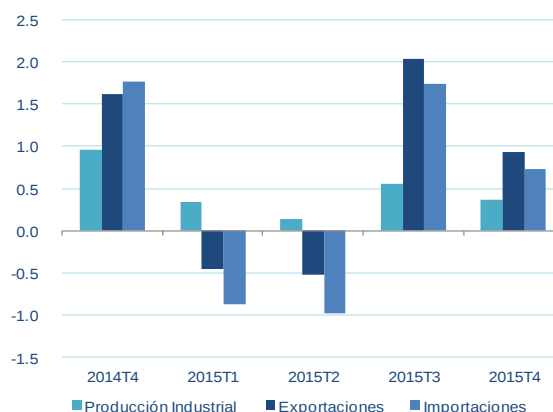
Aunque el nivel de actividad observado en la segunda mitad de 2015 es coherente con el crecimiento trimestral de 0.75% en el PIB mundial, una cifra por encima de lo observado en la primera mitad del año, los indicadores adelantados (índices de confianza) y el aumento de las tensiones financieras apuntan a que el crecimiento a comienzos de 2016 será más moderado de lo que se había previsto hace tres meses, tal como se reflejó en nuestras estimaciones sobre los primeros meses del año.¹ Si se confirma esta tendencia, el PIB mundial crecerá tan solo 3.2% en 2016, repitiendo así el avance de 2015 y posponiendo la recuperación hasta 2017, cuando deberían alcanzarse tasas de aproximadamente 3.5%. Esta tasa de crecimiento más lenta, que sigue siendo la más baja desde 2009, refleja el estancamiento de la demanda en las economías emergentes, especialmente en las economías de América Latina, que parece contraerse durante dos años consecutivos. La recuperación de las economías desarrolladas todavía es frágil y depende en gran medida del eventual impacto de la desaceleración del comercio mundial y del aumento de la inestabilidad financiera en la producción industrial, las decisiones de inversión de capital corporativo y el gasto en consumo. Con el crecimiento de EEUU en 2.5% y el de la zona euro por debajo de 2%, la tenue mejora de la actividad en el conjunto de las economías desarrolladas no será suficiente para contrarrestar los resultados relativamente malos de los mercados emergentes.

Gráfica 1
PIB mundial
(% a/a)



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfica 2
Producción industrial y comercio de bienes a nivel mundial (% tasa trimestral)



Fuente: BBVA Research y CPB

El comportamiento reciente de los mercados financieros se explica en gran parte por las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico mundial. Los indicadores de actividad siguen mostrando que los mayores grados de deterioro se

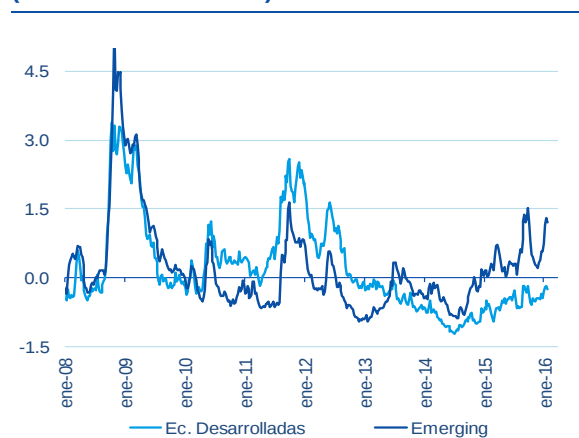
¹ Estimación en base al indicador de actividad global (GAIN) de BBVA Research. Detalles de la metodología en <http://bit.ly/1nI5R1n>

concentran en la manufactura y el comercio; en cuanto a la primera, la producción mundial creció por debajo de 2% a/a (la tasa más baja desde 2012), mientras que en el caso de las exportaciones, frenadas por la evolución de EEUU y Asia Emergente, el incremento con respecto al año anterior se ha situado por debajo de 1% (cifras hasta octubre de 2015 en ambos casos). La actividad de los servicios, que hasta ahora se habían beneficiado de la recuperación del consumo privado en las principales economías desarrolladas, también empieza a mostrar signos de menor dinamismo.

Incluso dejando el grado de desaceleración de China fuera de la ecuación, el hecho de que las principales economías emergentes se estén viendo afectadas por la persistente caída de los precios de las materias primas (solo uno cuantos importadores netos de petróleo se beneficiarán probablemente de una energía más barata) ha contribuido a aumentar la aversión al riesgo a escala global. Además, ha surgido otra fuente de incertidumbre en el yuan chino, una moneda de reserva cuyo tipo de cambio está más sujeto a las fuerzas del mercado desde el verano de 2015 y con respecto a la cual las autoridades no han podido anclar las expectativas de los mercados. En esta situación, la salida de capitales que las economías emergentes han estado sufriendo desde el inicio de 2015 compite con la observada en 2013, cuando los mercados habían anticipado que la Reserva Federal de EEUU efectuaría un aumento de las tasas de interés que al final no ocurrió. Tal como lo demuestra la persistente retirada generalizada de capital, que discrimina muy poco entre las distintas economías, la naturaleza del episodio actual es tal que podría tener consecuencias más graves para el acceso al financiamiento y para la tasa de crecimiento de aquellas economías que dependen en mayor medida del ahorro externo.

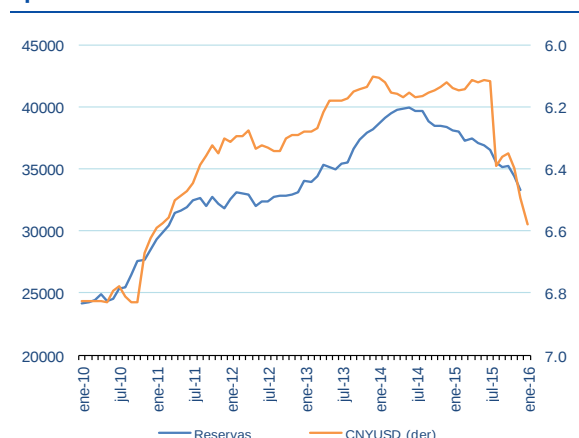
China y los países de América Latina son los que presentan mayores salidas de capital y, por consiguiente, son las economías en las que las condiciones financieras se están deteriorando más. El índice de tensiones financieras de BBVA Research para los países emergentes ha subido de nuevo a los niveles observados en el verano de 2015 (primera ola de la crisis de la bolsa de valores china), llegando a los niveles de tensión de 2011. A diferencia de entonces, la volatilidad se mantiene contenida en las economías desarrolladas, en un contexto en el que la reasignación de capital a los activos financieros con un perfil de riesgo más bajo intensifica la búsqueda de refugio en los bonos soberanos de países como Japón, EEUU y Alemania.

Gráfica 3
Índice BBVA de tensiones financieras
(valores normalizados)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfica 4
China, reservas en divisa (100 millones dólares) y
tipo de cambio



Fuente: BBVA Research y Haver

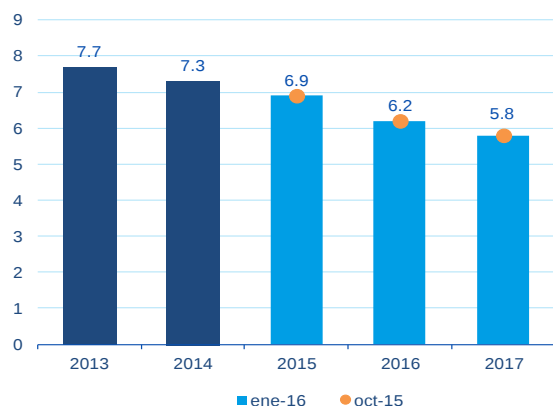
La depreciación de las divisas emergentes, que en algunos casos ha llevado sus tipos de cambio a niveles similares o incluso superiores a los observados en la crisis de 2008, es uno de los indicios más claros del castigo que sufren los mercados financieros emergentes. Además de las dudas con respecto a los efectos del ajuste económico de China sobre los canales comerciales globales y el financiamiento, los desequilibrios externos, los nuevos recrudecimientos de las tensiones geopolíticas y las limitaciones a las que se enfrentan las autoridades a la hora de manejar la

desaceleración económica sin comprometer la estabilidad financiera, van en aumento. En los casos en que la depreciación acumulada de la divisa es más intensa y duradera, las tasas de inflación comienzan a repuntar y a desviarse de los niveles establecidos por los respectivos bancos centrales como objetivos de sus políticas monetarias. El cambio de régimen en la fijación de precios del yuan constituye, sin duda, un factor de depreciación adicional para la mayoría de las divisas emergentes, en un entorno de menor demanda externa en el que un deterioro importante del comercio podría agravar la corrección de la demanda interna.

El dilema al que se enfrentan los bancos centrales de los mercados emergentes se acentúa con los riesgos que entraña la acumulación de deuda en el sector empresarial durante la pasada década, y con mayor intensidad, desde 2007. La abundancia de liquidez en los mercados de capital y la reducción de los costos financieros desencadenaron que los sectores privados de bastantes países emergentes recurrieran en mayor medida a la deuda, en muchos casos en moneda extranjera. Un incremento de los costos financieros (y los diferenciales de crédito corporativo han estado sometidos a importantes tensiones en los últimos meses) en un contexto de menores ingresos y caída de la rentabilidad empresarial, podría dificultar el pago de la deuda y conducir a una reducción más pronunciada de la inversión de capital, elevando el riesgo crediticio y poniendo en peligro la estabilidad del sistema bancario y la calificación crediticia externa del país.

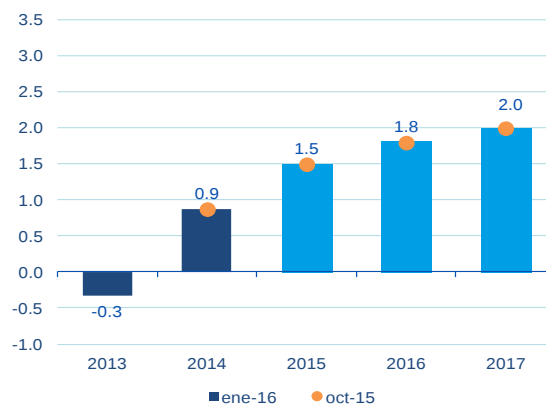
En este sentido, el enfoque de la política monetaria adoptado por los bancos centrales de las economías desarrolladas seguirá siendo de vital importancia. El inicio del proceso de normalización de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal de EEUU en diciembre de 2015 no ha llevado a ningún incremento sustancial de la volatilidad financiera, gracias a que la Fed ha asegurado repetidamente que el proceso se hará de forma gradual. La mayoría de los bancos centrales de América Latina han igualado la medida, aumentando sus tasas de interés de referencia en proporciones similares o mayores, ya que sería en sus economías donde más se notaría el efecto de la depreciación de la moneda sobre los precios al consumidor. En Europa y Asia Emergente, la gestión de la política monetaria se ha caracterizado por tasas de interés estables (en consonancia con el fortalecimiento de las medidas de estímulo por parte del BCE) o incluso por las reducciones de las tasas, como en China y la India.

Gráfica 5
China, crecimiento económico
(% a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 6
Eurozona, crecimiento económico
(% a/a)



Fuente: BBVA Research

La reciente corrección de las cifras de inflación en las economías desarrolladas como respuesta a la caída de los precios del petróleo y la nueva caída de las expectativas de precios a mediano plazo podrían cambiar una vez más la reacción de los bancos centrales; en el caso de la Fed, retrasando el próximo movimiento alcista de las tasas, en el caso del BCE y del Banco de Japón, haciendo que su estrategia monetaria sea aún más acomodaticia. Tras la ampliación temporal del programa de compra de bonos y el recorte de la tasa de interés para depósitos a -0.3% en

diciembre, a principios de este año el BCE ha insinuado que están preparados para seguir estimulando la recuperación de los precios. El Banco de Japón ha decidido seguir la estela de su contraparte europea al penalizar la tenencia de posiciones de liquidez, lo que ha llevado las tasas de interés de referencia a territorio negativo. Dado que las tasas medias de inflación de las cuatro mayores economías mundiales (EEUU, zona euro, Japón y China) están por debajo de 1% desde mediados de 2014, la política monetaria de los países desarrollados seguirá siendo muy flexible, todavía más de lo que se pronosticaba a mediados de 2015.

Sin embargo, con esta contención de los precios en un contexto de débil crecimiento de la demanda, con un endeudamiento persistentemente alto y con las tasas de interés de referencia firmemente ancladas en el límite inferior, cerca de cero en Europa y Japón, el margen de la política monetaria para reactivar el crecimiento y disipar las dudas sobre los efectos del ajuste en los mercados emergentes es muy limitado. Más aún cuando la contracción de la actividad de los mercados emergentes se debe no solo a factores cíclicos sino también a una caída secular de las fuentes fundamentales de ingresos, como la exportación de materias primas.

Al mismo tiempo, la economía mundial se enfrenta a un crecimiento limitado en 2016 (3.2%), similar al de 2015, y con un equilibrio de riesgos que muestran una tendencia negativa concentrada en el bloque emergente. La evolución de China, tanto en lo que respecta al grado de desaceleración de la actividad como al modo en que las autoridades manejen los desequilibrios financieros que existen, seguirá teniendo una influencia notable en los flujos de capital y en los precios de las materias primas en general, no solo el petróleo. El nivel de endeudamiento corporativo en los países emergentes más vulnerables a las circunstancias descritas constituye una fuente adicional de inestabilidad, en un contexto de beneficios más bajos y mayores costos de financiamiento (primas de riesgo elevadas). En combinación con estos factores, las tensiones geopolíticas de determinadas zonas del mundo y el riesgo de un escenario de crecimiento bajo e inflación baja en las principales economías desarrolladas completan las perspectivas de la economía mundial en 2016.

(Nota: para un análisis más detallado de Europa y de las economías emergentes, véase nuestro último informe [Situación Global](#)).

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, 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 publicación 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 tomados en consideración para la elaboración del presente informe. Por lo tanto, debe tomar 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 ni 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. Deben ser igualmente conscientes de que podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos o ser, en cualquier caso, limitado.

BBVA o cualquier otra entidad filial, 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 o de sus filiales 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 filial puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean contradictorias con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Se prohíbe (i) copiar, fotocopiar o duplicar de cualquier otra manera o medio, (ii) redistribuir o (iii) citar total o parcialmente el presente documento sin la previa autorización por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, distribuirse 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 pertinente.

En el Reino Unido, este documento se dirige únicamente a personas que (i) tienen experiencia profesional en asuntos relacionados con las inversiones contempladas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera), orden 2005 (en su versión enmendada, la "orden de promoción financiera"), (ii) están sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2) (a) a (d) ("empresas de alto patrimonio, asociaciones de hecho, etc.") de la orden de promoción financiera, o (iii) son personas a quienes se les puede comunicar legalmente una invitación o propuesta para participar en actividades de inversión (según el significado del artículo 21 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000). Todas esas personas en conjunto se denominarán "personas relevantes". Este documento se dirige únicamente a las personas relevantes, y no deben basarse en él ni obrar según el mismo las personas que no lo sean. Todas las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento solo están disponibles para las personas relevantes y se realizarán únicamente con personas relevantes. 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 sujeto a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sujeto al Código de conducta de BBVA para operaciones del mercado de valores que, entre otras normativas, incluye reglas para impedir y evitar el conflicto de intereses con las calificaciones ofrecidas, incluyendo el uso de barreras de información. El Código de conducta del Grupo BBVA para las operaciones del mercado de valores se encuentra disponible en la siguiente dirección Web: www.bbva.com / Corporate Governance".

BBVA, S.A. 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 BBVA Research EEUU:

Economista Jefe

Nathaniel Karp
+1 713 881 0663
nathaniel.karp@bbva.com

Kim Fraser Chase
kim.fraser@bbva.com

Shushanik Papanyan
shushanik.papanyan@bbva.com

Filip Blazheski
filip.blazheski@bbva.com

Marcial Nava
marcial.nava@bbva.com

Boyd Nash-Stacey
boyd.stacey@bbva.com

Amanda Augustine
amanda.augustine@bbva.com

Kan Chen
kan.chen@bbva.com

Formación y diseño:

Fernando Tamayo

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia Serrano

Economías Desarrolladas
Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbva.com

España
Miguel Cardoso
Miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Emergentes

**Análisis Transversal Eco.
Emergentes**
Alvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia
Le Xia
le.xia@bbva.com

México
Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Coordinación LatAm
Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Julio Pineda
Juliocesar.pineda@bbva.com

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**

Regulación Digital
Alvaro Martín

Áreas Globales

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos
Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Datos de contacto:

BBVA Research USA
2200 Post Oak Blvd.
Houston, TX 77025
Estados Unidos
Correo electrónico: researchusa@bbva.com
www.bbva.com
www.bbva.com/compass/research/
twitter.com/BBVAResearchUSA