

# Situación Global

Tercer Trimestre 2011  
Análisis Económico

- **Fuerte crecimiento mundial en perspectiva** con riesgos bajistas relacionados con las políticas.
- **Ya es hora de que se afronten las preocupaciones de solvencia en Europa.** Las medidas positivas adoptadas el 21 de julio deben ampliarse, ya que las tensiones financieras pasan a ser más sistémicas.
- **Es necesario un plan de consolidación fiscal a largo plazo en EE.UU.** La mayoría de ajustes a corto plazo no son suficientes.
- **Los problemas de recalentamiento permanecen en las economías emergentes,** aunque las dificultades recientes los han reducido.

# Índice

1. Resumen: la política se sitúa en el centro de la perspectiva global.....	3
2. Ya es hora de que se afronten las preocupaciones de solvencia en Europa.....	6
Recuadro 1: Los canales de contagio mundial en caso de un impago desordenado en Europa.....	10
3. Hacia la salida: son necesarias decisiones políticas duras .....	12
4. Desaceleración controlada en las economías emergentes.....	14
Recuadro 2: ¿Existe una burbuja inmobiliaria en China?.....	16
5. Tablas .....	17

Fecha de publicación: 3 de agosto de 2011

# 1. Resumen: la política se sitúa en el centro de la perspectiva global

## La economía mundial continuará creciendo con fuerza tras un bache en el primer semestre

La economía mundial experimentó una ligera desaceleración en la primera mitad del año, más pronunciada en EE.UU., aunque también en algunos países emergentes. No obstante, debido a que los factores que subyacen en la desaceleración son en su mayoría temporales por naturaleza (altos precios del petróleo, interrupciones en la cadena de suministro global y malas condiciones climáticas), el crecimiento mundial continuará a un ritmo sólido, al 4,2% en 2011 y al 4,4% en 2012 (Gráfico 1).

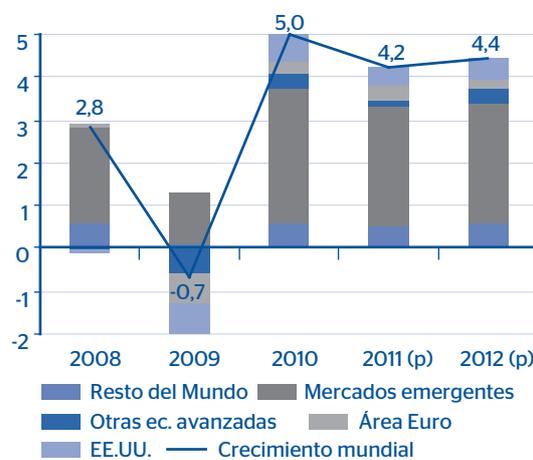
No obstante, los riesgos sobre la previsión están ahora más sesgados a la baja. Aunque la desaceleración en la actividad en EE.UU. debería ser temporal a medida que los precios del petróleo dejen de subir y las cadenas de suministro internacionales se restauren, la recuperación permanece débil y pueden producirse recaídas, como puede esperarse después de una crisis financiera con consumidores altamente apalancados. El reciente bache en EE.UU. ha servido de recordatorio de este hecho para los mercados, y puede influir en el sentimiento de los consumidores y los productores en el futuro.

Tanto en Europa como en EE.UU. las preocupaciones fiscales conllevan grandes desafíos para los responsables políticos. Debido a que los problemas de solvencia no se han afrontado en su totalidad, la crisis de deuda soberana en los países periféricos europeos se ha intensificado (Gráfico 2), con el riesgo de que pase a ser sistémica a medida que la presión del mercado se extiende más allá de Grecia, Portugal e Irlanda hacia España, Italia y, potencialmente, Bélgica. Aunque su solvencia no se ha puesto en duda, EE.UU. también afronta el desafío de un gran ajuste fiscal a corto plazo, con el riesgo de que las negociaciones políticas se conviertan solamente en soluciones a corto plazo y no en un plan de consolidación a largo plazo. Esto aumentaría las probabilidades de un repunte repentino en las rentabilidades a largo plazo en EE.UU.

Finalmente, en las economías emergentes, las preocupaciones de recalentamiento han cedido ligeramente ya que las medidas de endurecimiento continúan ralentizando gradualmente el crecimiento en Asia y Latinoamérica, aunque las políticas fiscales permanecen todavía mayoritariamente en un nivel acomodaticio, lo que concede un exceso de responsabilidad a las autoridades monetarias en un momento en que permanecen las preocupaciones sobre la apreciación de los tipos de cambio en estas economías.

Gráfico 1

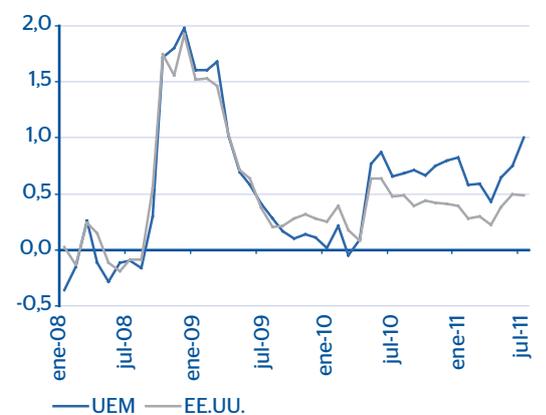
### Crecimiento del PIB global y aportaciones (%)



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2

### Índice de tensiones financieras BBVA



Fuente: BBVA Research

## Ya es hora de que se afronten las preocupaciones de solvencia en Europa, lo que requiere decisiones audaces continuadas por parte de los políticos europeos

En las últimas semanas, una nueva oleada de tensión en el mercado financiero en Europa se ha extendido a España e Italia, y, por tanto, ha aumentado las posibilidades de que la crisis pase a ser sistémica en toda Europa (con repercusiones más allá de la UE). Esta situación ha sido el resultado de un retraso en la concesión del segundo paquete de ayuda a Grecia y de la insistencia para que los tenedores de bonos privados soporten parte del coste de una nueva ayuda financiera a este país, además de la falta de una solución exhaustiva a las preocupaciones de solvencia subyacentes en Grecia. Esta falta de decisión en Grecia se ha extendido a países sin problemas de solvencia como España e Italia, y, en consecuencia, al sector financiero europeo, que ha visto cómo se ha agotado su liquidez rápidamente.

En este contexto, con tanto en juego, el Eurogrupo llegó a un acuerdo el 21 de julio para afrontar las preocupaciones de liquidez y solvencia. Respecto a la liquidez, decidió mejorar el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF), permitiendo el préstamo de forma preventiva a los países solventes con problemas -de forma similar a la Línea de Crédito Flexible del FMI- y la compra de bonos soberanos en mercados secundarios. Respecto a la solvencia, se suavizaron las condiciones de los préstamos oficiales a Grecia (y también se amplió a otros países del programa) y se llegó a un acuerdo con el sector privado para una reducción del valor presente neto de sus tenencias de deuda griega en un 21% mediante swaps de deuda y recompras.

Se han realizado ciertamente grandes -y, en algunos casos, imprevistos- avances en la dirección correcta para solucionar la crisis financiera en Europa. Sin embargo, Europa sigue teniendo problemas, y esto se ha reflejado sólo en una reducción moderada en la prima de riesgo en los países periféricos. Aparte de los detalles técnicos de los acuerdos del 21 de julio, destacan cuatro líneas de acción principales. En primer lugar, el EFSF debe ampliarse y financiarse previamente de acuerdo con su nueva capacidad para comprar bonos en los mercados secundarios y como proveedor de liquidez (incluso de forma preventiva) para países ajenos a un programa de UE/FMI. En segundo lugar, Europa debe trabajar hacia una unión fiscal más integrada, que finalice con la introducción de los Eurobonos, junto con normas fiscales y un estricto control de los presupuestos nacionales. En tercer lugar, las reformas económicas deberán seguir aplicándose de forma creíble en los países bajo un programa y deberían establecerse agendas de reformas creíbles para el resto de la UE, especialmente para aquellos países en riesgo de quedar excluidos de financiación por parte de los mercados. En cuarto lugar, las autoridades de la UE deberían decidir finalmente cómo reducirán la deuda griega a un nivel sostenible y cómo acabarán con las preocupaciones sobre su solvencia, ya sea mediante un rescate público, alcanzando un consenso con el sector privado o acordando una suspensión de pagos ordenada.

Hasta que no se adopten estas cuatro medidas, Europa se enfrentará a elevados diferenciales soberanos (no sólo en el caso de los países periféricos europeos) y a una mayor reestructuración de la deuda en el futuro. Mientras, Europa seguirá siendo objeto de "accidentes" debido a la fatiga por las reformas o a la fatiga por los rescates, lo que generaría una reestructuración de la deuda desordenada que podría tener un impacto mundial.

Por tanto, es necesario un consenso político en el que los partidos políticos y los países alcancen compromisos. Por una parte, los países periféricos deben presentar planes totalmente creíbles para reducir sus desequilibrios y realizar las reformas estructurales necesarias para aumentar su crecimiento potencial. No obstante, lo más probable es que la credibilidad sólo se logre renunciando a cierta soberanía de política económica en favor de las instituciones de la UE. A cambio de estos compromisos, los países fuertes clave de la Eurozona deberían apoyar la expansión del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF) para que actúe como un barrera de protección real para los países amenazados, ahora que se ha mejorado su funcionamiento, y promover la creación de un Eurobono, que debería incluir una reducción de la soberanía fiscal en los países que se benefician del mismo.

Este gran acuerdo entre los países clave y los países periféricos seguramente supondrá costes aunque sus beneficios serán seguramente mucho mayores y beneficiarán a todos los países de la UE: mayor estabilidad financiera y una recuperación más equilibrada y sostenible

### **La consolidación fiscal en EE.UU. también acapara la atención política**

En EE.UU., la disputa política entre los dos enfoques contrarios (y altamente polarizados) respecto a la reducción del déficit ha añadido mucha confusión, aunque hasta el momento no ha aumentado la presión del mercado sobre los tipos estadounidenses. Esta situación reflejó la creencia de que se alcanzaría una solución para aumentar el techo de la deuda y evitar así el impago. Sin embargo, un acuerdo para aumentar el techo de la deuda sin un plan para una consolidación fiscal a largo plazo no afrontará las preocupaciones de sostenibilidad a largo plazo. Para que sea sostenible y adquiera credibilidad, un plan de reducción del déficit (i) deberá tener reducciones importantes en los primeros años; (ii) deberá estar apoyado ampliamente por ambos partidos y (iii) requerirá que los Demócratas acepten recortes en las prestaciones sociales y los Republicanos estén de acuerdo en los aumentos de ingresos. Aquí, al igual que en Europa, el riesgo también recae en la tentación de retrasar la solución al problema, es decir, en posponer la solución para después de las elecciones de 2012 y aumentar así las probabilidades de un repunte en los tipos de interés a largo plazo.

### **La política también tiene la clave en la perspectiva en muchos países en Latinoamérica**

En menor grado, en Latinoamérica, muchos países también afrontan la incertidumbre derivada del transcurso futuro de la situación política. En algunos casos, procede de la debilidad percibida por algunos gobiernos al tener que hacer frente a cargos por corrupción o protestas masivas. En otros casos, es el resultado de cambios recientes en los gobiernos o la incertidumbre acerca del resultado de elecciones futuras. Aunque es cierto que el ciclo de elecciones en la región ha tenido menos influencia en el ciclo económico en la última década, es fundamental que este capital no se malgaste por grandes cambios políticos que se desvíen de las reformas económicas continuadas.

### **Las preocupaciones por el recalentamiento ceden ligeramente en muchas economías emergentes, aunque los riesgos globales y la apreciación de sus divisas pueden hacer que el endurecimiento de política sea más prudente**

Las economías emergentes siguen mostrando riesgos de recalentamiento, aunque en general han retrocedido en cierto modo ante las medidas de endurecimiento y dificultades continuadas (en Asia) a causa de los mayores precios de las materias primas y el terremoto en Japón. Es importante destacar que se redujeron los riesgos de un aterrizaje violento en China ya que el crecimiento en el segundo trimestre registró sólo una ligera desaceleración, en línea todavía con un aterrizaje suave. No obstante, la inflación en las economías emergentes es todavía una preocupación, y existe el riesgo de que los responsables políticos se queden "por detrás de la curva", en algunos casos por mantener una actitud prudente acerca del entorno mundial y en otros casos por preocuparse acerca de una excesiva apreciación de la divisa.

## 2. Ya es hora de que se afronten las preocupaciones de solvencia en Europa

### La crisis de deuda soberana empeoró desde junio y existe el riesgo de que se convierta en sistémica

Las reformas de gobernanza aprobadas por el Consejo Europeo en las reuniones de marzo sólo ofrecieron soluciones parciales a la crisis en la periferia de la UE y no permitieron una reducción de la tensión financiera. Por el contrario, esta tensión aumentó debido a la lentitud del proceso para proporcionar un segundo paquete de rescate a Grecia, lo que provocó un efecto de contagio a países más grandes de la zona euro, como España e Italia. En particular, las cumbres del Consejo de la UE del 7 y 24 de marzo diseñaron el Pacto Euro Plus para reforzar las reformas estructurales en los países europeos, acordaron nuevas medidas para reformar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento a efectos de fortalecer el control sobre el déficit público y, especialmente, de incluir la vigilancia de otros desequilibrios macroeconómicos, y establecieron la creación del Mecanismo de Estabilidad Europeo (ESM), como un fondo de estabilidad permanente para sustituir al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF) actual a partir de mediados de 2013. Sin embargo, estas medidas no redujeron las tensiones en los mercados, ya que persistió el temor de una participación privada en la reestructuración de la deuda a partir de 2013. Por una parte, el problema de solvencia de Grecia aún estaba pendiente de solución y, por otra, las declaraciones de los políticos de la UE y las medidas adoptadas en relación con el ESM dejaron claro que la intervención oficial se acompañaría de una participación del sector privado (PSI) en cualquier solución definitiva a los altos niveles de deuda en los países periféricos. Las perspectivas de un recorte aún por definir para los inversores privados a medio plazo les dejó inseguros sobre los países cuya solvencia está en duda, Grecia y, en menor medida, Portugal e Irlanda.

En los últimos dos meses la situación se agravó, ya que el desembolso del quinto tramo del programa de ayuda para Grecia, prevista para julio, estaba en duda. Dos acontecimientos contribuyeron a esto. En primer lugar, a pesar del fuerte ajuste realizado en 2010, equivalente al 8% del PIB, el mayor ajuste fiscal anual de la historia de un país europeo), Grecia había incumplido sus objetivos de ingresos fiscales, que formaban parte del examen trimestral de los avances de las reformas del país por parte de la troika. En segundo lugar, y lo más importante, el plan de rescate original de Grecia preveía su regreso a los mercados financieros para el primer trimestre de 2012, algo que, un año después del inicio del programa, se consideraba como imposible en las condiciones de mercado existentes. Debido a que las normas del FMI permiten a este organismo desembolsar la ayuda financiera sólo cuando las necesidades financieras del beneficiario están cubiertas para los siguientes 12 meses, la parte a cubrir por los mercados tuvo que sustituirse por un nuevo paquete UE/FMI, generando claramente una circularidad que era difícil de romper. Se solucionó finalmente gracias a la relativa flexibilidad por parte del FMI, que aprobó el desembolso con un compromiso de la UE para diseñar un segundo paquete de rescate para Grecia.

A finales de junio, el Parlamento griego aprobó las nuevas leyes de austeridad para cumplir con las condiciones necesarias para que la troika ofreciera un segundo paquete de ayuda. El nuevo programa incorpora un ajuste fiscal adicional de 26.000 millones de euros hasta finales de 2014, junto con un programa de privatización estimado en 50.000 millones de euros hasta 2015 (probablemente demasiado optimista en la valoración de los activos, considerando las condiciones actuales de mercado). El proceso de aprobación parlamentaria fue traumático, y las leyes se aprobaron por un pequeño margen de votos, después de fuertes tensiones, tanto en las calles como entre los partidos políticos y el gobierno de Grecia. La ausencia de un plan alternativo (cualquier plan para continuar la prestación de ayuda a Grecia estaba condicionado al ajuste) dio lugar a un fuerte contagio a otros países periféricos.

Un factor de tensión adicional durante las primeras semanas de julio fue el retraso por parte de las autoridades de la UE para aprobar el nuevo programa para Grecia, y la insistencia en la participación del sector privado en su financiación. Aunque estaba claro que la troika ofrecería los fondos necesarios, la confusión respecto a los detalles sobre el alcance de la participación del sector privado oscureció el horizonte. Estos incluían una posible calificación de impago de la deuda griega e incluso el posible desencadenante de un evento de crédito en el mercado de CDS (con el fantasma de Lehman Brothers acechando de fondo).

Además de esto, el gobierno italiano reaccionó acelerando la aprobación de medidas para reducir el déficit a cero para 2014. El hecho de que el grueso del ajuste se retrasara hasta 2013 y 2014 (después de las elecciones), junto con las incertidumbres políticas que afectaban al gobierno de coalición, no fue bien recibido por los mercados.

El resultado final fue un fuerte contagio para el resto de la periferia, incluyendo esta vez a Italia y España, lo que suponía el riesgo de una crisis sistémica en Europa. Los diferenciales de estos dos países aumentaron en julio desde un mínimo de 183 y 235 puntos básicos respectivamente hasta un máximo de 332 y 367 puntos básicos durante la tercera semana del mes (Gráfico 3). Este aumento en el riesgo soberano se propagó inmediatamente al sector financiero, que vio cómo se agotaba su liquidez rápidamente (Gráfico 4).

Gráfico 3

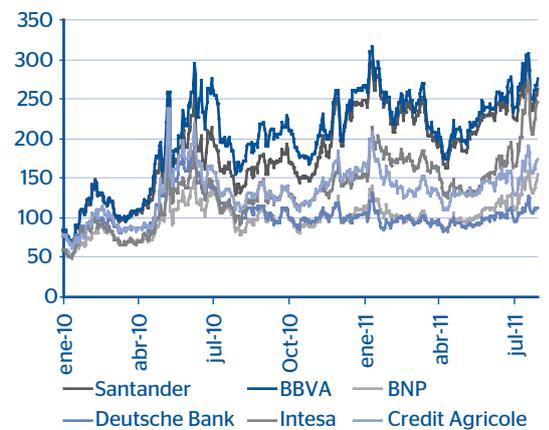
**Diferenciales de deuda soberana en Europa (p.b., respecto a los bonos alemanes a 10 años)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4

**Diferenciales CDS (5 años) para grandes bancos de la zona euro (p.b.)**



Fuente: BBVA Research

**Las medidas acordadas en la cumbre del Eurogrupo el 21 de julio suponen un gran avance en la dirección correcta**

A finales de julio, el alto nivel de tensión financiera llevó a las autoridades de la UE a complementar el segundo paquete de rescate para Grecia con una serie de medidas para hacer frente a las preocupaciones de liquidez y solvencia en algunos países de la zona euro. Las principales medidas aprobadas fueron las siguientes:

1. Un segundo paquete de rescate para Grecia, con una contribución oficial de 109.000 millones de euros y el mantenimiento de la participación del FMI.
2. Condiciones más suaves respecto a los préstamos oficiales para Grecia, Irlanda y Portugal. Los vencimientos de los préstamos se amplían a entre 15 y 30 años, y los tipos de interés estarán vinculados a los tipos de la facilidad de Balanza de Pagos del FMI, que se sitúan aproximadamente en el 3,5% en la actualidad, pero nunca por debajo del coste de financiación del EFSF. Además, hay un período de gracia de 10 años para la deuda griega de nueva emisión. Estas condiciones implican una mejora muy sustancial respecto a las condiciones actuales (vencimiento de 7,5 años y tipos de interés en torno al 5%).
3. Una flexibilización sustancial del EFSF, que será capaz de comprar bonos en los mercados secundarios (en circunstancias excepcionales y bajo el control del BCE), incluidos los de países sin un programa de la UE/FMI (por ejemplo, Italia y España). El EFSF también puede prestar de forma preventiva a los países con condicionalidad limitada, de una manera similar a la Línea de Crédito Flexible del FMI. También puede utilizarse por todos los países de la zona euro para apuntalar su sistema bancario. Por tanto, el EFSF, en principio, tendría las herramientas para actuar contra el contagio. Algunas de estas medidas habían sido rechazadas hasta entonces por Alemania y otros países europeos.

4. La participación del sector privado se articulará a través de recompras de deuda, canjes de deuda y refinanciación, con el objetivo de reducir un 21% en valor presente neto de los titulares del sector privado de la deuda griega. La participación será voluntaria, y se espera que alcance hasta un 90% de los tenedores de bonos. En general, se estima que la participación del sector privado asciende aproximadamente a 50.000 millones de euros hasta 2014 y más del doble hasta 2019. La participación del sector privado implicará casi seguro una declaración de impago selectivo de la deuda griega por parte de las agencias de calificación. El EFSF proporcionará las garantías necesarias a través de avales, para que los bancos puedan seguir descontando bonos griegos en el BCE.

Un elemento adicional e importante del comunicado es un compromiso claro para que la participación privada sólo se aplique en el caso griego, lo que proporciona una señal de que Europa considera que el resto de los países periféricos tienen en su mayoría problemas de liquidez, no problemas de solvencia.

En nuestra opinión, se trata de un acuerdo positivo, con las medidas adoptadas en la dirección correcta. El EFSF se ha mejorado más allá de lo que se esperaba (aunque se debería haber hecho ya en las cumbres de marzo) y ahora se dispone del marco legal para actuar contra el contagio a otros países. Además, las nuevas condiciones para los préstamos oficiales son mucho más favorables que antes, además de cierta reducción de la carga de la deuda de Grecia.

### **Sin embargo, los problemas de la deuda soberana no están completamente resueltos, y la UE debe tomar medidas adicionales para asegurar la adecuada resolución de las preocupaciones de liquidez y solvencia**

A pesar de estas medidas positivas, Europa no está fuera de peligro, como se refleja en una reducción sólo moderada en las primas de riesgo en los países periféricos después de la cumbre. Aparte de los detalles técnicos de los acuerdos del 21 de julio, existen todavía cuatro líneas de acción principales para cerrar algunos de los problemas sin resolver. En primer lugar, el EFSF debe ampliarse y financiarse previamente de acuerdo con su nueva capacidad para comprar bonos en los mercados secundarios y como proveedor de liquidez (incluso de forma preventiva) para países ajenos a un programa de UE/FMI. Por ejemplo, el tamaño actual del EFSF sería insuficiente para hacer frente a un ataque especulativo eventual sobre la deuda española o italiana, y no hay nada más tentador para los mercados que poner a prueba barreras preestablecidas. En segundo lugar, Europa debe trabajar hacia una unión fiscal más integrada, que finalice con la introducción de los Eurobonos -para cubrir hasta un porcentaje definido de la deuda nacional-, junto con normas fiscales y un estricto control de los presupuestos nacionales. El EFSF y su sustituto futuro a partir de 2013, el ESM, podrían constituir en algún momento la base de esta mayor integración fiscal en Europa, pero es necesario un impulso adicional por parte de las autoridades de la UE para alcanzar el siguiente paso. En tercer lugar, las reformas económicas deberán seguir aplicándose de forma creíble en los países de programa y deberían establecerse agendas de reformas creíbles para el resto de la UE, especialmente para aquellos países en riesgo de quedar excluidos de financiación por parte de los mercados. A pesar de que durante la cumbre se aprobó un plan de inversiones para los países periféricos (sin detalles sobre los fondos comprometidos) con el fin de mitigar el impacto de la consolidación fiscal en el crecimiento, el tamaño del ajuste que todavía debe realizarse por parte de los diferentes países sigue siendo muy grande. En cuarto lugar, las autoridades de la UE deberían decidir finalmente cómo situarán la deuda griega -todavía lejos de los niveles "más seguros" cercanos a un 100% del PIB- en un nivel sostenible y cómo acabarán con las preocupaciones de solvencia, ya sea mediante un rescate público, alcanzando un consenso con el sector privado o acordando una suspensión de pagos ordenada.

Hasta que no se adopten estas cuatro medidas, Europa se enfrentará a elevados diferenciales soberanos (no sólo en el caso de los países periféricos europeos) y a una mayor reestructuración de la deuda griega en el futuro. Mientras, Europa seguirá siendo objeto de "accidentes" debido a la fatiga por las reformas o a la fatiga por el rescate, en el contexto de una valoración trimestral por parte de la troika del programa griego, lo que generará una reestructuración de la deuda desordenada que podría tener un impacto mundial (véase Recuadro 1).

Por tanto, es necesario un consenso político en el que los partidos políticos y los países alcancen compromisos. Por una parte, los países periféricos deben presentar planes totalmente creíbles para reducir sus desequilibrios y realizar las reformas estructurales necesarias para aumentar

su crecimiento potencial. No obstante, lo más probable es que la credibilidad sólo se logre renunciando a cierta soberanía de política económica en favor de las instituciones de la UE. A cambio de estos compromisos, los países centrales fuertes de la Eurozona deberían apoyar un Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF) ampliado para que actúe como un barrera de protección real para los países amenazados –ahora que se ha mejorado su funcionamiento– y promover la creación de un Eurobono, que debería incluir una reducción de la soberanía fiscal en los países que se beneficien del mismo.

Este gran acuerdo entre los países centrales y los países periféricos seguramente supondrá costes aunque sus beneficios serán seguramente mucho mayores y beneficiarán a todos los países de la UE: mayor estabilidad financiera y una recuperación más equilibrada y sostenible.

### **La crisis de deuda en la periferia tendrá algún impacto en la recuperación de la zona**

Nuestro escenario de partida incorpora el supuesto de que los niveles de tensión en la zona euro tardarán tiempo en relajarse, algo que sucederá una vez que las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda en la zona comiencen a disiparse. Esto se traducirá en restricciones financieras algo superiores a las previstas hace tres meses, dando lugar a una ligera revisión de nuestras proyecciones de crecimiento para la zona euro en 2012. Sin embargo, las proyecciones para Europa ocultan un fuerte desacoplamiento en el crecimiento entre las economías clave y las economías periféricas. En este último caso, ya se ha producido parte del daño en el crecimiento a causa de unos diferenciales mayores, y esto se reflejará en un menor crecimiento previsto, principalmente en 2012.

## Recuadro 1: Los canales de contagio mundial en caso de un impago desordenado en Europa

En los últimos meses, la fragilidad del proceso de toma de decisiones en Europa, incluyendo la falta de resolución, las diferentes posturas entre los gobiernos de la UE, y un interminable proceso de toma de decisiones, ha situado a Grecia al borde de un "accidente". Grecia se enfrenta a un duro calendario de vencimientos a lo largo de los próximos años. En el caso de que la fatiga por las reformas se propague en Grecia (o, alternativamente, en caso de que la fatiga por el rescate se propague en los países europeos centrales), no es improbable que las negociaciones entre Grecia y la UE generen un impago desordenado.

En ese caso, la deuda soberana podría enfrentarse a un proceso de reestructuración sin todos los mecanismos necesarios establecidos para prevenir o reducir el alcance del contagio, es decir, i) un plan y los recursos para recapitalizar a los bancos griegos, ii) el tiempo para que los bancos europeos reconstruyan sus hojas de balance, y los planes de recapitalización para las instituciones bancarias europeas en peligro, iii) un mapa claro de las exposiciones cruzadas en otras entidades financieras derivadas de las pruebas de estrés, y iv) un plan y los recursos suficientes para proporcionar financiación externa a otros países periféricos que se enfrentan a mercados cerrados (incluyendo posiblemente a España e Italia).

Una reestructuración desordenada implicaría un fuerte aumento de los diferenciales soberanos en los países periféricos y mercados cerrados para muchos de ellos. Como consecuencia, pueden esperarse aumentos de los diferenciales interbancarios en la UEM, y más aún, algunos países vulnerables al contagio podrían enfrentarse a una crisis de liquidez derivada de la salida de los depósitos de los bancos. Una restricción de crédito puede sobrevenir en la Europa periférica, con contagio a los países centrales europeos a través de exposiciones de los bancos y el riesgo de contrapartida. Todo esto con un apoyo limitado de la política monetaria a causa de los ya muy bajos tipos de interés (solo el mantenimiento de la provisión de liquidez por el BCE).

Este escenario podría generar un efecto negativo muy fuerte sobre la actividad, y, en este sentido, la zona euro en su conjunto podría volver a caer en recesión.

Es probable que el alto impacto de este escenario tenga efectos mundiales en cadena. El contagio fuera de la zona euro se produciría a través de cuatro canales principales (Gráfico 5). En primer lugar, la reducción de la demanda externa sería muy relevante para los países cercanos a

Europa (Europa del Este, Turquía y la región MENA). En segundo lugar, el aumento de la aversión al riesgo reduce la demanda de activos de riesgo, con efectos negativos para los activos de los hogares en EE.UU. y una menor confianza en los hogares y las empresas, lo que reduce la demanda del sector privado. Al mismo tiempo, el aumento de la aversión al riesgo y la huida hacia la calidad reducirían los flujos de capital hacia las economías emergentes, con efectos significativos en aquellos países que sean más vulnerables a las reversiones de los flujos de capital o con amplios déficit por cuenta corriente (como Turquía, Brasil). En tercer lugar, tanto la menor demanda europea como la mayor aversión al riesgo reducirían los precios de las materias primas, tanto por fundamentales como por la reducción de la demanda en su condición de activo de riesgo. En cuarto lugar, la exposición al sector financiero en Europa (especialmente a los grandes bancos en los países clave) reduciría la oferta de liquidez de los fondos de inversión del mercado monetario, lo que afectaría también a instituciones estadounidenses financiadas en ese segmento del mercado. Por último, el aumento de las preocupaciones fiscales en la zona euro situaría el interés en los elevados déficit fiscales en otros lugares, cancelando parte del efecto bajista sobre la rentabilidad de los bonos estadounidenses producto de la huida hacia la calidad.

En su conjunto, Asia emergente resistiría dados sus fuertes fundamentales subyacentes y el espacio de política para compensar pérdidas de demanda externa y la reducción de la inversión privada debido a la incertidumbre, aunque algunas pocas de estas más pequeñas y más orientadas a la exportación podrían ver un crecimiento mucho más bajo. Sin embargo, en las economías desarrolladas, el margen para la respuesta de política es muy limitado para compensar los efectos negativos de un escenario de ese tipo y, por tanto, EE.UU. se enfrentaría a una fuerte desaceleración del PIB, con efectos de contagio en México, que también se desaceleraría con fuerza. Latinoamérica se verá afectada tanto por el aumento de la aversión al riesgo y por los menores precios de las materias primas, dando lugar a una desaceleración moderada del crecimiento.

En resumen, una reestructuración desordenada de la deuda en Grecia tendría efectos de contagio mundiales considerables, especialmente en las economías desarrolladas, en un momento en el que el margen para las respuestas de política está casi agotado.

Gráfico 5

**Canales de transmisión mundial de una crisis sistémica en Europa**



Fuente: BBVA Research

## 3. Hacia la salida: son necesarias decisiones políticas duras

### En EE.UU., los responsables políticos se enfrentan a decisiones duras sobre la retirada de las políticas de estímulo

Casi tres años después de la quiebra de Lehman Brothers, la recuperación de EE.UU. ha registrado un bache en los dos últimos trimestres, con datos de crecimiento muy decepcionantes. Los datos históricos de los últimos 3 años fueron revisados a la baja en los últimos días de julio. Eso incluyó una fuerte revisión a la baja del crecimiento en el primer trimestre de 2011, desde el 0,5% trimestral al 0,1%. Esta revisión, junto con una decepcionante primera estimación del crecimiento en el segundo trimestre de solo 0,3%, genera un fuerte efecto base a la baja sobre nuestras previsiones de crecimiento en 2011, que se revisan al 2,1%, desde 3,0% hace tres meses. Con los datos revisados, la caída del PIB durante la "gran recesión" ha sido del 5,1% (en lugar del 4,1% anterior) y el PIB al final del segundo trimestre de 2011 se situaba todavía por debajo del nivel del cuarto trimestre de 2007. Además, la historia sugiere que la salida de una crisis financiera es, en promedio, muy lenta, dada la necesidad de desapalancamiento del sector privado (en especial los hogares) y la prolongada debilidad del mercado de la vivienda. Por tanto, la decisión de finalizar los estímulos de política (monetaria y fiscal, especialmente) es especialmente difícil, y depende de la capacidad de predecir con exactitud si este bache es realmente temporal o no. Especialmente en el aspecto fiscal, un nuevo retraso en aplicar un plan de consolidación fiscal creíble para reducir el déficit y estabilizar la deuda pública (Gráficos 6 y 7) supone un riesgo de repunte en los tipos de interés a largo plazo debido a una reacción negativa del mercado. Pero también en el aspecto monetario, la Reserva Federal se enfrenta a una difícil decisión de equilibrio entre los factores temporales y estructurales que subyacen en la reciente debilidad de la actividad económica.

### La Reserva Federal mantendrá una actitud de esperar y ver al menos a corto plazo, antes de decidirse por un mayor estímulo o una salida hacia la normalización

La revisión de la Reserva Federal de la situación económica se centra actualmente en dos grandes temas: en primer lugar, los cambios en las expectativas de inflación de analistas y de mercado, y en segundo lugar, el desempleo estructural y las presiones salariales en un mercado laboral débil. Existe consenso en que el discurso de la Fed acerca de cómo se implementaría la salida no significa necesariamente que la cancelación de los estímulos monetarios sea inminente, especialmente después de las decepcionantes cifras de crecimiento del PIB en el primer y segundo trimestre. Según Bernanke, si los riesgos deflacionistas vuelven a aparecer, la Fed podría ofrecer una orientación más explícita sobre el tipo objetivo y el balance, realizar más compras de valores y aumentar el vencimiento medio de las posiciones de la Reserva Federal. Con todo, considerando que al menos parte del crecimiento muy decepcionante registrado en el primer semestre de 2011 se debe a factores temporales, en nuestra opinión, la Fed mantendrá una actitud de esperar y ver antes de tomar la decisión de retirar el estímulo o embarcarse en un QE3. Por tanto, no se espera ningún cambio en la política al menos durante el resto de 2011.

### El techo de la deuda de EE.UU. fue aumentado, aunque una consolidación fiscal creíble a largo plazo será más importante y más difícil de alcanzar

En EE.UU., el proceso político para alcanzar una senda sostenible para la deuda pública implica negociaciones difíciles entre dos enfoques contrarios para reducir el déficit. Al final, la consolidación fiscal deberá ser consecuencia de dos factores, una reducción de las prestaciones sociales (e inversión militar) y unos mayores ingresos fiscales. El debate político hasta que se alcance ese acuerdo sólo añadirá más incertidumbre en los mercados, especialmente si tenemos en cuenta que la discusión sobre el techo de la deuda da lugar a oportunidades para endurecer las negociaciones.

De acuerdo con el Departamento del Tesoro, los EE.UU. habrían alcanzado su capacidad de endeudamiento en algún momento de las dos primeras semanas de agosto. En cualquier caso, para esa fecha se necesitaba alcanzar un acuerdo para aumentar el límite de endeudamiento del país, de forma que el Gobierno evitase un default técnico. A medida que se acercaba la

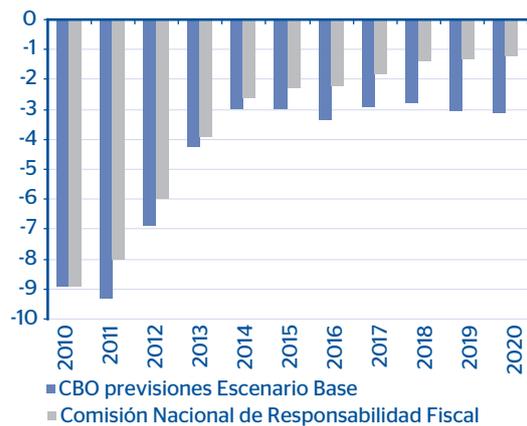
fecha límite, la reacción del mercado fue muy suave, comparada con el importante shock que representaría un impago técnico de EE.UU., reflejando la creencia de que se llegaría a una solución para aumentar el techo de deuda y se evitaría el impago.

Al final ambos partidos alcanzaron un acuerdo para elevar el límite de deuda suficientemente para aparcar el problema hasta 2013. Sin embargo, hay más dudas sobre la solución a largo plazo al actual déficit fiscal y la deuda creciente. El acuerdo supone una reducción del déficit de 2,4 billones a lo largo de la década, fundamentalmente en reducciones de gasto y una parte importante (1,5 billones) todavía por ser identificados por una comisión especial antes de noviembre o de otra forma obtenido automáticamente de prestaciones sociales. Esto está todavía por debajo de los 4 billones que Standard & Poor's sugirió que era necesario para evitar una rebaja del rating de la deuda de EE.UU., aunque parece que otras agencias de rating probablemente no considerarían tal movimiento.

Existe un consenso general que un plan para reducir el déficit en 4 billones durante la próxima década podría ser suficiente para estabilizar la ratio deuda/PIB del país y alcanzar una senda fiscal más sostenible. Pero un acuerdo de tal tamaño puede que no sea alcanzable, en tanto que demócratas y republicanos encuentran difícil acordar sobre tal estrategia de reducción de déficit por varias razones. En primer lugar, las posiciones de partida están lejos de ser similares. En segundo lugar, grupos minoritarios radicales con gran poder dentro de cada partido (muy influyentes dada la proximidad de las elecciones primarias) hacen un acuerdo muy difícil de alcanzar antes de la campaña presidencial del 2012. En tercer lugar, el débil estado de la economía hace muy difícil vender menor gasto o impuestos más altos en el corto plazo a sus electores.

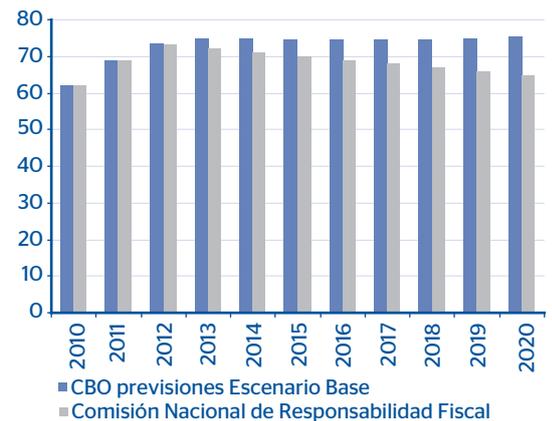
Con todo, un acuerdo para elevar el techo de deuda sin un plan creíble de consolidación fiscal a largo plazo no reducirá las preocupaciones por la sostenibilidad a largo plazo. Para ser sostenible y ganar credibilidad, un plan de reducción de déficit tendrá que ser: 1) adelantado; 2) apoyado ampliamente por ambos partidos y 3) requiere que los demócratas acepten disminuciones en prestaciones sociales y que los republicanos acepten aumentos en los ingresos. Sin embargo, ninguna de estas condiciones han sido completamente satisfechas. Aquí el riesgo reside (como en Europa) en la tentación de posponer una solución definitiva para después de las elecciones de 2012. Como consecuencia, el riesgo de "accidentes" en futuras negociaciones permanece, tanto como la probabilidad de un repunte en los tipos de interés a largo plazo.

Gráfico 6  
Déficit fiscal EE.UU. (% del PIB)



Fuente: BBVA Research y CBO

Gráfico 7  
Deuda pública EE.UU. (% del PIB)



Fuente: BBVA Research y CBO

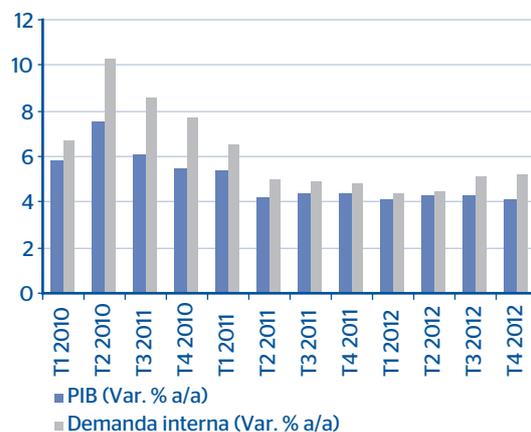
## 4. Desaceleración controlada en las economías emergentes

### Las economías emergentes en Asia y Latinoamérica se dirigen hacia un aterrizaje suave, aunque persisten las preocupaciones por el recalentamiento

En Latinoamérica, el retraso en el inicio de un ajuste de la demanda interna aumentó los temores de que las presiones inflacionistas se incrementen y de un aumento en el crecimiento de las importaciones, lo que puede poner en peligro la convergencia ordenada del crecimiento hacia el potencial. Sin embargo, los datos del primer y segundo trimestre de este año han reducido estas preocupaciones en cierto modo, ya que la demanda interna ha comenzado a desacelerarse y nuestras proyecciones apuntan a tasas de crecimiento similares al PIB a final de año (Gráfico 8).

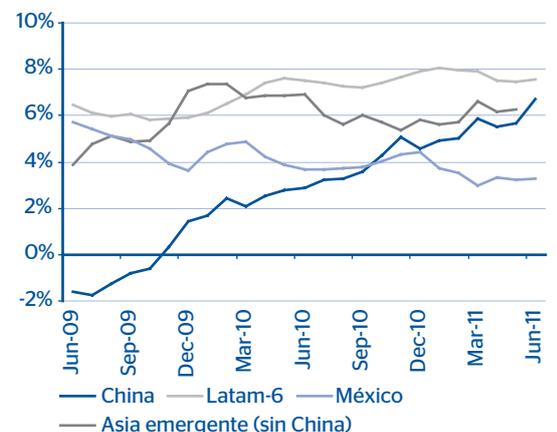
En Asia, el crecimiento también está moderándose, como se preveía, lo que queda evidenciado por los indicadores de actividad en el segundo trimestre. Esta moderación fue el resultado de las medidas de endurecimiento de la política, así como las dificultades derivadas de unos mayores precios de las materias primas y las interrupciones de suministro a causa del terremoto en Japón. En realidad, los mercados se sintieron aliviados cuando los datos mostraron que el crecimiento en China seguía siendo fuerte, incluso aunque el impulso se haya moderado debido a las medidas continuadas de endurecimiento monetario. En particular, el PIB del segundo trimestre se situó en línea con nuestra proyección de crecimiento interanual del 9,5%, retrocediendo sólo ligeramente desde el 9,7% en el primer trimestre. Otros indicadores de actividad también apoyaron nuestro escenario de un aterrizaje suave de la economía china durante el resto de 2011. En otras partes de la región, siguen apareciendo evidencias de una desaceleración. Sin embargo, esperamos que el impulso de la región se recupere en los próximos meses ante el descenso de los precios de las materias primas y a medida que las interrupciones de suministro en Japón sigan retrocediendo.

Gráfico 8  
Latinoamérica: PIB y demanda interna



Fuente: BBVA Research

Gráfico 9  
Inflación en las economías emergentes (% interanual)



Fuente: BBVA Research

Sin embargo, en ambas regiones, las preocupaciones siguen centrándose en el recalentamiento. En Latinoamérica, incluso aunque la demanda interna se ha desacelerado, la inflación sigue siendo alta en algunos países y las balanzas por cuenta corriente están bajo presión, mientras que la política fiscal en muchos países sigue siendo expansiva. En otros países como Brasil, la rigidez del mercado laboral hace que la economía sea vulnerable a posibles espirales de aumentos de precios y salarios. En Asia, la inflación sigue siendo preocupante (Gráfico 9). Pese a las señales que la inflación general podría haber tocado techo en algunas economías (como China, Indonesia, Corea y Singapur), las presiones subyacentes de precios siguen aumentando en toda la región, ya que la inflación subyacente muestra una tendencia ascendente por las presiones de la demanda interna, lo que podría llevar a las autoridades a endurecer la política monetaria aún más en los próximos meses. Por otra parte, la sobrevaloración de los precios de los activos sigue siendo una preocupación en algunos mercados, aunque la evidencia reciente sugiere, por ejemplo, que la

sobrevaloración inmobiliaria en China es sólo moderada y que el precio de la vivienda crecerá también moderadamente a corto plazo (Recuadro 2).

### **La política monetaria en las economías emergentes sigue enfrentándose a difíciles dilemas entre la inflación y la apreciación de la divisa, en una situación de alta incertidumbre sobre la economía mundial**

Dadas las continuas presiones inflacionarias en ambas regiones, esperamos que el endurecimiento monetario persista, pero a un ritmo gradual considerando la desaceleración del crecimiento y los riesgos para la perspectiva externa. Es importante destacar que algunos bancos centrales, especialmente en Latinoamérica, podrían sentir la tentación de reducir el ritmo de endurecimiento de la política monetaria si creen que existe una apreciación excesiva de sus divisas, aunque esto es menos probable en países con un régimen explícito de objetivo de inflación. Por tanto, es crucial que la política fiscal también asuma parte de la carga del endurecimiento de política, que en la actualidad recae principalmente en los bancos centrales.

No obstante, en ambas regiones existe el riesgo de que los responsables políticos se queden por "detrás de la curva", en algunos casos por mantener una actitud prudente acerca del entorno mundial y en otros casos por preocuparse acerca de una excesiva apreciación de sus divisas.

### **La incertidumbre política también condiciona la perspectiva en Latinoamérica**

Desde el último número de Situación Global se han producido varias sorpresas políticas en Latinoamérica que afectarán sin duda el rendimiento económico de estos países. En algunos casos, la incertidumbre política se deriva de los recientes cambios en el gobierno o la posibilidad de un vacío de poder. En este sentido, existen dudas sobre el grado de afinidad por la economía de mercado de las nuevas administraciones, que todavía deben disiparse por completo. En otros casos, la debilidad del gobierno es el resultado de las dificultades para alcanzar acuerdos entre los partidos o debido a las fuertes protestas políticas y sociales. Al final, estos factores de riesgo pueden contaminar la marcha de la economía con el ciclo político y generar la ralentización de la agenda de reformas.

## Recuadro 2: ¿Existe una burbuja inmobiliaria en China?

La inversión inmobiliaria se ha convertido en un determinante cada vez más importante del crecimiento del PIB y, dada la gran contribución de China al crecimiento global, se ha convertido en un factor cada vez más importante de la situación global. Ante este hecho, el sector inmobiliario de China ha generado un intenso interés, sobre todo debido a las preocupaciones por los rápidos aumentos de precios y los riesgos de sobrecalentamiento.

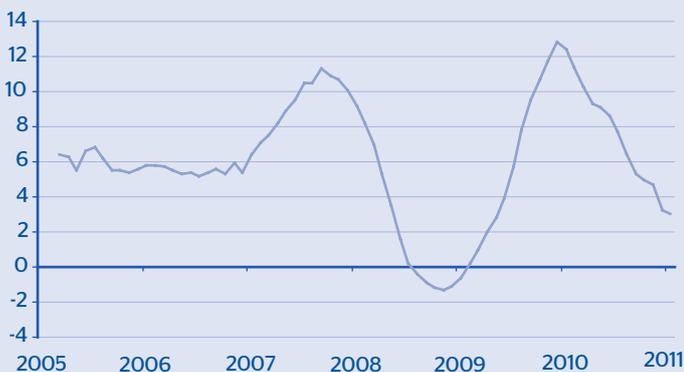
Los precios inmobiliarios en China han seguido subiendo con fuerza, impulsados por el rápido aumento del crédito y el crecimiento de la liquidez. Con el fin de evitar burbujas de precios desestabilizadoras, las autoridades han tomado medidas anticipadas para enfriar el mercado mediante la aplicación de un endurecimiento monetario y medidas macroprudenciales (restricciones de préstamo, aumento de los tipos hipotecarios y requerimientos para el pago de la entrada). Estas acciones de política se han traducido en una fuerte caída en las transacciones y en una moderación en los incrementos de los precios durante el año pasado. En particular, el ritmo de aumento de los precios de la vivienda alcanzó su punto máximo en abril de 2010, en un 13% a escala nacional en términos interanuales, antes de moderarse hasta sólo el 4% a partir de mayo de 2011 (Gráfico 10).

En opinión de muchos observadores, estos aumentos de los precios han generado riesgos de burbujas de los precios de los activos que, si no se controlan, podrían amenazar la estabilidad económica y financiera. Sin embargo, de acuerdo con nuestras estimaciones<sup>1</sup> a partir de un modelo de oferta y demanda dirigido a calcular los desajustes entre los precios reales y de equilibrio (Gráfico 11), el mercado en 2011 sólo está ligeramente sobrevalorado (7%). El grado relativamente pequeño de sobrevaloración en la actualidad sugiere que, a nivel agregado, las burbujas de los precios de la vivienda no son un problema grave (aunque pueden serlo en ciertos segmentos del mercado o en algunas ciudades). Además, el auge de los precios inmobiliarios no parece aún tan grande en comparación con algunos casos internacionales de burbujas inmobiliarias clásicas, como la experiencia de Japón en la década de 1980 o más recientemente los casos de España y EE.UU. De cara al futuro, esperamos un aumento moderado de los precios a corto plazo, así como una modesta corrección a la baja en las ciudades con grandes desajustes.

A medio plazo, sin embargo, las perspectivas para el mercado inmobiliario de China son brillantes, dado el rápido crecimiento de los ingresos, las altas tasas de urbanización y unas condiciones demográficas favorables.

Gráfico 10

### China: cambios en los precios inmobiliarios (% interanual)



Fuente: BBVA Research y CEIC

Gráfico 11

### China: precios de la vivienda observados y de equilibrio\* (índice)



\*Precios de la vivienda residencial medios en 35 ciudades grandes y medianas de China  
Fuente: CEIC y BBVA Research

1: Para más información véase el último [China Real Estate Outlook](#) de julio de 2011.

## 5. Tablas

Tabla 1

## Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 1 de agosto de 2011

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

## Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 1 de agosto de 2011

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

**Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)**

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 1 de agosto de 2011

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

**Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público (% PIB)**

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 1 de agosto de 2011

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

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

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

Fecha cierre de previsiones: 1 de agosto de 2011

Fuente: BBVA Research

Tabla 6

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

<b>Dólares (\$) por moneda nacional</b>	2008	2009	2010	2011	2012
Estados Unidos (EUR por USD)	0,68	0,72	0,76	0,71	0,75
UEM	1,47	1,39	1,33	1,40	1,34
Reino Unido	1,82	1,56	1,55	1,63	1,66
China (RMB por USD)	6,95	6,83	6,77	6,46	6,15

Fecha cierre de previsiones: 1 de agosto de 2011

Fuente: BBVA Research

Tabla 7

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

	2008	2009	2010	2011	2012
Estados Unidos	0,61	0,25	0,25	0,25	1,25
UEM	2,73	1,00	1,00	1,75	2,00
China	5,31	5,31	5,81	6,81	7,31

Fecha cierre de previsiones: 1 de agosto de 2011

Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión**, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

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

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

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

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

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

**Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Escenarios Económicos:***Chief Economist for Economic Scenarios***Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com**Rodrigo Falbo**  
rodrigo.falbo@bbva.com**Alejandro Fernández Cerezo**  
alejandro.fernandez.cerezo@bbva.com**Jaime Martínez Martín**  
j.martinez.martin@bbva.com**Jorge Rodríguez Vález**  
jorge.rv@bbva.com

Con la colaboración de:

*Europa***Miguel Jimenez**  
mjimenez@bbva.com**BBVA Research***Economista Jefe del Grupo*  
**Jorge Sicilia***Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk

China

**Daxue Wang**  
daxue.wang@bbva.com.hk

India

**Sumedh Deorukhkar**  
deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam

**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.cl

Colombia

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

Perú

**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com

México

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

Análisis Macro México

**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**  
r.domenech@bbva.com

España

**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com*Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.com

Pensiones

**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com*Áreas Globales:*

Escenarios Económicos

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

Escenarios Financieros

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

Innovación y Procesos

**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

**Javier Serna**  
Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com**Interesados dirigirse a:****BBVA Research**Paseo Castellana, 81 - 7ª planta  
28046 Madrid (España)  
Tel.: +34 91 374 60 00 y 91 537 70 00  
Fax: +34 91 374 30 25  
bbvaresearch@bbva.com  
www.bbvaresearch.com  
Depósito legal: M-31254-2000