

Situación Global

Mayo 2011
Análisis Económico

- **La economía global continúa creciendo con fuerza**, impulsada por las economías emergentes.
- **Los precios del petróleo seguirán en niveles elevados en 2011**, aunque el efecto sobre el crecimiento global podrá absorberse.
- **La presión de los precios de las materias primas sobre la inflación conllevará un mayor endurecimiento monetario a escala global**, aunque entre las economías desarrolladas este proceso se desarrolla a ritmos diferentes en EE.UU. y Europa.
- **La falta de medidas contundentes por parte de las autoridades europeas** y las preocupaciones por la solvencia soberana mantendrán elevadas las tensiones en el mercado en la zona euro.
- **Los riesgos de recalentamiento continúan en las economías emergentes**, aunque en el futuro pueden agravarse más en Sudamérica por el impulso derivado de los mayores precios de las materias primas.

Índice

1. Resumen: recuperación, shocks globales y vulnerabilidades.....	3
2. Consecuencias globales del shock de precios de las materias primas.....	6
3. Respuesta heterogénea de política monetaria	14
4. Riesgos fiscales y financieros en las economías desarrolladas.....	17
5. Riesgos de recalentamiento en las economías emergentes.....	23
6. Tablas.....	25

Fecha publicación: 10 de mayo de 2011

1. Resumen: recuperación, shocks globales y vulnerabilidades

La economía global continuará creciendo con fuerza, aunque los riesgos están sesgados a la baja

La economía global continúa creciendo a un ritmo robusto, y se mantiene la previsión de crecimiento de un 4,4% tanto en 2011 como en 2012, con el apoyo principalmente de las economías emergentes (Gráfico 1). No obstante, la amenaza de los altos precios de las materias primas (especialmente el petróleo) aumenta la incertidumbre e introduce un riesgo para el crecimiento y la inflación en la mayoría de regiones, incluso en algunas economías que pueden beneficiarse directamente de los altos precios de exportación de las materias primas. Al mismo tiempo, a medida que se desarrolla este shock global, los riesgos locales identificados en la anterior edición del Situación Global continúan más o menos sin variación. Es probable que la tensión financiera en Europa continúe, especialmente en el caso de Grecia, Portugal e Irlanda. La confusión política acerca de las propuestas para comenzar finalmente el proceso de consolidación fiscal en EE.UU. añadirá incertidumbre en los mercados, incluso aunque pensamos que al final se producirá cierta forma de ajuste fiscal. Finalmente, las presiones de recalentamiento en los mercados emergentes continúan, aunque en el futuro serán probablemente una preocupación mayor para Sudamérica por el impulso adicional derivado de los mayores precios de las materias primas.

Los altos precios del petróleo y de otras materias primas representan un riesgo global aunque deberían absorberse fácilmente sin afectar demasiado al crecimiento mundial

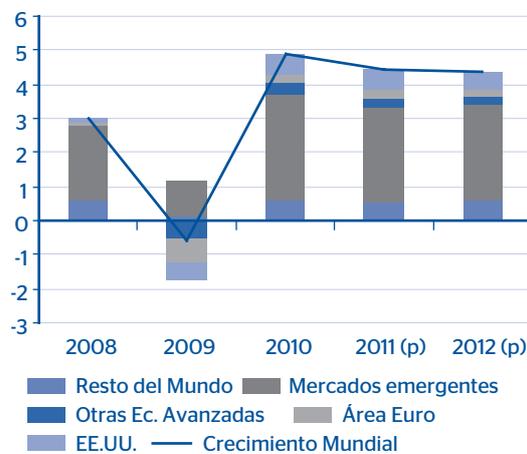
El principal riesgo de carácter global está relacionado con el aumento en los precios del petróleo, provocado desde comienzos de año por la inestabilidad política en Oriente Medio y África del Norte (MENA). Aunque la incertidumbre es alta y las protestas en la región siguen sin resolverse, en nuestra opinión, no se producirá un efecto contagio hasta el punto de interrumpir la producción de petróleo en otros productores de petróleo importantes aparte de Libia. Por tanto, la prima de riesgo geopolítico incorporada en los precios del petróleo se reducirá lenta pero gradualmente, dada la amplia capacidad de producción excedente de la OPEP y los inventarios de la OCDE, ambos por encima de sus medias de los últimos años. No obstante, los precios del petróleo seguirán en niveles altos de aproximadamente 110-120 dólares por barril durante la mayor parte de 2011, para bajar lentamente a alrededor de 100 dólares en 2012.

En este contexto, en el que el precio de otras materias primas, como los alimentos y los metales, también ha aumentado, las principales regiones afectadas (de forma negativa) serán los países desarrollados (EEUU, Europa y Japón) y la mayor parte de Asia emergente, que son los principales importadores de materias primas. Por otra parte, los principales beneficiarios de la mejora de las condiciones comerciales serán Oriente Medio y Latinoamérica, que reciclarán parte de estos ingresos extraordinarios. No obstante, un shock de esta magnitud se absorberá por la economía global sin afectar significativamente a la actividad económica. Esto, junto con unos datos de crecimiento relativamente fuertes en el primer trimestre de 2011, justifica el mantenimiento de la previsión de crecimiento relativamente inalterada en la mayoría de áreas, en comparación con nuestro informe Situación Global de febrero. La principal excepción es México y Sudamérica, donde los fuertes datos en los primeros tres meses de 2011 y los mejores términos de intercambio implican una revisión moderada al alza de nuestras previsiones de crecimiento para 2011. Por su parte, Europa continuará creciendo en mayor grado en los países centrales más que en la periferia, mientras que los riesgos para la previsión de crecimiento estadounidense cambian desde un sesgo al alza hace tres meses hacia un sesgo más equilibrado, o incluso a la baja, por los mayores precios del petróleo y el bache temporal del crecimiento en el primer trimestre.

Los altos precios del petróleo impulsarán la inflación general, adelantando los aumentos previstos de los tipos de interés por parte de los bancos centrales en la mayoría de áreas

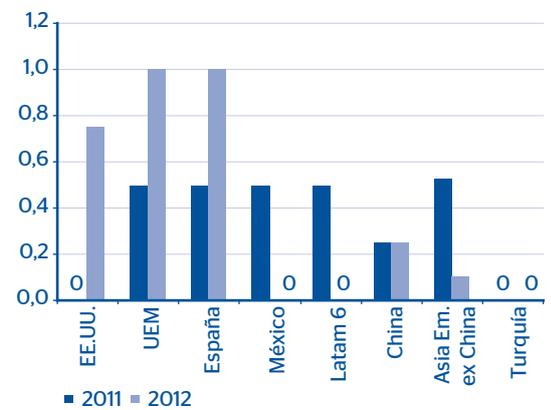
El efecto principal del shock del petróleo se sentirá en los precios. La mayor inflación en la mayoría de economías en 2011 y 2012 hará que las autoridades monetarias adelanten, y en algunos casos, adopten una senda de subidas de tipos de interés más agresiva (Gráfico 2). No obstante, sigue existiendo una amplia heterogeneidad en los enfoques de los bancos centrales frente a los riesgos derivados de los altos precios del petróleo y de otras materias primas. En particular, en EE.UU. y la zona euro, los bancos centrales están cambiando –en grados diferentes– su enfoque, desde el apoyo al crecimiento o la prevención de un escenario de riesgo de crecimiento muy bajo y deflación hacia el mantenimiento de las expectativas de inflación bajo control, particularmente considerando que la posición de política monetaria es aún muy acomodaticia. Como consecuencia, nuestra previsión adopta un sesgo hacia una mayor probabilidad de subidas anticipadas. El momento en que se producirá el primer aumento depende de la necesidad percibida de reaccionar ante los riesgos potenciales de los efectos de la segunda ronda. El enfoque alcista del BCE consiste en evitar cualquier riesgo mediante la adopción de una actitud preventiva (y de ahí su primera subida en abril), y no parece dispuesto a considerar que el aumento actual de la inflación esté relacionado con un aumento temporal del precio del petróleo. Por otra parte, la Fed, más centrada en la falta de sostenibilidad de la recuperación, prefiere esperar y actuar sólo si los riesgos se materializan. Entre estos dos enfoques, las economías emergentes parecen abiertas a subidas más adelantadas y rápidas, si fuera necesario, aunque con el objetivo también de no fomentar en exceso las entradas de capitales y la apreciación del tipo de cambio.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB global y contribuciones (%)



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2
Cambios en los tipos de interés oficiales previstos al final de año respecto a la previsión en febrero de 2011



Fuente: BBVA Research

Las tensiones financieras en los países europeos periféricos seguirán siendo elevadas dada la falta de medidas contundentes para afrontar las preocupaciones sobre la solvencia fiscal

En Europa, los acuerdos alcanzados durante las cumbres de marzo son útiles a medio plazo, tanto en términos de reformas económicas como para ayudar a prevenir crisis futuras. Además, los cambios introducidos en el EFSF/ESM son positivos para afrontar las preocupaciones sobre la liquidez. No obstante, las tensiones financieras en los tres países periféricos con apoyo internacional (Grecia, Irlanda y Portugal) continuarán siempre que persistan las dudas acerca de la solvencia de algunos países y, por tanto, el riesgo de reestructuraciones de deuda que incluyan a los inversores privados. Estas dudas persistentes continuarán perjudicando la financiación de estas economías y sosteniendo altos diferenciales soberanos, lo que podría extenderse a otros países, incluso a aquellos con altas credenciales de solvencia. Por tanto, un enfoque exhaustivo hacia la resolución de la deuda en caso de insolvencia es necesario de forma urgente, pero debe

considerar que la aplicación de una dura reestructuración de deuda que incluya recortes para los inversores privados conlleva un riesgo de contagio muy alto para el resto de Europa, de modo que deberá diseñarse con cuidado.

Por su parte, España ha sido capaz de diferenciarse frente a estos tres países periféricos, dados los avances en la consolidación fiscal y las reformas económica, incluyendo, en particular, aquellas dirigidas al sector financiero y al mercado laboral. No obstante, el mantenimiento de ese desacoplamiento y una reducción significativa en los diferenciales soberanos dependerán fundamentalmente de la finalización satisfactoria de la recapitalización del sistema financiero -con una entrada inmediata del capital privado-, del cumplimiento continuado de los objetivos de consolidación fiscal -incluyendo a los gobiernos regionales- y de continuar avanzando en las reformas, especialmente en el mercado laboral.

En EE.UU., es probable que se logre la consolidación fiscal, aunque después de un periodo prolongado de intensa negociación política

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 una reducción de gastos sociales o unos mayores ingresos fiscales. En nuestra opinión, ambas partes alcanzarán un acuerdo que generará un menor déficit y un cambio sostenible para la deuda, aunque las acaloradas negociaciones políticas hasta que se alcance el acuerdo añadirán más incertidumbre en los mercados, especialmente teniendo en cuenta que la discusión sobre el techo de deuda aporta oportunidades para endurecer las negociaciones.

El riesgo de recalentamiento persiste en las economías emergentes, aunque en el futuro, puede agravarse en Sudamérica, dado el impulso adicional derivado de un incremento de precio de las materias primas

Las economías emergentes continúan mostrando riesgos de recalentamiento, aunque con una marcada heterogeneidad. Algunos países están comenzando a afrontar estos riesgos mediante una política monetaria más restrictiva y, en algunos casos, también con endurecimiento fiscal, por ejemplo, en los importantes casos de China y Brasil. Creemos que los riesgos de recalentamiento son manejables, pero, en el futuro, pasarán a ser más pronunciados en Sudamérica, en la medida que un aumento en el precio de las materias primas representa un impulso adicional para Sudamérica pero induciría cierta ralentización en Asia emergente. Además, la posibilidad de que el efecto del terremoto en Japón sobre la actividad en ese país sea mayor a la esperada abre un escenario en el que se podría ralentizar más la actividad económica en la mayor parte de Asia, dados los amplios vínculos comerciales y las cadenas de producción integradas internacionalmente. Además, los superávits por cuenta corriente en gran parte de Asia son una protección mucho mayor para los países en la región, en comparación con Sudamérica.

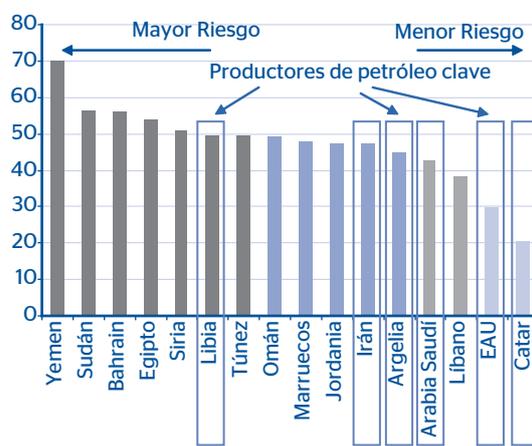
2. Consecuencias globales del shock de precios de las materias primas

La vigente inestabilidad política en la región de Oriente Medio y Norte de África (MENA, por sus siglas en inglés) es achacable a factores políticos, económicos y demográficos, que no se dan exactamente en otras regiones.

Aunque la ola de tensiones sociales que recorre la región MENA desde el pasado diciembre pilló por sorpresa a los analistas de la región, existe prácticamente consenso sobre los factores causantes. En general, la mayoría de los países de la región comparten un conjunto de factores socio-económicos y políticos que han servido de potente catalizador de las protestas. En el plano político, el principal es la existencia de regímenes autocráticos perpetuados desde hace años en el poder y poco partidarios de las libertades civiles. A esto se unen frecuentemente las circunstancias económicas, en forma de bajos niveles de calidad de vida, elevado desempleo (especialmente juvenil) o corrupción generalizada. Por último, el alto porcentaje de personas jóvenes entre la población y la falta de representatividad de los gobernantes han incrementado el alcance de las protestas.

Para contrarrestar esto, algunos gobiernos han recurrido a los fondos públicos con el fin de calmar a la oposición. Ese es el caso especialmente en algunos países exportadores de petróleo como Arabia Saudí, donde el gobierno respondió a las primeras muestras de tensiones internas con la aprobación de un generoso paquete de 35.000 millones de dólares para gastos sociales. Lógicamente, los países que no tienen la bendición de los ingresos del petróleo han tendido a transigir y buscar soluciones de compromiso, aunque no siempre ha sido así. Por tanto, el tamaño de los fondos públicos disponibles es otro dato relevante para definir el juego político que se desarrolla actualmente en el tablero de la región.

Gráfico 3
Índice BBVA de potenciales revueltas en países MENA



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4
Márgenes de seguridad en el mercado del petróleo



Fuente: BBVA Research

Las anteriores consideraciones no pretenden ofrecer un resumen exhaustivo de todos los factores determinantes de la movilización política en los países MENA, pero sí constituyen un conjunto de indicadores concretos y cuantificables que permiten evaluar la vulnerabilidad relativa de cada país a este tipo de protestas. De hecho, el gráfico 3 sintetiza esta información a través de un índice de riesgo de levantamientos populares en los países MENA. El índice pondera variables económicas (PIB per cápita, paridad del poder de compra, tasa de desempleo), indicadores relativos al gobierno (pluralidad y asunción de responsabilidades, control de la corrupción, número de años de régimen autocrático), porcentaje de la población menor de 25 años, y capacidad del gobierno para “anestesiarse” a la sociedad mediante transferencias sociales (reservas como % GDP). Por último, también tiene en cuenta si existe una corriente religiosa

sin representación en el gobierno, y cuál es el porcentaje que la comunidad excluida del poder representa en la población total. Las ponderaciones asignadas están relativamente equilibradas entre los tres tipos de variables (político, económico y social). En el índice resultante, puntuaciones mayores llevan asociadas mayores probabilidades de registrar protestas.

Es interesante notar que el índice del gráfico 3 es relativamente eficaz a la hora de identificar los países más propensos a sufrir turbulencias. Entre los países con valores más altos del índice (es decir, los de mayor riesgo) se encuentran los dos en los que los activistas han sido capaces de hacer caer al gobierno (Egipto y Túnez), y aquellos en los que la confrontación es o ha sido en algún momento más intensa (Libia, Bahrein, Yemen, Siria y Sudán en el pasado). De forma similar, los países con valores intermedios del índice (esto es, de Omán a Argelia) se caracterizan en gran medida por un nivel considerable de tensión, aunque muy inferior al de los países con mayor riesgo. Por último, en los países situados en la cola del índice (es decir, de Arabia Saudí a Qatar), las manifestaciones contra el gobierno han brillado prácticamente por su ausencia.

Otro punto importante a resaltar en el gráfico 3 es que, salvo Libia, los principales productores de petróleo de la región presentan una probabilidad entre media y baja de sufrir protestas. Países como Irán o Argelia son otros dos exportadores de energía relevantes de la región con niveles de riesgo en la parte media del índice. Por su parte, Arabia Saudí, el proveedor mundial de energía más importante, presenta niveles de riesgo más bajos.

En conjunto, existen amplias diferencias entre los países MENA en lo que respecta al riesgo de tensiones sociales. Si añadimos los factores idiosincráticos que han afectado hasta ahora el curso de los acontecimientos en cada país, difícilmente cabe afirmar la existencia de una tendencia uniforme hacia una mayor movilización social, mucho menos hacia la democratización. Cuatro meses después de que estallara la crisis, en el escenario regional que emerge se pueden distinguir dos grupos de países: por un lado, aquellos que están realizando progresos lentos pero aún titubeantes hacia un cambio significativo de régimen, y por otro, aquellos donde las perspectivas democratizadoras se ven frenadas por la rápida respuesta estatal, una participación ciudadana casi inexistente, o una combinación de ambas cosas. Actualmente, los países donde los aires democratizadores tienen más esperanzas de éxito son Túnez y Egipto. La temperatura de las tensiones sociales ha disminuido. Así, se aprecian ciertos progresos en el desmantelamiento del aparato del régimen depuesto, al tiempo que empiezan a sentarse las bases para un proceso de transición (con la creación de un gobierno provisional, la legalización de partidos políticos anteriormente prohibidos, etc.). Libia es, obviamente, uno de los puntos más problemáticos, ya que la escalada del conflicto ha acabado prácticamente con las probabilidades de una solución negociada. En Bahrein, las perspectivas de un cambio político –por medios pacíficos o de otro tipo– también se ven muy condicionadas, sobre todo después de que el gobierno declarase el estado de emergencia e instase a los demás miembros del CCG (Consejo de Cooperación del Golfo) a apoyarle en la persecución de los opositores al régimen.

El resto de países de la región se caracteriza por un grado mucho menor de movilización social, que los partidos gobernantes están tratando de neutralizar combinando, en mayor o menor medida, estrategias de “palo” y “zanahoria”. Irán y Siria están en uno de los extremos, apostando claramente por una política de represión en lugar de hacer concesiones. En cambio, los exportadores de petróleo del CCG, especialmente en el caso de Arabia Saudí, se inclinan por las concesiones económicas. No obstante, tampoco aquí cabe descartar el recurso potencial a la fuerza si las voces discrepantes suben de tono. Por último, los países con una posición fiscal más delicada (Marruecos, Jordania y Argelia en menor medida) han realizado compromisos políticos más significativos.

¿Se extenderá la revolución del jazmín a otras regiones importantes desde el punto de vista geopolítico? Lo consideramos poco probable. Algunos de los factores reseñados más arriba como los principales determinantes de las protestas en los países MENA se dan también en China, Rusia o Turquía, pero es muy difícil encontrar todos estos factores simultáneamente en un mismo lugar. En el caso de China y Rusia, por ejemplo, los bajos niveles de desempleo juvenil y la capacidad de ambas economías para canalizar fondos fiscales hacia gastos sociales desactivarían en gran medida cualquier conato de protesta. En el caso de Turquía, es poco probable que se contagie de las turbulencias dado que su entorno económico, político e institucional es completamente diferente, no en vano el país es un modelo para la región por sus instituciones democráticas, respeto de la libertad de expresión y gobierno laico y moderado. Además, en los tres casos, sus elevadas tasas de crecimiento, que parecen beneficiar a amplias capas de la población, representan un importante factor diferenciador con respecto a los países MENA, en especial con respecto a los importadores de petróleo.

Los precios del petróleo y otras materias primas se mantendrán elevados en 2011, pero deberían descender paulatinamente si otros productores de petróleo importantes de la región escapan al contagio

En este contexto de turbulencias en una de las principales regiones productoras de petróleo, los precios del crudo continuaron su tendencia alcista, superando los 120 dólares por barril en abril. Ello estuvo en parte motivado por la pérdida de la producción de Libia y el persistente clima de violencia en la región, lo que añadió una notable prima de riesgo geopolítico a los precios del petróleo. Además, la continua fortaleza de la demanda procedente de Norteamérica y Asia -que no parece haberse visto demasiado afectada por los mayores precios del crudo- y la debilidad del dólar también desempeñaron un papel en la escalada de los precios en términos nominales.

Pese a la pérdida de la producción de Libia y el continuo dinamismo de la demanda, la OPEP fue capaz de cubrir la mayoría del déficit a base de bombear más petróleo, sobre todo en Arabia Saudí. Aunque es difícil sustituir en su totalidad el petróleo de alta calidad procedente del norte de África, la capacidad productiva no utilizada en el cártel petrolero antes del estallido del conflicto estaba muy por encima de la media de los últimos cinco años (gráfico 4), y sin duda claramente por encima respecto al último máximo alcanzado por los precios del petróleo en 2008 (gráfico 5). Este margen de seguridad, junto con las elevadas existencias de la OCDE -también más altas que la media de los últimos 5 años (gráfico 4)- parecen haber moderado la respuesta del mercado ante la pérdida de la producción libia (que cubre cerca del 2,6% de la demanda mundial), de modo que los precios del petróleo se han estabilizado en torno a los 120 dólares por barril.

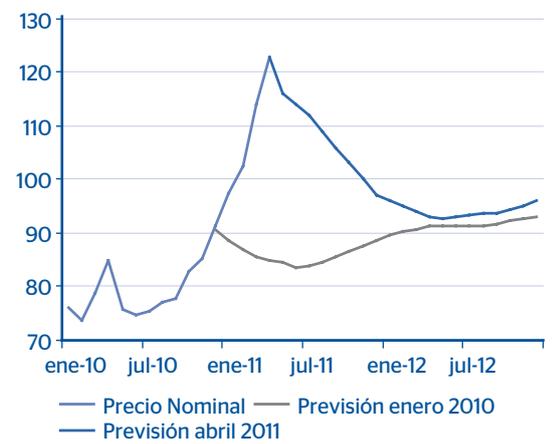
De cara al futuro, vemos una probabilidad muy baja de contagio de las protestas a otros productores clave de la región (Argelia y los países del Golfo) y esperamos que el riesgo geopolítico asociado a los precios del petróleo vaya reduciéndose gradualmente. Así pues, preveemos que los precios del petróleo se mantengan elevados durante gran parte de 2011, en torno a los 120 dólares por barril, para descender paulatinamente hacia 100 dólares en 2012, un nivel más acorde con los fundamentales de oferta y demanda, tal como se recogía en nuestra previsión de precios del petróleo de hace tres meses (gráficos 5 y 6).

Gráfico 5
Precios del petróleo, en términos nominales y reales (USD / Barril)



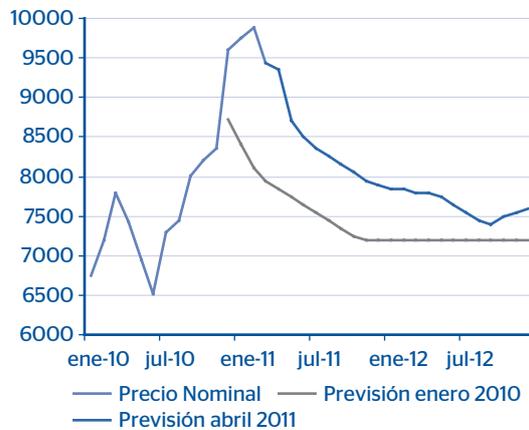
Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 6
Precios del petróleo (detalle, USD / Barril)



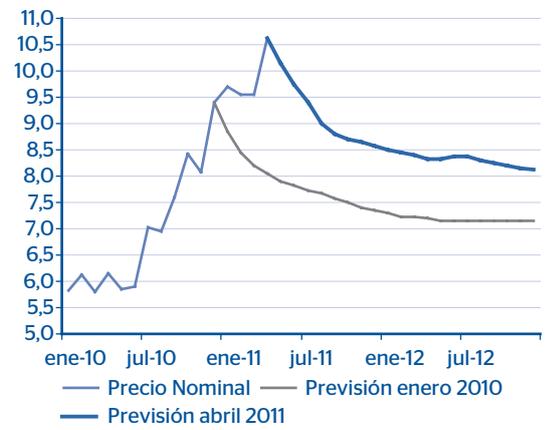
Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 7
Precios del cobre (USD/tonelada)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 8
Precios de los alimentos (índice)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Aunque de forma menos dramática que en el caso del petróleo, los precios de otras materias primas también han registrado subidas imprevistas en los tres meses transcurridos desde nuestro último número de Situación Global, pero la normalización de la oferta y la moderación de la demanda deberían traducirse en una contención de los precios de ahora en adelante. De hecho, los precios de los metales avanzaron con fuerza en el primer trimestre de 2011, impulsados en gran parte por la intensa recuperación económica de las regiones emergentes, aunque las alteraciones en la oferta causadas por los fenómenos meteorológicos también jugaron su papel. La lenta reacción de la oferta ante el aumento de la demanda hizo que los niveles de existencias disminuyesen, si bien, de cara al futuro, la prevista desaceleración del crecimiento en las economías emergentes debería atenuar la demanda de metales y contribuir a moderar los precios (gráfico 7).

Los precios de los alimentos han aumentado en torno a un 12% de media desde febrero debido a las menores existencias y al tensionamiento de la relación oferta/demanda. En el futuro, las protestas en los países MENA podrían ejercer una presión adicional si los gobiernos intensifican sus compras de cereales con el fin de garantizar el suministro en aquellos mercados fuertemente subvencionados. Con todo, la normalización de las condiciones meteorológicas debería traducirse en mejores cosechas que el año pasado y, por tanto, en una mayor producción y menores precios de los alimentos (gráfico 8)

Dada la incertidumbre en torno a la situación geopolítica en los países MENA, las previsiones sobre los precios de las materias primas están plagadas de dudas. En el caso del petróleo, existe una leve pero no insignificante probabilidad de que las protestas se extiendan a otro productor clave. Aunque debería haber suficiente capacidad productiva sin utilizar en la OPEP para suplir la producción perdida, el menor margen de seguridad resultante y la posibilidad de una reacción en cadena en la región podrían empujar los precios del petróleo hasta los máximos alcanzados en 2008 (cerca de 140 dólares por barril) y mantenerlos ahí durante un plazo bastante largo. En este escenario, los precios de los metales sufrirían seguramente el impacto provocado sobre el crecimiento mundial, y los precios de los alimentos también se verían afectados, salvo aquellos que se benefician de una mayor demanda para producción de biocombustibles (como el maíz).

El efecto en la actividad de un encarecimiento de las materias primas será heterogéneo entre regiones, pero, en conjunto, la economía mundial será capaz de absorberlo sin demasiadas consecuencias en términos de crecimiento.

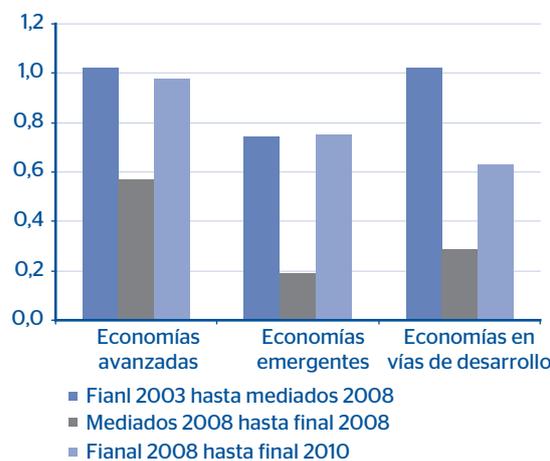
En este escenario de mayores precios de las materias primas, se producirá un aumento de transferencias netas de renta desde los países importadores de materias primas hacia los exportadores. En concreto, Estados Unidos, Europa, Japón y la mayoría de los países emergentes de Asia tendrán que transferir 500.000 millones de dólares adicionales en 2011 (comparado con 2010) a los exportadores de materias primas (especialmente Oriente Medio y, en menor medida, Latinoamérica). En términos cuantitativos, supondría transferir aproximadamente un 1% del PIB de los países desarrollados (G3) y Asia emergente a los exportadores de materias primas (para más detalles, véase Recuadro 1).

No obstante, un shock de esta magnitud será absorbido por la economía global sin que la actividad económica se vea afectada significativamente. Un ejercicio de cuantificación de dicho efecto para la economía tanto de Estados Unidos como de la UEM se detalla en el Recuadro 2, y de él se desprende un efecto relativamente pequeño en la actividad. El efecto relativamente contenido en las economías emergentes, pese a que su PIB presenta una mayor intensidad relativa de petróleo, puede explicarse en parte por el menor traslado de los precios internacionales a los precios domésticos de los hidrocarburos. Como se aprecia en el gráfico 9, durante el anterior ciclo de subidas de precios del petróleo, ocurrido entre 2003 y 2008, las economías emergentes sólo registraron una traslación a precios internos de alrededor de tres cuartas partes del aumento de los precios internacionales del petróleo, comparado con el 100% de traslación en las economías avanzadas. Este menor grado de traslación en las economías emergentes ha vuelto a repetirse desde que se iniciara el actual repunte de los precios a finales de 2008, y es producto del uso activo de subvenciones para mitigar las fluctuaciones de los precios internos. No obstante, los costes fiscales que lleva implícitos esta política harán que sólo aquellas economías con un amplio margen fiscal sean capaces de sostenerlos.

Por tanto, no hay cambios sustanciales en nuestras previsiones de crecimiento respecto a las expuestas en nuestro último número de Situación Global de febrero, ya que, en la mayoría de los casos, los fuertes resultados del primer trimestre están contrarrestando los mayores precios del petróleo. La principal excepción es México y Sudamérica, donde una revisión al alza moderada de las previsiones de crecimiento está justificada dado el buen rendimiento del primer trimestre y los ingresos sobrevenidos por los mayores precios de las materias primas (gráfico 10), que han despejado algunos cuellos de botella existentes en Argentina y Venezuela.

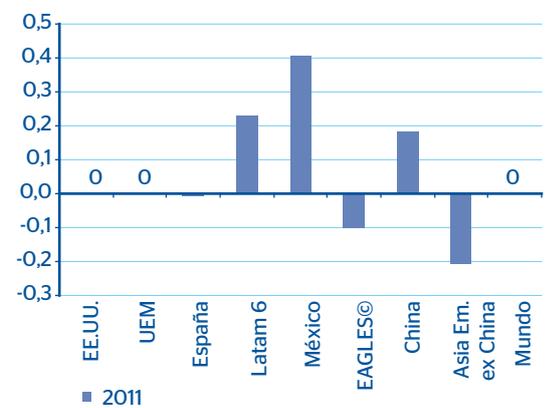
En términos generales, Europa seguirá con su desacoplamiento –por un lado, los países centrales y, por otro, los periféricos– en 2011. En EE.UU., los riesgos para nuestra proyección están actualmente sesgados a la baja (hace tres meses lo estaban al alza) debido a los mayores precios del petróleo y al bache experimentado en el primer trimestre, que creemos se revelará transitorio.

Gráfico 9
Traslación de precios internacionales del petróleo a precios nacionales*



* Ratio del cambio en el precio interno de los hidrocarburos respecto al cambio en el precio internacional, ambos en moneda local.
Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 10
Variación de previsiones de crecimiento para 2011, con respecto a las realizadas en febrero de 2011



Fuente: BBVA Research

Recuadro 1: Ganadores y perdedores por el aumento de precio de las materias primas

Un aumento en los precios de las materias primas representa un shock "real" para la economía que provoca ganadores y perdedores, entre otras cosas, en términos de transferencias netas de ingresos desde los países importadores hacia los países exportadores. En 2010, la transferencia global de rentas asociada a las importaciones de energía, metales y alimentos se situó en 1,8 billones de USD, lo que representa aproximadamente el 2,9% del PIB global. Los mayores contribuidores fueron los países del G-3, con más del 67% de las transferencias mundiales, seguidos por China (17%) y otros países emergentes de Asia (11%). Por otra parte, la región de Oriente Medio y África del Norte (MENA) fueron los mayores receptores de estas rentas, con una cuota del 42%, seguida por Rusia (19%) y Latinoamérica (18%). Más del 80% del valor relativo a los flujos globales de materias primas estuvo relacionado con el comercio de petróleo.

Como se describe en el texto principal, la incertidumbre relacionada con el alcance definitivo de la inestabilidad política en MENA y su duración (y por tanto sus implicaciones en términos de oferta de petróleo) sugiere que los precios de la energía, particularmente del petróleo, podrían seguir siendo elevados a corto plazo. Un efecto directo de dicho escenario sería el impulso de las transferencias de ingresos asociados con las materias primas.

En función del escenario de referencia, caracterizado por un shock alcista moderado en los precios de todas las materias primas y basándonos de los datos más recientes de comercio disponibles ofrecidos por el Banco Mundial, hemos calculado las transferencias netas de ingresos específicas por países, como proporción de su propio PIB. No obstante, hay que tener en cuenta algunos elementos que se han pasado por alto en el ejercicio: en primer lugar, no se considera ningún efecto de los altos precios ni en la demanda ni en la oferta de modo que se trata solamente de un efecto puro de las condiciones comerciales. En segundo lugar, los datos del PIB de los exportadores o importadores no varían al calcular los ratios de PIB. Con todo, el ejercicio trata, sobre todo, de una aproximación al primer impacto del shock de materias primas en diferentes regiones del mundo.

Nuestro escenario de referencia para 2011 supone una transferencia de ingresos mundial asociada con las importaciones de energía, metales y alimentos de unos 500

mil millones de USD adicionales a los ya realizados en 2010, lo que representa aproximadamente un 0,8% adicional del PIB global. Por regiones, supondría una transferencia de aproximadamente un 1% del PIB de los países desarrollados (G3) y Asia emergente a los exportadores de materias primas (véase Gráfico 1). Por otra parte, los países de la región MENA y Rusia pasarían a ser los principales beneficiarios de las transferencias netas (transferencias de renta adicionales 8,7% y 2,9% de su PIB, respectivamente). Latinoamérica muestra la mayor heterogeneidad entre países, ya que algunos se beneficiarán de los altos precios del petróleo (México, Colombia y Venezuela) y los elevados precios de los metales (Chile y Perú), aunque los altos precios de los alimentos compensarán en parte este efecto benéfico y ofrecerán un impulso positivo en Brasil y Argentina. En media, el efecto en la región será positivo, aunque no demasiado grande.

Gráfico 11
Variación en transferencias netas de 2010 a 2011 debido al aumento de precio de las materias primas (miles de millones USD y % respecto a PIB)



(*) Otros productores desarrollados incluyen a Canadá, Australia, Noruega y Dinamarca. Europa emergente incluye a Turquía. China incluye a Hong Kong. Fuente: Banco Mundial, FMI, Haver Analytics y BBVA Research

Recuadro 2: El impacto de un aumento del precio del petróleo en EEUU y Europa

El petróleo supone aproximadamente el 33% de la demanda de energía mundial, de acuerdo con la Agencia Internacional de la Energía. Si se añade el gas natural y carbón, la cuota de los combustibles fósiles alcanza el casi el 80%. Dada la función del petróleo como materia prima básica en la producción mundial, los cambios en los precios del petróleo tienen efectos significativos tanto en el crecimiento mundial como en la inflación.

Los aumentos pronunciados en el precio del petróleo suelen tener un efecto de estancamiento en la economía. La magnitud del impacto de dicho shock depende de diversos factores: el tamaño y la duración del shock, la dependencia del petróleo como fuente de energía y la respuesta de la política económica. Históricamente, los shocks de petróleo han contribuido a cada una de las recesiones globales de los últimos treinta años. Por ejemplo, las recesiones de 1974-1975, 1980-1981, 1990-1991, así como la actual, estuvieron provocadas en parte por repuntes en los precios del petróleo.

En este recuadro presentamos el impacto estimado de un shock del precio del petróleo sobre varios agregados macroeconómicos. El shock que modelizamos intenta reflejar las condiciones actuales en el mercado del petróleo. El repunte reciente del precio puede considerarse como un shock de aumento de la demanda preventiva y no sólo como un shock de oferta. Observamos un fuerte aumento en los precios del petróleo (provocado en una gran proporción por la demanda de carácter preventivo ante el aumento del riesgo geopolítico) que no se ve acompañado por una caída en las cantidades ofertadas, ya que la mayoría de la producción perdida en Libia se ha cubierto por otros países pertenecientes a la OPEP. En contraste, un shock de oferta se caracteriza habitualmente por una reducción de las cantidades producidas que provoca aumentos en el precio del petróleo y una ralentización en la actividad económica.

En particular, nuestro estudio valora las respuestas a este shock del crecimiento de producción, inflación y tipos de interés en dos áreas: EE.UU. y UEM. Más allá de su importancia en la actividad económica global, estas regiones muestran una dependencia acentuada del petróleo en su mezcla energética, que procede principalmente de las importaciones. De hecho, el petróleo crudo supone alrededor del 40% de la demanda de energía total en EE.UU. y Europa, aunque el ratio de dependencia es bastante superior en Europa. No obstante, este dato debe ponderarse con el hecho de que la producción estadounidense es más intensiva en petróleo que la europea.

Estimamos un modelo SVAR (vectores autorregresivos estructurales) que incluye nueve variables: El precio del petróleo crudo Brent y la cantidad total de petróleo producida, el PIB, el IPC y los tipos de interés oficiales para EE.UU. y UEM,

así como una variable representativa de la actividad económica global¹. La muestra utilizada contiene datos trimestrales desde 1985 hasta el cuarto trimestre de 2010.

Según Uhlig (2005)², el shock del mercado del petróleo puede identificarse imponiendo restricciones sobre los signos de las respuestas del VAR original. En particular, considerando los trabajos de Peersman y Robays (2009)³, el shock de demanda de carácter preventivo que intentamos analizar exige que las funciones de impulso respuesta presenten: (i) aumento de los precios del petróleo; (ii) aumento en las cantidades de petróleo; y (iii) descenso de la actividad global⁴. Hay que tener en cuenta que esto es diferente del shock de oferta de petróleo de la década de 1970, donde requeriríamos un descenso de las cantidades de petróleo, en lugar de un aumento continuado, y trata de capturar el hecho de que un mayor riesgo geopolítico aumenta la demanda de existencias y las hace más valiosas.

Una vez identificado el shock, podemos simular escenarios diferentes para el mercado del petróleo. En particular, estamos interesados en analizar las respuestas a: (i) un shock transitorio en el que el precio del petróleo sigue siendo elevado en un nivel aproximado de 120 dólares por barril en 2011 y vuelve a 90-100 en 2012; (ii) un shock permanente en el que el precio del petróleo aumenta a unos 140 dólares por barril y se mantiene en ese nivel de forma permanente.

Según lo esperado, el modelo predice que un shock de este tipo provoca una reducción del crecimiento y un aumento de la inflación, independientemente de la duración del shock. Asimismo, un shock transitorio (Gráfico 12) provoca unos efectos más débiles que un shock permanente (Gráfico 13). Hay que considerar que la inflación responde de forma más intensa en 2011 (con una reducción de la inflación en el segundo año después de la finalización del shock temporal), aunque los mayores efectos en el PIB se registran posteriormente, en 2012, debido a la inercia habitual de las variables reales.

Además, los efectos en el crecimiento estadounidense son ligeramente mayores que en Europa, lo que puede reflejar (i) una mayor intensidad energética de la producción estadounidense; (ii) una mayor integración comercial de Europa con los exportadores de petróleo, beneficiándose en este sentido del reciclado de los ingresos del petróleo, (iii) una mayor carga fiscal (de suma fija) sobre los productos del petróleo en Europa, lo que reduce el traslado a los precios internos. Este mayor efecto en la producción en EE.UU. se compensa parcialmente por un efecto negativo más pequeño de las condiciones comerciales en EE.UU., dada la considerable producción interna de petróleo.

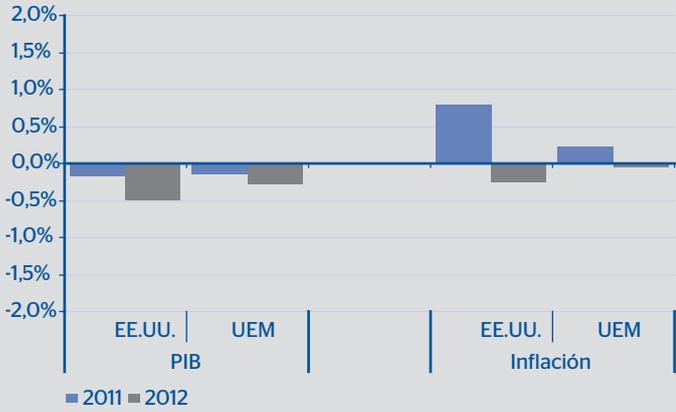
1: Indicador Adelantado Agregado para el índice de producción industrial para 35 países. Fuente: OCDE.

2: Uhlig, Harald, 2005. "What are the effects of monetary policy on output? Results from an agnostic identification procedure", *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 52(2), páginas 381-419.

3: Peersman, Pert y Robays, Ine Van, 2009. "Cross-Country Differences in the Effects of Oil Shocks".

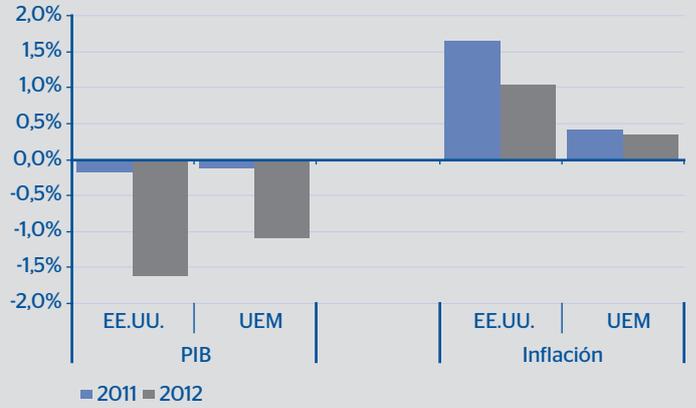
4: De hecho, estas condiciones se cumplen débilmente.

Gráfico 12
Efecto de un aumento temporal del precio del petróleo de 25% durante un año



Fuente: BBVA Research

Gráfico 13
Efecto de un aumento permanente del precio del petróleo de 50%



Fuente: BBVA Research

3. Respuesta heterogénea de política monetaria

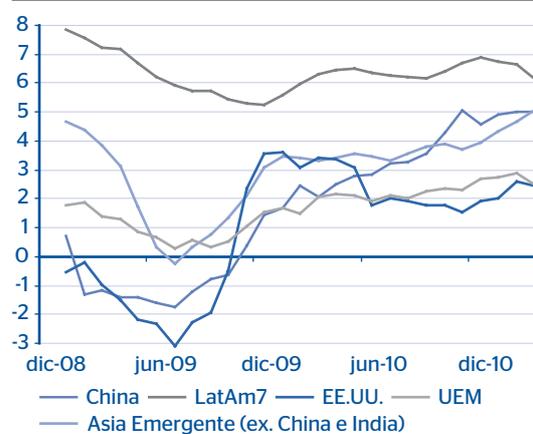
El principal efecto de los mayores precios del petróleo será un repunte de la inflación general en la mayoría de las economías en 2011

Como hemos indicado en el apartado anterior, el efecto de una subida de los precios del petróleo, estabilizado en torno a los 120 dólares por barril en 2011, sería relativamente modesto en la actividad económica. Ahora bien, no cabe duda de que unos mayores precios de las materias primas tendrían un reflejo directo en la inflación general mundial.

Actualmente, esta se sitúa en torno al 4%, aunque con diferencias considerables entre las economías avanzadas (con tasas ligeramente superiores al 2%) y las emergentes (más del 6%), como se muestra en el gráfico 14. La inflación subyacente se mantiene bastante por debajo de ese nivel, si bien ha mostrado un intenso repunte en las economías emergentes, donde ha pasado de poco más del 2% hasta cerca del 4% en el periodo de doce meses finalizado en marzo de 2011, reflejando una menor capacidad ociosa y signos de recalentamiento en algunos países (véase apartado 5).

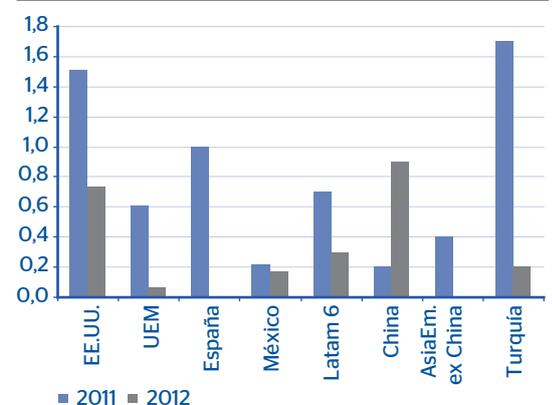
Hacia delante, unos precios de las materias primas inesperadamente altos empujarán al alza la inflación con más fuerza de lo que se anticipaba hace 3 meses (gráfico 15), aunque el efecto será transitorio si, como es previsible, los precios se estabilizan en torno a 120 dólares por barril en 2011 y empiezan a ceder en 2012. Es importante señalar que, aun cuando el petróleo y los alimentos tienen un mayor peso en las cestas de consumo de las economías emergentes, la revisión al alza de las previsiones de inflación está siendo más acusada en las economías desarrolladas. Esto se debe a que está previsto que la mayoría de las economías emergentes con margen de maniobra fiscal recurran a la vía de las subvenciones para amortiguar el efecto sobre los precios a nivel interno, tal y como ha ocurrido en el pasado (gráfico 9). En cambio, en las economías avanzadas, el repunte del nivel general de precios no ha tenido hasta ahora traslación a la inflación subyacente, y debería existir abundante capacidad ociosa para contener esa traslación en el futuro cercano. Con todo, los riesgos para la perspectiva de inflación están sesgados al alza en todas las regiones: en las economías emergentes, dichos riesgos provienen de una posible mayor traslación de los precios del petróleo y de una credibilidad del banco central aún en fase de afianzarse, mientras que en las economías avanzadas, el efecto moderador de la capacidad ociosa podría ser menor de lo anticipado.

Gráfico 14
Inflación (tasa interanual, %)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 15
Variación de las previsiones de inflación para 2011 y 2012 respecto a las realizadas en febrero de 2011



Fuente: BBVA Research

El repunte de la inflación general y el riesgo de efectos de segunda ronda llevarán a los bancos centrales a adelantar el inicio del ciclo de subidas de tipos de interés, pero con gran heterogeneidad entre los distintos países

Como se ha subrayado, los mayores precios de las materias primas tirarán al alza de la inflación de forma algo diferente en las distintas áreas económicas. Aun así, conviene resaltar que, en nuestra opinión, los efectos en segunda ronda a través de aumentos de los salarios en las economías avanzadas no se materializarán, y las expectativas de inflación se mantendrán bien ancladas, ayudadas por la abundancia de capacidad productiva ociosa y unos mercados laborales persistentemente débiles.

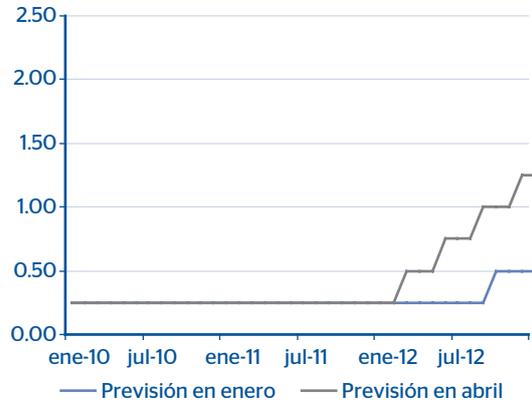
Los responsables de la política monetaria en EE.UU. y Europa están reorientando (en diferente grado, eso sí) sus prioridades, pasando de enfocarse en evitar una recaída en la recesión a hacerlo en mantener las expectativas de inflación ancladas, sobre todo habida cuenta del sesgo altamente acomodaticio de la política monetaria actual. Como consecuencia, el equilibrio de los riesgos se inclina ahora hacia una mayor probabilidad de subidas de tipos en un plazo más próximo. El enfoque alcista del BCE pretende evitar cualquier riesgo de efectos inflacionistas de segunda ronda mediante una actuación preventiva, y no parece dispuesto a tratar este shock de precios del petróleo como transitorio. En cambio, la Reserva Federal (Fed) parece más preocupada por la fragilidad de la recuperación y apuesta por que el actual shock de precios de las materias primas sea pasajero.

En este contexto, esperamos que la Fed comience el endurecimiento de su tipo de interés oficial antes de lo que preveíamos en nuestro último número de Situación Global de febrero. Pero seguimos creyendo que la Fed no tendrá prisa por subir tipos en 2011, y su estrategia de salida será muy gradual. Nuestro nuevo escenario central asume que la Fed mantendrá los tipos de interés sin cambios hasta marzo de 2012 y que a partir de esa fecha implementará gradualmente su estrategia de salida (gráfico 16). Al mismo tiempo, esperamos que la Fed concluya su segundo programa de estímulo monetario no convencional (QE2) en junio de este año y que no lo prorrogue, cumpliendo así con lo previsto en el momento de su adopción a mediados de 2010.

El cambio de retórica del BCE desde marzo en favor de un endurecimiento monetario, y el posterior aumento de tipos en abril, dejan claro que estamos ante el inicio de un ciclo gradual de subidas que marca el abandono de la postura "muy acomodaticia" y persigue situar los tipos en niveles más razonables, entre el 1,50% y el 1,75% a finales de 2011 y, en función de los acontecimientos, en torno al 2% a finales de 2012 (gráfico 17). Este lento ritmo refleja la elevada incertidumbre que rodea la solidez de la recuperación y la evolución de la inflación, así como su preocupación sobre la difícil situación que atraviesan los sectores bancarios de algunos Estados miembros europeos, circunstancia que también justifica el prolongado apoyo prestado al sector financiero a través de medidas no convencionales. En cualquier caso, creemos que estos aumentos de tipos deberían ser suficientes para conjurar cualquier efecto de segunda ronda derivado de los precios del petróleo y para mantener las expectativas de inflación ancladas.

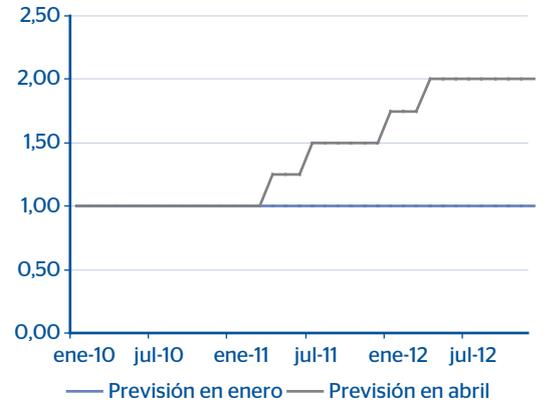
Es interesante constatar que estamos ante uno de los contados casos en que el BCE (o, anteriormente, el BundesBank) se adelanta a la Fed en el ciclo de endurecimiento monetario. Esto ya ha tenido su reflejo en la apreciación del euro, al contrarrestar el efecto de las tensiones financieras aún elevadas en la Europa periférica y el diferencial de crecimiento de la productividad favorable a EE.UU. Unos tipos de interés más altos y un euro más fuerte están redundando en un endurecimiento de las condiciones financieras en la UEM, lo que no ayuda en nada a impulsar la recuperación en Europa.

Gráfico 16
Estados Unidos: previsión de tipos de interés oficiales (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 17
UEM: previsión de tipos de interés oficiales (%)



Fuente: BBVA Research

En las economías emergentes, el incremento de los precios de las materias primas no hará sino intensificar los dilemas de política monetaria generados por la entrada de flujos de capital y las presiones alcistas sobre sus monedas

El encarecimiento de las materias primas también presenta retos de política monetaria para las economías emergentes. Como hemos indicado más arriba, el incremento de los precios del petróleo y los alimentos y la disminución de la capacidad ociosa están presionando al alza la inflación (general y subyacente) en los países emergentes. Además, en la mayoría de las estas economías se experimenta un elevado crecimiento del crédito. No obstante, el consiguiente endurecimiento de la política monetaria podría provocar una sobre-reacción del tipo de cambio, que dé lugar a fuertes entradas de capitales, las cuales podrían revertirse bruscamente, sobre todo una vez comience el ciclo de endurecimiento monetario en EE.UU. Así pues, muchas economías emergentes han adoptado medidas macroprudenciales para endurecer sus políticas, y han implantado controles para atajar los temores asociados a las entradas de capitales. Pero el riesgo estriba en que un endurecimiento insuficiente de la política conduzca a un aterrizaje violento más tarde. Esto es especialmente relevante, en tanto en cuanto los tipos de interés oficiales parecen demasiado bajos, generando unas condiciones monetarias vigentes extremadamente laxas.

4. Riesgos fiscales y financieros en las economías desarrolladas

En Europa, las cumbres celebradas en el mes de marzo han propiciado avances en el camino hacia la reforma y la prevención de futuras crisis, pero las dudas sobre la solvencia no se han abordado debidamente y seguirán presionando a los países periféricos

Durante el primer trimestre de 2011, los esfuerzos de las autoridades europeas resultaron baldíos ya que las tensiones siguieron presentes en los mercados financieros de los países periféricos (gráfico 18), sin que se atisbe una resolución definitiva. Las medidas parciales aplicadas parecen tener un efecto cada vez menos positivo en los mercados, que reclaman una solución más integral a la crisis de la deuda para recuperar la confianza.

Las reuniones del Consejo Europeo celebradas en marzo proporcionaron un acertado esquema de lo que ha de ser el futuro marco europeo en materia de coordinación económica y prevención de crisis. Por un lado, el pacto "Euro Plus" propuesto por Alemania obliga a los países a presentar cada año programas de reforma en áreas tales como pensiones, negociación salarial y normas fiscales. Son reformas útiles para garantizar el crecimiento y la sostenibilidad fiscal a medio y largo plazo, pero no resuelven problemas más inmediatos como la liquidez y la solvencia soberanas. El pacto "Euro Plus" está lejos de ser óptimo, sobre todo dada su falta de obligatoriedad y el carácter voluntario de algunos de los acuerdos (la presión de otros gobiernos podría no bastar para implementar las reformas necesarias), pero al menos sirvió para que Alemania accediera a otros compromisos sobre los problemas soberanos.

Un segundo elemento es la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), lo que anticipará la revisión de las políticas fiscales nacionales, entre ellas el control de los desequilibrios del sector privado (que, salvo en el caso de Grecia, han sido los causantes de esta crisis) y endurecerá las sanciones para los países que lo incumplan. No cabe duda que esta es una reforma positiva para prevenir crisis similares en el futuro, aunque suprimir la discrecionalidad en la aplicación de sanciones y hacerlas completamente automáticas habría sido mucho mejor.

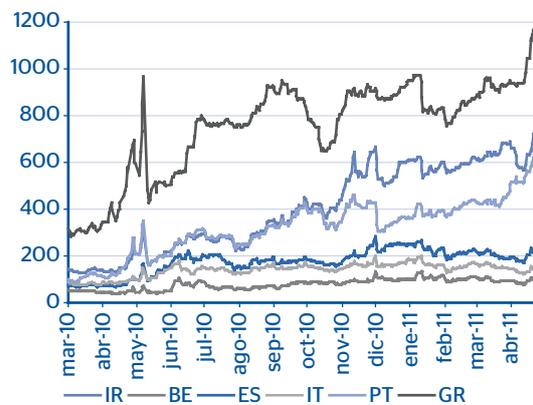
El tercer elemento es la reforma del Fondo Europeo para la Estabilidad Financiera (EFSF) y el Mecanismo Europeo de Estabilización (ESM), uno de los instrumentos más importantes para mitigar las actuales tensiones. Los países se comprometieron a elevar la capacidad efectiva de financiación del EFSF y a convertir el ESM en permanente a partir de junio de 2013. Este último también vio elevada su dotación efectiva hasta los 500.000 millones de euros, que podrán utilizarse de forma excepcional para comprar deuda en los mercados primarios. Sin duda, esto supone una mejora respecto al marco actual y puede ayudar a resolver los problemas de liquidez de los Estados, aunque no cumplió del todo las expectativas, al no contemplar la posibilidad de adquirir deuda en los mercados secundarios, lo que habría facilitado las reestructuraciones voluntarias de deuda al estilo de los bonos Brady en la década de los 90 y liberado al BCE de la obligación de sostener los precios de los bonos soberanos durante fases de fuertes tensiones.

El principal problema de los acuerdos es que no han zanjado los temores sobre la solvencia de los países periféricos. Las dudas en cuanto a la sostenibilidad de la deuda soberana en algunos países (sobre todo, Grecia) refuerzan la probabilidad de que los inversores privados tengan que hacer frente a pérdidas en sus carteras de deuda, incluso antes de que el sistema de asunción de pérdidas ("bail-in") entre en funcionamiento en 2013. En los comunicados posteriores a las cumbres, no se descarta la posibilidad de que los bonos existentes sean objeto de reestructuración. Además, desde el comienzo, los fondos aportados por la UE y el FMI gozan de preferencia sobre la deuda privada. Mientras no desaparezcan estos temores a una reestructuración de la deuda, los diferenciales de la deuda se mantendrán altos en Grecia, Portugal e Irlanda, con una dispersión de los tipos de interés no vista desde la creación de la Unión Monetaria (gráfico 19). Esto obligará a medidas adicionales por parte de las autoridades europeas, que con las decisiones adoptadas en marzo se han limitado a ganar tiempo (una vez más).

Además, las declaraciones de algunos líderes europeos (entre ellos, el Ministro alemán de Finanzas) a favor de la reestructuración de la deuda y los rumores de que el FMI también apoyaría esta medida han generado nerviosismo a finales de abril. En este contexto, los mercados ven la simple prórroga de los vencimientos de la deuda oficial como una medida cada vez más

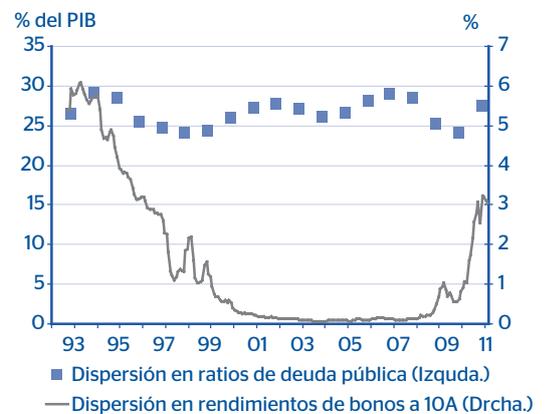
insuficiente. Dada la elevada exposición de los bancos griegos a su propia deuda soberana, y las exposiciones transfronterizas de los bancos de otros países europeos a los bonos y bancos griegos (gráficos 20 y 21), una fuerte reestructuración, que incluya quitas para los inversores privados, tendría efectos muy perjudiciales en las entidades afectadas y, si no es diseñada correctamente -bien sea contemplando sólo fondos públicos o mediante un acuerdo de reparto de las pérdidas entre los acreedores privados y públicos- podría provocar un efecto contagio en el resto del sistema financiero europeo, desencadenando tensiones en el mercado financiero mucho mayores que las experimentadas en la primavera de 2010. El problema sería mucho más serio si la reestructuración se realiza de forma desordenada, reflejando la fatiga reformista en Grecia. Esto subraya la necesidad de adoptar urgentemente un plan integral y ambicioso para Grecia, que neutralice la aparente desafección de los electores europeos con sus dirigentes.

Gráfico 18
Diferencial de la Deuda Soberana a 10 años respecto a Alemania (pbs)



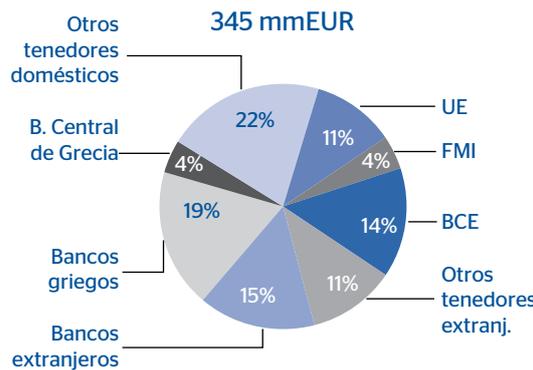
Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 19
Dispersión de los niveles de deuda pública y de las rentabilidades de los bonos en los países de la zona euro



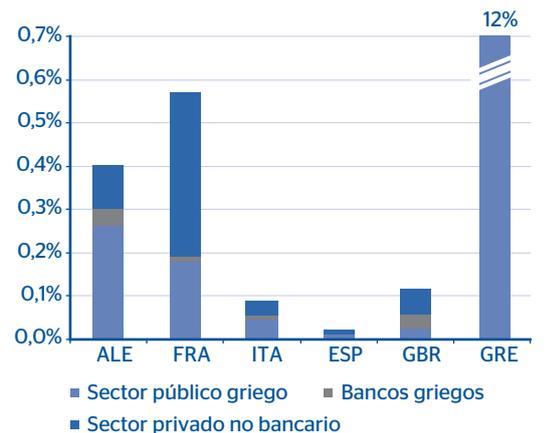
Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 20
Tenedores de Deuda Soberana griega (millones de EUR)



Fuente: BBVA Research en base a los datos de FMI, BIS y autoridades nacionales.

Gráfico 21
Exposición de los bancos a activos griegos (% de sus activos totales)



Fuente: BBVA Research y BIS

En Estados Unidos, las negociaciones para la reducción del déficit presupuestario concluirán probablemente con la aprobación de un plan de consolidación fiscal, pero el ruido político acentuará probablemente la incertidumbre reinante

El inicio de un proceso de consolidación fiscal en Estados Unidos se hacía necesario desde hace tiempo. Las políticas fiscales anticíclicas adoptadas en los últimos años han deteriorado la situación fiscal en EE.UU. Sin embargo, a finales de 2010, cuando los mercados aguardaban

medidas para atajar el déficit, el presidente Obama sorprendió con una nueva batería de medidas expansivas. Es probable que el déficit en 2011 se mantenga en un nivel similar al de 2010 (ligeramente por encima del 9% del PIB), con una ratio de deuda sobre PIB cercana al 70% (véanse gráficos 22 y 23). En nuestro escenario central, esperamos que el déficit estadounidense se estabilice en torno al 4% para 2015, lo que significa que la deuda pública alcanzaría el 75% del PIB. Dadas estas perspectivas, la urgencia de la consolidación se ha puesto de manifiesto en estos últimos meses. Las agencias de calificación han avisado de que la deuda estadounidense podría perder el rating AAA si no se adoptan medidas adicionales.

Todo esto ha hecho que crezca la inquietud, ya que la falta de esfuerzos de consolidación fiscal aumentaría eventualmente el riesgo de un aumento de los tipos a largo plazo. Durante los últimos meses, la deuda y el déficit han centrado el debate político. En general, nos encaminamos hacia un prolongado tira y afloja entre, de un lado, los partidarios del recorte de las prestaciones sociales y, del otro, los defensores de un aumento de los impuestos. Esto se traducirá en un entorno político volátil, si bien inclinado probablemente del lado de los recortes del déficit según la propuesta de la Comisión Nacional de Responsabilidad Fiscal y Reforma. En este sentido, vislumbramos dos batallas fiscales: en primer lugar, el techo de deuda, que según las previsiones del Tesoro alcanzará su límite el 16 de mayo. No obstante, es probable que los políticos eleven el techo de deuda para evitar turbulencias en los mercados. En segundo lugar, el presupuesto de 2012; la propuesta presidencial inicial incluye algunas reformas en las prestaciones y fija un objetivo de 4 billones de dólares en recortes repartidos a lo largo de 12 años, orientando la carga hacia los contribuyentes de mayor renta.

Con todo, las recomendaciones de la Comisión Nacional para la Reforma y Responsabilidad Fiscal van aún más lejos. El Plan de la Comisión Fiscal consta de 6 grandes líneas, a saber: (i) recortes discretivos del gasto; (ii) una reforma fiscal integral con una fuerte disminución de los tipos impositivos, una ampliación de la base tributaria, la simplificación del código tributario y la reducción de muchos "gastos fiscales deducibles"; (iii) la contención de los costes sanitarios; (iv) ahorros obligatorios en las subvenciones a la agricultura y en los sistemas de jubilación de la función pública militar y civil; (v) reformas en la Seguridad Social para garantizar su viabilidad financiera, y (vi) la reforma del proceso presupuestario. Estas reformas implicarían un recorte de 4 billones de dólares a lo largo de los próximos 10 años, de modo que el déficit alcanzaría el 2,3% del PIB para 2015 y la deuda se estabilizaría en 2014 (véanse gráficos 22 y 23) para ir descendiendo gradualmente hasta el 40% del PIB en 2035.

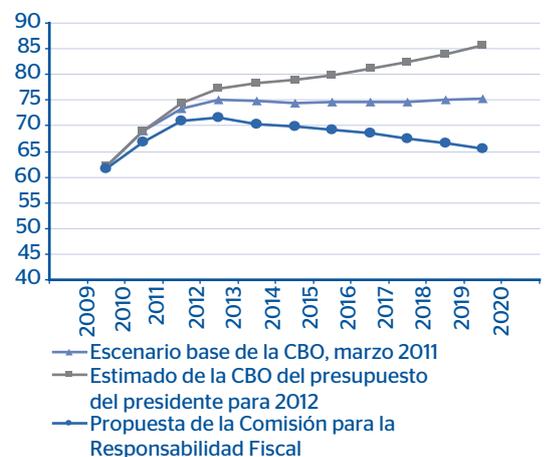
Sea como fuere, esto se reflejará en un entorno político volátil y un intenso debate que estará rodeado de ruido político, lo que probablemente añadirá incertidumbre al resultado final. Anticipamos que el debate se incline del lado de los recortes, probablemente alineados con la propuesta de la Comisión Nacional de Responsabilidad Fiscal y Reforma, y que el resultado final sea una reducción de los déficits y un perfil de la deuda más sostenible.

Gráfico 22
Estados Unidos: déficit presupuestario (% del PIB)



Fuente: BBVA Research, CBO y Comisión Nacional para la Reforma y Responsabilidad Fiscal.

Gráfico 23
Estados Unidos: deuda pública en manos del público (% del PIB)



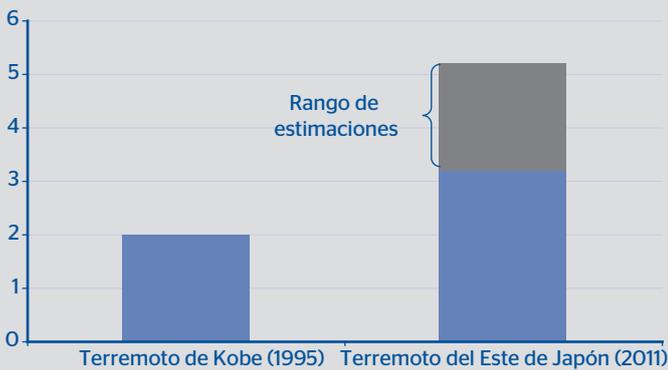
Fuente: BBVA Research CBO y Comisión Nacional para la Reforma y Responsabilidad Fiscal.

Recuadro 3: El terremoto de Japón: impacto profundo a corto plazo; muchas udas de cara al futuro

El 11 de marzo de 2011 un terremoto de magnitud 9 golpeó Japón devastando, junto con el posterior tsunami, la región noroeste. Esos acontecimientos resultaron ser el peor desastre natural que ha sufrido Japón al menos desde el terremoto de Kobe en 1995. Aunque las cifras son todavía provisionales, el gobierno japonés calcula que el número de fallecidos será superior a 25.000 personas, entre muertos y desaparecidos. En el momento de elaborar este recuadro, las autoridades de Japón apenas han conseguido poner bajo control la situación de la planta nuclear de Fukushima, y las consecuencias de la radiación generada distan mucho de conocerse.

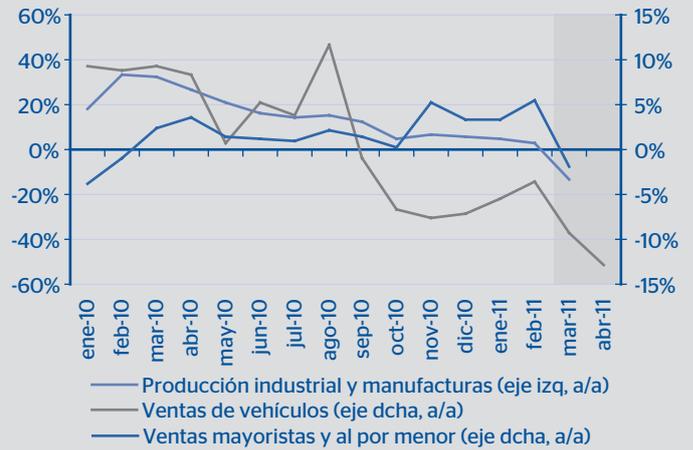
En lo que respecta a las consecuencias económicas de esta catástrofe, hay que analizar varios aspectos. El más inmediato es el impacto económico directo del terremoto. Aunque todavía hay una gran incertidumbre, existen ya algunas estimaciones de su impacto directo. La región afectada no representa una gran parte de la producción japonesa, pues su contribución se sitúa en torno al 7% del PIB de Japón. La zona más afectada por el terremoto y el tsunami de 2011 es una región agrícola clave y cuenta con algunas industrias de materias primas importantes (como petróleo, acero y celulosa). Sin embargo, el terremoto ha dañado la infraestructura local y ha provocado muchos efectos en cadena en el resto del país. Además de la infraestructura local (puerto, aeropuertos, carreteras...), el terremoto ha provocado daños en viviendas y otros edificios (se estima que serán necesarias unas 85.000 viviendas nuevas), fábricas y equipos. El gobierno japonés valora el impacto directo entre 16 y 25 billones de yenes, o lo que es igual, entre el 3,3% y el 5,2% del PIB, muy por encima de las valoraciones entorno al 2% del PIB asignadas al terremoto de Kobe (véase el Gráfico 24).

Gráfico 24
Estimación del impacto de los terremotos in Japón (PIB %)



Fuente: BBVA Research basado en datos del gobierno de Japón

Gráfico 25
Indicadores de actividad



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Además del impacto económico directo, deben considerarse los efectos indirectos. Es probable que la producción descienda como resultado del cierre de empresas y comercios, las interrupciones en el transporte y las redes de suministro y en servicios clave como la energía y las comunicaciones. Durante las últimas semanas, y como consecuencia de las interrupciones del suministro, se han producido cortes en las fábricas de sectores clave, concretamente en la industria automovilística y electrónica, que representan una gran proporción de la producción manufacturera japonesa. Al mismo tiempo, se prevé que los cortes en el suministro eléctrico afecten al resto de los sectores durante algún tiempo. Además, el temor a la radiación nuclear amenaza al turismo y las exportaciones, así como la confianza. Con todo, a medida que evolucionaban los acontecimientos, el impacto estimado sobre las cadenas de producción y el crecimiento económico ha ido aumentando (gráfico 25).

Evidentemente, lo más probable es que la situación descrita afecte al PIB real japonés, pero hay que distinguir entre los efectos a corto plazo y aquellos a medio y a largo plazo. En el momento en que se produjo el terremoto, la recuperación de Japón estaba en marcha, aunque seguía siendo frágil. En 2010, el PIB repuntó un 3,9% con respecto a la caída del 6,3% registrada en 2009. Los últimos indicadores antes del terremoto apuntaban a que Japón regresaría a su crecimiento potencial, en torno al 1,5%, cifra que es poco destacable y se explica por la debilidad de la demanda interna, el envejecimiento de la población y otros problemas estructurales.

Las estimaciones del impacto económico de los desastres naturales en términos del PIB son muy imprecisas aunque es claro que el crecimiento se verá lastrado. A la fuerte desaceleración de la producción en el periodo subsiguiente a este tipo de acontecimientos le sigue con frecuencia un repunte del PIB a medida que los consumidores reanudan el consumo (sobre todo para sustituir los bienes duraderos dañados) y el gasto de la reconstrucción pública impulsa la actividad. En el caso del terremoto de 2011, los efectos negativos sobre el crecimiento se concentrarán probablemente en el 1T y el 2T, pero también es probable que se produzca un fuerte repunte los trimestres posteriores. En definitiva, prevemos que este año el crecimiento del PIB real de Japón será 1 pp más bajo como consecuencia de estos efectos, pero es probable que en 2012 sea un poco superior a lo que se había estimado anteriormente (véase el Gráfico 26)⁵.

El impacto estimado en el crecimiento de 2011 es superior al de otros desastres naturales debido a los efectos duraderos de la radiación de la central nuclear de Fukushima. De hecho, hay una gran incertidumbre en torno a estas cifras y el balance de riesgos se inclina claramente a la baja, dado el escaso progreso obtenido en las últimas semanas. Además, las preocupaciones acerca de un efecto prolongado sobre el suministro de energía a los hogares y a la industria también añaden incertidumbre sobre su repercusión en la actividad. Por consiguiente, el impacto final en el PIB de 2011 y 2012 podría ser incluso mayor.

¿Supondrá la respuesta política al terremoto una oportunidad para superar la deflación? Antes del terremoto, se preveía que la deflación continuaría hasta mediados de 2012. La deflación japonesa se debía en parte al exceso de capacidad y a la debilidad de la demanda. La reducción subsiguiente de la oferta tenderá a impulsar la inflación inicialmente, sobre todo si tenemos en cuenta que la zona afectada es también un importante proveedor de alimentos. El aumento de la demanda para la reconstrucción podría aumentar también la inflación. Sin embargo, el impacto sobre la inflación debería ser limitado, compensando por la tendencia bajista de sobre los precios de una demanda afectada por la caída en confianza. Por tanto, esperamos que la deflación finalice hacia el final de 2011, antes de lo estimado hasta ahora.

¿Se verá afectado el crecimiento económico global? Japón es la tercera mayor economía mundial. Sin embargo, no es probable que una (hipotética) caída en picado de la demanda japonesa afecte al ritmo de recuperación global. De hecho, algunos países podrían ver un incremento en las exportaciones a Japón a medida que se lleve a cabo la

reconstrucción. No obstante, en el lado de la oferta surgen más dudas. Algunas interrupciones de las cadenas de suministro mundiales desde Japón ya han afectado a otros países, especialmente en Asia, pero también en Europa. Como se puede observar en el Gráfico 27, algunos países asiáticos están muy expuestos a los flujos japoneses, en particular Taiwán y Tailandia. Sin embargo, los cortes de suministro deberían ser temporales, en tanto que las fábricas recuperen su producción en apenas unos meses.

¿Hay suficiente margen fiscal para apoyar la reconstrucción? ¿Cómo afectará a la tasa de cambio y a los tipos de interés?

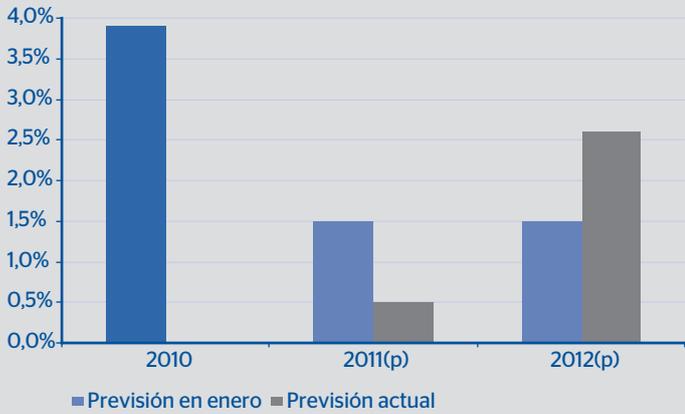
La débil posición fiscal de Japón es sin duda un riesgo bajista para la recuperación convencional en forma de V después de un desastre natural. El esfuerzo de la reconstrucción llega en un momento en que el margen fiscal está ya muy limitado por la deuda pública, que asciende aproximadamente a un 200% del PIB, lo que ha provocado revisiones en las perspectivas de la deuda japonesa por parte de las agencias de calificación. El terremoto exigirá un gasto extra-presupuestario. Hasta ahora, el gobierno japonés ha anunciado que presentará un presupuesto complementario por valor de 4 billones de yenes (un 0,5% del PIB). Sin embargo, este presupuesto reasignará el gasto que estaba destinado a otros usos y no incrementará ni el déficit ni la emisión de bonos. Es posible que cualquier otro programa de reconstrucción adicional se financie parcialmente con los impuestos, lo que reducirá la fortaleza de la recuperación. En el momento de escribir estas líneas, no se han aprobado disposiciones fiscales, pero el gobierno ya ha reconocido que están considerando, incluso antes del terremoto, un incremento del 3% en los impuestos sobre el consumo.

En lo que respecta a los tipos de interés, el probable aumento de la deuda pública ejercerá cierta presión alcista sobre los tipos a largo plazo. Sin embargo, dado que la mayoría de la deuda pública está en manos de instituciones nacionales, este efecto debería ser pequeño y manejable. En el corto plazo, es previsible que el Banco de Japón mantenga tipos en el nivel entre 0 y 0,1%.

Por lo que respecta al tipo de cambio, el Banco de Japón, junto con el G7 intervino en el mercado para frenar la tendencia a la apreciación del yen debida a la repatriación de capitales. El yen no se ha apreciado tan severamente como lo hizo en los momentos posteriores al terremoto de Kobe. Sin embargo, el yen permanece bajo claras presiones de apreciación.

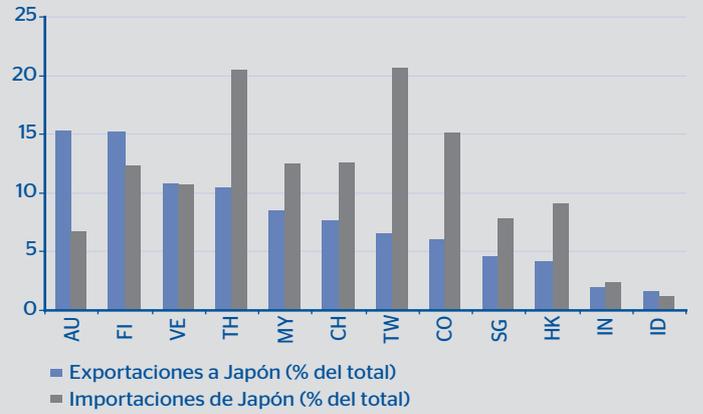
Para una explicación más detallada de la reacción de los mercados y para obtener información sobre los indicadores de actividad publicados en los primeros días después del terremoto, junto con otros detalles acerca de las estimaciones del PIB revisadas, véase el [Observatorio Económico Global: Impacto económico del terremoto de Japón](#) del 16 de marzo de 2011.

Gráfico 26
Japón: Previsión del crecimiento del PIB (%)



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 27
Comercio de países asiáticos con Japón



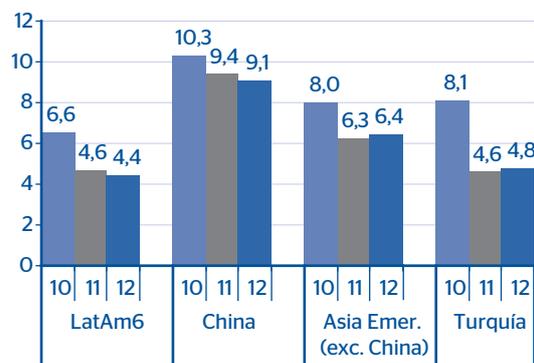
Fuente: BBVA Research y Bloomberg

5. Riesgos de recalentamiento en las economías emergentes

Las economías emergentes siguen presentando riesgos de recalentamiento a tenor del dinamismo del primer trimestre de 2011, aunque con una marcada heterogeneidad

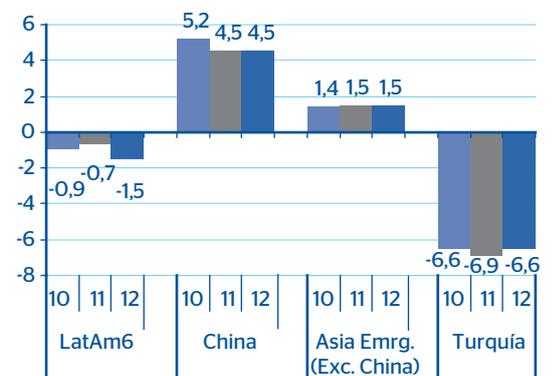
En la mayoría de economías emergentes de Asia y Latinoamérica, el crecimiento económico es robusto y los niveles de actividad superan los niveles pre-crisis –con la notable excepción de México y Turquía–, lo que significa que la recuperación puede darse más o menos por completada. Tal y como hemos señalado en las páginas anteriores, un indicador de que la capacidad productiva no utilizada en la economía ha disminuido significativamente reside en la elevada tasa de inflación en muchos países. En conjunto, la inflación en las regiones emergentes ha repuntado casi un cuarto de punto desde principios de año (gráfico 14), hasta situarse por encima del 6%. La inflación subyacente también ha experimentado una subida, lo que apunta a que no todo es atribuible a los mayores precios de las materias primas, sino que también juegan un papel las presiones de demanda interna, derivadas, en muchos casos, de unas políticas económicas extremadamente laxas. Además, en la mayoría de los países que cuentan con objetivos explícitos de inflación, la inflación general ya ha desbordado las bandas objetivo o se encuentra en la parte alta de las mismas. Asimismo, algunas grandes economías emergentes registran tasas anuales de crecimiento del crédito superiores al 20% en términos reales (Brasil, India, Hong Kong, Turquía) y los precios del sector inmobiliario están disparándose, lo que suscita temores a una posible burbuja crediticia seguida de una corrección de los precios inmobiliarios. La actividad económica del primer trimestre del año ha sorprendido en general por su fortaleza, tanto en Asia como en Latinoamérica, aplazando las previsiones de ralentización en ambas áreas, aunque seguimos pronosticando una desaceleración en 2011 y 2012 (véase gráfico 28).

Gráfico 28
Crecimiento del PIB en las economías emergentes



Fuente: BBVA Research

Gráfico 29
Balanza por cuenta corriente en las economías emergentes



Fuente: BBVA Research

Algunos países están empezando a combatir los riesgos de recalentamiento con medidas de ajuste, principalmente monetarias y macroprudenciales, pero en algunos casos también fiscales

En este contexto, muchas economías emergentes tendrán que continuar endureciendo sus políticas para reducir el riesgo de un recalentamiento y subsiguiente aterrizaje forzoso. En casi todas las economías, se precisará un endurecimiento adicional de las políticas monetarias, especialmente habida cuenta de que los tipos de interés oficiales en términos reales aún parecen demasiado bajos y las condiciones monetarias siguen siendo demasiado expansivas. De hecho, los mayores precios de las materias primas obligarán a la mayoría de los bancos centrales de ambas regiones a adelantar la fecha de inicio de sus subidas de tipos respecto a lo previsto en

nuestro último número de Situación Global hace 3 meses (gráfico 2). Pero estas medidas deberán complementarse con herramientas macroprudenciales, encaminadas a contener la expansión del crédito y los precios de los activos –en particular en el sector inmobiliario–, así como con un ajuste fiscal más enérgico, que aproveche la posición cíclica más favorable para reforzar las balanzas fiscales. Algunos países, como China y Brasil, ya han empezado a combatir los riesgos de recalentamiento con medidas monetarias y fiscales, si bien se necesitan esfuerzos más concertados a lo largo de Asia y Latinoamérica.

Tal y como hemos explicado, un importante efecto colateral a tener en cuenta por los responsables de la política económica de ambas regiones es la posibilidad de inducir una fuerte entrada de capitales a medida que endurezcan la política monetaria. El riesgo en tal caso consistiría en que la dirección de estos flujos de capitales se revierta rápidamente en cuanto comience el ajuste de la política monetaria en EE.UU., razón por la que adoptar medidas prudenciales y un marco adecuado de regulación y supervisión bancaria resulta esencial para limitar los daños de dicha relocalización de flujos.

Hacia delante, los altos precios de las materias primas impulsarán a Sudamérica y frenarán a Asia, con lo que aumentan las preocupaciones de recalentamiento en Latinoamérica

La amenaza de recalentamiento es más o menos similar en Asia y Latinoamérica en estos momentos. No obstante, de cara al futuro, hay tres elementos que apuntan a una intensificación de los riesgos de recalentamiento en Latinoamérica. En primer lugar, el aumento de precios de las materias primas supone un revulsivo para Latinoamérica, como región exportadora, mientras que constituye un factor desacelerador para la mayoría de las economías emergentes de Asia. En segundo lugar, las balanzas por cuenta corriente presentan un holgado superávit en la mayor parte de países de Asia, pero no así en Latinoamérica (gráfico 29), incluso tras el shock positivo en los términos de intercambio de esta región, pues las importaciones han crecido a mayor ritmo que las exportaciones. Este no es únicamente un indicio de presiones derivadas de la demanda interna, sino que además revela el colchón más estrecho con el que cuenta Latinoamérica para evitar un aterrizaje forzoso en caso de recalentamiento. Por último, el terremoto de Japón podría acabar teniendo un efecto mayor de lo que se pensaba en las cadenas de suministro de Asia, lo que añadiría un nuevo lastre a la región. Estos riesgos apuntan a la necesidad de una política de endurecimiento adicional en ambas regiones –pero sobre todo en Latinoamérica–, y de que la política fiscal comparta parte de la carga del endurecimiento con la política monetaria.

6. Tablas

Tabla 1
Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de Abril 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	1,6	2,4	1,6
Alemania	2,8	0,2	1,2	2,3	1,5
Francia	3,2	0,1	1,7	2,1	1,6
Italia	3,5	0,8	1,6	2,3	1,8
España	4,1	-0,3	1,8	2,9	1,2
Reino Unido	3,6	2,2	3,3	4,0	2,2
América Latina *	8,8	6,9	7,4	8,1	7,1
México	5,1	5,3	4,2	3,9	3,9
EAGLES **	7,4	2,8	5,2	5,2	4,7
Turquía	10,4	6,3	8,6	6,3	6,4
Asia-Pacífico	5,7	0,3	3,6	4,4	3,7
China	6,0	-0,7	3,3	4,9	4,2
Asia (exc. China)	5,5	1,0	3,7	4,1	3,4
Mundo	6,1	2,2	3,7	4,7	4,0

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

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de Abril de 2011

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de Abril 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	-9,7	-7,6
UEM	-2,0	-6,3	-6,0	-4,5	-3,5
Alemania	0,1	-3,0	-3,3	-2,7	-1,5
Francia	-3,3	-7,5	-7,0	-5,6	-4,5
Italia	-2,7	-5,4	-4,6	-4,1	-3,1
España	-4,2	-11,1	-9,2	-6,0	-4,4
Reino Unido	-5,0	-11,4	-10,4	-9,5	-7,1
América Latina *	-1,1	-8,3	-2,1	-2,2	-2,3
México	-0,4	-0,7	-0,8	-0,7	-0,6
EAGLES	-1,8	-5,3	-3,6	-2,8	-2,4
Turquía	-1,8	-5,5	-3,6	-3,0	-2,8
Asia-Pacífico	-2,8	-5,1	-4,7	-4,2	-3,7
China	-0,4	-2,2	-2,5	-2,0	-1,8
Asia (exc. China)	-4,4	-6,5	-6,1	-5,6	-4,9

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

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de Abril 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	3,7	4,2
UEM	4,0	3,3	2,8	3,4	3,6

Fuente: BBVA Reserach

Tabla 6

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio (Promedio)

Dólares (\$) por moneda nacional	2008	2009	2010	2011	2012
Estados Unidos (EUR por USD)	0,68	0,72	0,76	0,73	0,75
UEM	1,47	1,39	1,33	1,37	1,33
Reino Unido	1,82	1,56	1,55	1,64	1,66
China	6,95	6,83	6,77	6,46	6,14

Fecha cierre de previsiones: 30 de Abril de 2011

Fuente: BBVA Reserach

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	1,50	2,00
China	5,31	5,31	5,81	6,81	7,31

Fecha cierre de previsiones: 30 de Abril 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 / 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@grupobbva.com**Rodrigo Falbo**
rodrigo.falbo@grupobbva.com**Alejandro Fernández Cerezo**
alejand.fernandez.cerezo@grupobbva.com**Jaime Martínez Martín**
j.martinez.martin@grupobbva.com**Jorge Rodríguez Vález**
jorge.rv@grupobbva.com

Con la colaboración de:

*Análisis Transversal Economías Emergentes***José Ramón Perea**
jramon.perea@grupobbva.com*Regulación y Políticas Públicas***Tatiana Alonso**
tatian.alonso@grupobbva.com**BBVA Research***Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:**Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**
sfernandezdelis@grupobbva.comSistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.comRegulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@grupobbva.comPensiones
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com*España y Europa:***Rafael Doménech**
r.domenech@grupobbva.comEspaña
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.comEuropa
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com*Estados Unidos y México:*Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.comMéxico
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.comAnálisis Macro México
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com*Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk
Análisis Transversal Economías EmergentesAsia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hkChina
Daxue Wang
daxue.wang@bbva.com.hk
India
Sumedh Deorukhkar
deorukhkar@grupobbva.com*Escenarios Económicos y Financieros :*Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.comEscenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**
ant.pulido@grupobbva.comEquity Global
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.comCrédito Global
Javier Serna
javier.serna@grupobbva.comTipos de Interés, Divisas y
Materias Primas
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.comSudamérica
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.clArgentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbvafrances.com.arChile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.clColombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.coPerú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.peVenezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.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@grupobbva.com
www.bbvaresearch.com
Depósito legal: M-31254-2000