

## Perspectiva Internacional

### Continúa la expansión a nivel global

Durante 2007 la actividad económica mantendrá su notable dinamismo, aunque su crecimiento se moderará levemente. Actualmente, la economía mundial se encuentra inmersa en su mayor expansión cíclica desde la crisis petrolera de los años setenta, expandiéndose por quinto año consecutivo a tasas superiores al 4.0%. Sin embargo, lo más característico de este ciclo es la amplia base geográfica que respalda el crecimiento global. Así, los principales motores del crecimiento seguirán siendo los países emergentes, con Asia y, especialmente, China, de actores protagonistas. En cuanto a los desarrollados, la zona euro sigue acumulando sorpresas positivas en actividad y nuestras expectativas de crecimiento, ya por encima del potencial, se ubican un crecimiento del PIB del 2.5%. Japón, segunda mayor economía del mundo, consolida su recuperación económica, tras una década sumida en la deflación.

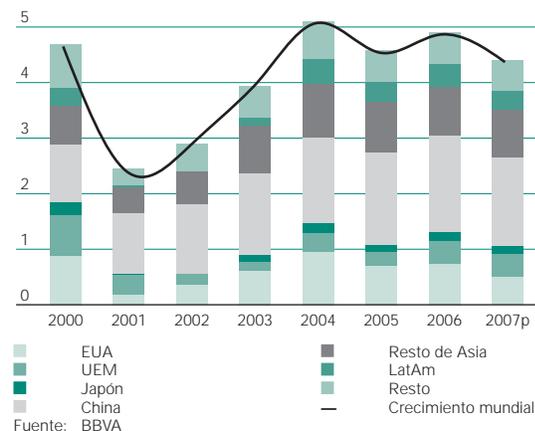
Sin embargo, es EUA, uno de los principales referentes a nivel global, donde recaen las mayores incertidumbres. A la preocupación en torno al ajuste del sector inmobiliario, agudizada con las incertidumbres procedente desde el mercado sub-prime (el segmento más riesgoso del mercado hipotecario), se le une ahora la debilidad transitoria de la inversión no residencial. No obstante, teniendo en cuenta la fortaleza de los fundamentales del sector empresarial que sustentan la inversión, así como la solidez del empleo y del consumo, la economía recuperará su dinamismo en la segunda parte del año. Pese a ello, los riesgos derivados de un ajuste más acusado de la inversión no residencial o del sector inmobiliario en EUA siguen protagonizando junto al impacto que el riesgo geopolítico pueda tener sobre el riesgo del petróleo, los mayores riesgos a nivel global.

### EUA: principal foco de incertidumbres

Hasta hace varios meses los principales factores de incertidumbre procedían principalmente de un conflicto bélico con Irán, que eventualmente pudiera desembocar en una escalada en los precios del petróleo, y de una fuerte desaceleración de la economía de EUA consecuencia de un brusco ajuste de su sector inmobiliario. Ambos factores continúan vigentes, aunque el segundo con nuevos elementos. Por un lado, ha surgido con fuerza la preocupación en torno a los problemas por los que están atravesando determinados segmentos más riesgosos del mercado hipotecario, el denominado segmento sub-prime, y su potencial impacto en el consumo privado y en un contagio hacia el mercado financiero en general (credit crunch) que termine impactando de forma muy negativa sobre la economía real. No obstante, la baja importancia relativa del sub-prime en el mercado del crédito hipotecario (7%), la creciente diversificación de los riesgos y el crecimiento de los ingresos que contribuye al mantenimiento de la solvencia de las familias, acotan el riesgo de contagio al resto de la economía.

Por otro lado, y el riesgo de mayor relevancia en la actualidad, sería que la desaceleración de la inversión no residencial en la economía norteamericana que comenzó a materializarse a finales de 2006 fuese duradero, lo que causaría un fuerte retroceso de la actividad ante una mayor debilidad del empleo y una fuerte desaceleración del consumo, actualmente los soportes principales de la economía estadounidense. Sin embargo, dada la fortaleza de los fundamentales del sector empresarial que sustentan la inversión y las positivas perspectivas de

### Crecimiento y Contribución por Áreas Porcentajes

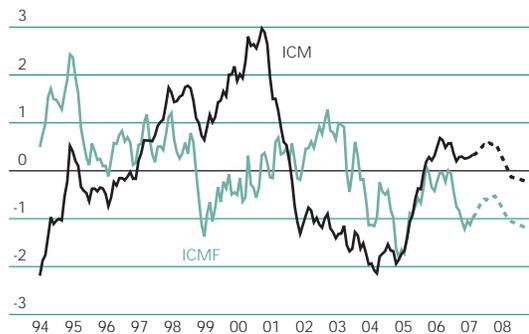


### Inversión No Residencial

Variación % anual, real



### EUA: ICMF e ICM\*



\* Utilizando inflación subyacente  
 Nota: Pronósticos a partir de abril 2007  
 Fuente: BBVA

### Pronósticos Financieros

#### Fin de año

	2005	2006	2007p
<b>Tasas oficiales</b>			
EUA	4.25	5.25	<b>5.25</b>
UEM	2.25	3.50	<b>4.25</b>
<b>Tasas 10 años</b>			
EUA	4.5	4.7	<b>4.8</b>
UEM	3.4	3.9	<b>4.3</b>
<b>Dólar/euro</b>	1.19	1.32	<b>1.33</b>

p pronóstico  
 Fuente: BBVA

### Dólar / Euro

#### Fin de periodo



Nota: Pronósticos a partir del 2do. trimestre 2007  
 Fuente: BBVA

inversión empresarial, todo apunta a que la evolución más reciente se puede calificar como un *soft-patch*, un reajuste a mitad de ciclo. Por tanto, nuestros pronósticos apuntan a que la economía recuperará el dinamismo en la segunda parte del año, aunque con un crecimiento menor a lo inicialmente esperado para este año (de 2.8% a 2.3%), que posteriormente tenderá hacia su potencial en 2008 (2.8%).

### De-coupling de Políticas Monetarias

En la actual situación de divergente posición cíclica de las economías, se explican los distintos caminos a seguir por los Bancos Centrales. En EUA., la Fed mantendrá estables las tasas de interés oficiales en el actual 5.25% durante un período prolongado de tiempo, ya que se unen, por un lado, una inflación subyacente moderándose pero próxima a la parte alta del rango de tolerancia de la Fed, y por otro, una debilidad transitoria de la actividad y unas condiciones financieras todavía laxas. De hecho estas condiciones, que incorporan la evolución del mercado bursátil y de la divisa, además de las tasas de cortos plazo y los bonos de largo plazo, se sitúan actualmente en una zona más relajada que cuando los tasas se ubicaron en el 1% a mediados de 2003.

Lo anterior contrasta con zonas como Japón y Europa, donde la política monetaria continuará normalizándose. En el primero, las tasas oficiales se situarán en torno al 1% a final de año, aunque los movimientos se producirán de forma muy gradual y en función de la evolución de la actividad y de la inflación. En el segundo, el Banco Central Europeo (BCE) elevará la tasa "refi" hasta el 4.25%, apoyado en la fortaleza del crecimiento europeo y en que los riesgos sobre la inflación continúan siendo al alza. A pesar de que el tono monetario en las principales economías seguirá siendo restrictivo, es previsible que continúe la baja volatilidad de los mercados y la elevada liquidez, sustentada por el hecho de que continuará la acumulación de reservas por parte de las economías emergentes y las limitaciones de los tasas de largo plazo a subir observadas en este ciclo. Todo ello, apoyado por las valuaciones bursátiles y las sólidas expectativas de utilidades. En este contexto, se espera un leve repunte de los bonos de largo plazo, aunque más limitado en EUA., debido a la fortaleza de la demanda de deuda norteamericana por inversionistas extranjeros. Así, nuestro pronóstico para los tasas a diez años es de 4.3% para Europa y de 4.8% para EUA.

Por su parte el dólar continúa debilitándose frente al euro desde finales de 2006. En contra de la divisa habrían estado operando factores estructurales como las fusiones y adquisiciones de compañías y las noticias recientes sobre la diversificación de reservas. Respecto a este último, es reseñable la creación de una agencia estatal de reservas en China para la gestión de las mismas, a la cual le seguirán esquemas relativamente similares en Japón y Rusia. No obstante, la reciente debilidad de la divisa parece exacerbada, lo que obedece a que el mercado contempla un escenario menos benigno para la economía estadounidense. Así, en la medida en la que el mercado ajuste sus perspectivas en línea con nuestro escenario base, el dólar debería retornar a niveles más apreciados, en torno a 1.32-1.33\$/€.

De todas formas, tal y como ya se ha expuesto, el balance de riesgos inherentes a la economía mundial, contempla impactos más concentrados en la economía estadounidense, estableciendo un sesgo claramente depreciador sobre el dólar, a la vez que sesga a la baja los bonos de largo plazo.