

Situación Global

Segundo trimestre 2010

Análisis Económico

- La evolución de la economía mundial viene determinada por dos factores que actúan de forma contrapuesta: al alza, el impulso cíclico de los países emergentes y de EE.UU. y, a la baja, el incremento de las primas de riesgo que avanza desde Europa. El mecanismo europeo de estabilización financiera reduce la incertidumbre en el corto plazo.
- Aumentan las divergencias en las estrategias de salida de la política monetaria: frente al gradualismo en EE.UU. se retrasa la fecha de salida en la UEM. En los países emergentes, no hay una única estrategia que sea válida para todas las economías.
- La consolidación fiscal a largo plazo es el reto principal de los países desarrollados.
- Las economías con una elevada deuda pública y un avance limitado en el desapalancamiento del sector privado son vulnerables a aumentos de tipos de interés.



Índice

1. Los retos pendientes para una recuperación sostenida	3
2. Dos factores contrapuestos determinan la evolución de la economía mundial	5
3. Creciente divergencia en las estrategias de salida de política monetaria	9
4. Los mercados marcan los límites de las políticas fiscales contracíclicas	14
5. La consolidación fiscal a largo plazo: un desafío fundamental para los países desarrollados	16
6. La lenta reestructuración financiera y el proceso regulatorio pueden lastrar la recuperación	18
7. Tablas	20

Fecha de cierre: 14 mayo 2010

1. Los retos pendientes para una recuperación sostenida

La economía global está dominada por dos fuerzas contrapuestas: por un lado, el impulso cíclico positivo procedente de las economías emergentes y EE.UU. y, por otro, las elevadas primas de riesgo observadas en Europa. Si bien el plan de rescate de la UEM reduce la incertidumbre a corto plazo, los riesgos en el medio plazo continúan sesgados a la baja

En los últimos trimestres la situación cíclica ha mejorado significativamente debido a la recuperación en las economías emergentes y en EE.UU. El comercio mundial está creciendo al 7% y nuestras previsiones apuntan hacia un crecimiento de la economía mundial del 4,2% en 2010. Ahora bien, al mismo tiempo existen dudas sobre la capacidad de la UEM para hacer frente al problema de los altos niveles de endeudamiento de algunos países. Estas dudas han dado lugar a un incremento de los diferenciales soberanos y una nueva fase de inestabilidad financiera. Esta situación puede afectar a la economía europea, pero también puede provocar posibles *spillovers* sobre el resto del mundo. El momento y el alcance de estos impactos adversos dependerán crucialmente de la efectividad de los anuncios realizados por el Consejo Europeo el pasado 9 de mayo respecto a los paquetes de rescate acordados y las medidas excepcionales adoptadas por el BCE. Aún cuando estos paquetes hayan estabilizado las condiciones del mercado en el corto plazo, todavía persisten incertidumbres en tres frentes: i) el proceso de implementación del paquete de rescate en los próximos meses ii) la credibilidad respecto a una consolidación fiscal adicional en algunos países de la UEM y iii) el compromiso a medio plazo de los países centrales de la UEM respecto al rescate.

Tras el impulso de corto plazo procedente de las políticas fiscales y monetarias expansivas en todo el mundo, la sostenibilidad de la recuperación no está totalmente garantizada más allá de 2010, sobre todo en las economías desarrolladas

Mientras que se generaliza la recuperación económica a comienzos de 2010, su intensidad varía significativamente entre países. Esto es consecuencia de los diferentes grados de utilización de las políticas fiscales y monetarias. Estas políticas han sido particularmente efectivas a la hora de impulsar el ciclo económico en China y EE.UU. Al mismo tiempo las economías emergentes se están beneficiando de la mayor fortaleza de su demanda doméstica y en esta región la recuperación se presenta mucho más consolidada. Por el contrario, en las economías desarrolladas, a medida que las políticas expansivas se diluyen, surgen dudas sobre la sostenibilidad de la recuperación más allá de 2010.

Crecientes divergencias en las estrategias de salida de política monetaria: gradualismo en EE.UU.; dudas respecto al momento de la salida en la UEM; inexistencia de una única estrategia en las economías emergentes.

Cabe esperar que la Reserva Federal lleve a cabo una senda gradual de alzas de tipos de interés. En este sentido, las primeras subidas de tipos se esperan en torno a comienzos de 2011, con lo que los tipos se situarán ligeramente por encima del 1% a finales de ese año. Las diferencias existentes en los fundamentos económicos de EE.UU. y de la UEM llevarán a diferentes estrategias de salida monetaria en ambas áreas. Aunque el crecimiento económico pueda ser lento de 2010 en adelante, el riesgo de una reversión de la dinámica actual es bastante limitado en EE.UU. y las presiones inflacionistas son muy incipientes. Por el contrario, en la UEM, además de una situación financiera mucho más frágil, la mejora cíclica parece más incierta y no se vislumbran presiones inflacionistas. En cuanto a las políticas monetarias de las economías emergentes no hay duda sobre la necesidad de un endurecimiento de las condiciones monetarias. Dadas las divergencias cíclicas en esta región, las estrategias de salida variarán entre países. Si en algunas economías el endurecimiento de la política monetaria y otras medidas no se implementan a tiempo, se podrían generar crecientes desequilibrios.

Los mercados han puesto de manifiesto los límites de las políticas fiscales contracíclicas. Las economías con altos niveles de deuda pública y desapalancamiento limitado en el sector privado son altamente vulnerables a movimientos al alza de tipos de interés y mayores primas de riesgo

En momentos de mayor aversión al riesgo, los mercados financieros tienden a mostrar una visión más *forward-looking*. Es entonces cuando los mercados financieros son más eficaces a la hora de detectar inconsistencias en las políticas macroeconómicas que, normalmente, pasan desapercibidas en tiempos de expansión. En la actualidad, pese al importante paquete de rescate acordado en Europa, mientras se mantengan las incertidumbres sobre las sendas de consolidación fiscal, es previsible que persistan significativas primas de riesgo en el mercado. De hecho, el rápido y creciente contagio ha sido una clara evidencia de la fragilidad del escenario actual. La historia económica está plagada de ejemplos de “contagios infundados” de unos países a otros en momentos de crisis. En estos casos la proximidad geográfica o las similitudes cíclicas importan más que las diferencias en los fundamentales. De hecho, el episodio actual de contagio no está completamente justificado ni por el canal financiero espoleado por el estallido de la crisis griega ni por cualquier similitud en los fundamentales. Pese a que las razones por las que se produce el contagio pueden ser motivo de controversia, lo cierto es que refleja la necesidad imperiosa por parte de algunos países de aumentar su credibilidad para hacer frente a las presiones de los inversores internacionales.

La consolidación fiscal a largo plazo es el mayor desafío para los países desarrollados

Más allá de las urgencias de corto plazo derivadas de la crisis europea, existe una preocupación creciente por las consecuencias a largo plazo de los aumentos de la deuda pública. Esto inevitablemente dará lugar a presiones al alza sobre los tipos de interés reales y al mantenimiento de altas primas de riesgo durante un periodo prolongado. Aún cuando el contagio reciente se desvanezca gradualmente, persistirá una discriminación creciente entre países dependiendo de la credibilidad de su situación fiscal.

La ausencia de una reestructuración profunda del sector financiero y la reforma regulatoria venidera podrían amenazar el ritmo de recuperación.

La incertidumbre procedente del sector financiero es fundamentalmente de dos tipos. Por una parte, la lenta reestructuración de la industria financiera, sobre todo en Europa, puesto que puede llevar a una recuperación económica sin crédito (*creditless recovery*). Esto constituye una preocupación creciente, ya que tanto la experiencia histórica como la evidencia empírica muestran la importancia del canal de crédito en las primeras etapas de la recuperación económica. Por otra parte, también existe incertidumbre respecto a la reforma regulatoria que ya se encuentra en marcha. El resultado más probable es un incremento significativo de los requisitos de capital y liquidez, lo cual podría limitar la capacidad del sector bancario para conceder crédito en los próximos años.

2. Dos factores contrapuestos determinan la evolución de la economía mundial

Como factor positivo, la economía mundial se beneficia del impulso cíclico favorable de los Estados Unidos y de las economías emergentes. El comercio internacional se recupera y se espera para el 2010 un crecimiento del PIB mundial cercano al 4%

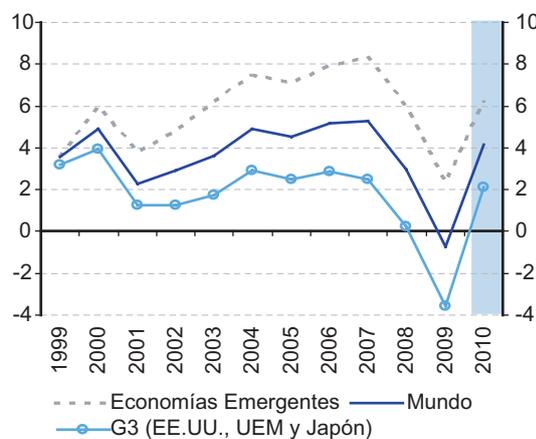
Algunas incertidumbres sobre la economía global se han ido despejando, gracias a la significativa mejora de la situación cíclica en los últimos trimestres. No obstante, este tono más favorable no puede considerarse global. Los últimos datos disponibles sugieren una recuperación económica en marcha en todas las regiones durante el inicio del 2010, pero la intensidad de esta recuperación pone de manifiesto una gran heterogeneidad entre áreas geográficas (véase el gráfico 1).

En general, las economías más avanzadas acumulan ya tres trimestres consecutivos de crecimiento económico, aunque sólo en EE.UU. ha sorprendido por mostrar una mayor intensidad de la prevista. Entre los datos recientes se acumulan sorpresas positivas en términos de un crecimiento trimestral, que en promedio de los tres últimos trimestres se acerca al 1%. Sin embargo, aunque en la zona euro se ha detenido la tendencia descendente de la actividad, ésta continúa siendo débil (sólo un 0,1% de crecimiento trimestral en promedio de los tres últimos trimestres) y los últimos datos confirman una recuperación más lenta y claramente rezagada respecto a Estados Unidos.

Esta mejoría cíclica engloba igualmente a las economías emergentes. Se observa en éstas un considerable dinamismo y una recuperación significativa de sus tasas de crecimiento, similares ya a las registradas con anterioridad a la crisis. De hecho, en los últimos meses se han venido observando sorpresas de carácter positivo en las distintas economías. Es muy significativo el caso de China, con un crecimiento trimestral del 2,7% en el primer trimestre de 2010, una evolución que ha superado claramente las expectativas.

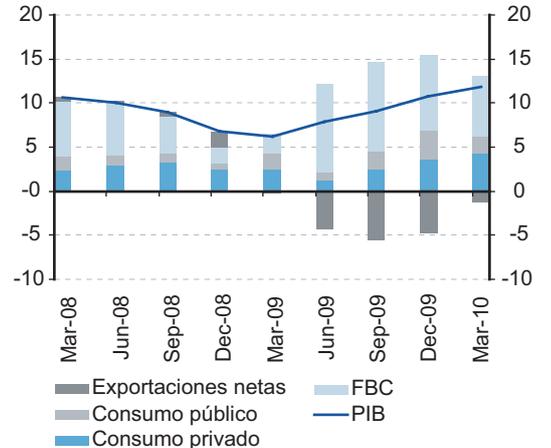
Un tono más positivo de la demanda interna de los países emergentes no es el único factor tras la aceleración de su crecimiento. La demanda externa de China también se ha recuperado en los últimos trimestres (véase el gráfico 2) y se espera para 2010 una contribución positiva al crecimiento. El resto de los países asiáticos también se ha beneficiado de este dinamismo (a través del comercio internacional y de los altos precios de las materias primas, según se muestra en el gráfico 3) por la elevada demanda de China y, más recientemente, por una demanda externa que se ha ido generalizando geográficamente.

Gráfico 1
**Economías emergentes y G3:
Crecimiento del PIB en %**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
**China:
contribución al crecimiento del PIB (% a/a)**



Fuente: BBVA Research

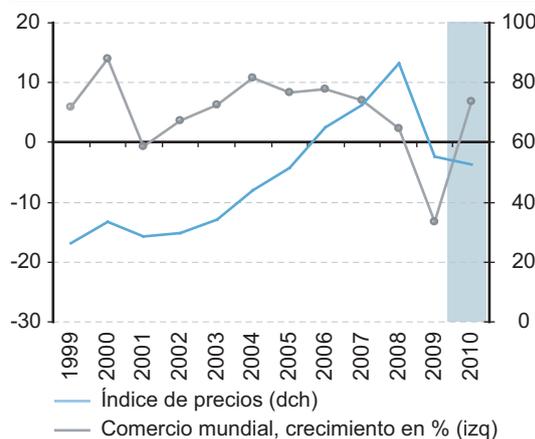
Entre otros factores subyacentes a la mejoría cíclica, cabe decir que la política fiscal expansiva ha desempeñado un papel clave en el apoyo a la actividad de muchas economías y continúa estimulando el crecimiento en determinadas áreas. En este contexto, las políticas fiscales han tenido mayor éxito del previsto, suponiendo un soporte a la actividad en el corto plazo, especialmente en Estados Unidos y China. En el caso de Estados Unidos, algunos programas han obtenido resultados muy favorables (como el Tax Home Credit o el Cash for Clunkers). No obstante, algunas señales evidencian que la demanda privada de los Estados Unidos se recupera independientemente de los estímulos públicos. En este sentido, el consumo privado gana fuerza progresivamente (en el primer trimestre el gasto al consumo se elevó un 0,9% intertrimestral, con una contribución de 0,6 puntos, una mejoría de 0,3 respecto al trimestre anterior) y el mercado laboral comienza a mostrar los primeros síntomas de recuperación sostenida, con una tasa de desempleo que se modera (desde el 10% del cuarto trimestre de 2009 hasta el 9,7% del primer trimestre del ejercicio 2010). Además, gran parte de los fondos disponibles en los paquetes fiscales no se han empleado todavía, lo que garantiza el apoyo a la actividad durante el resto del año. A pesar de ello, existe cierta preocupación en torno a la sostenibilidad de este impulso más allá de 2010.

Como resultado de la mejora cíclica, se han revisado las previsiones de crecimiento de Estados Unidos y China. La tasa de crecimiento del PIB de Estados Unidos para 2010 se ha revisado al alza respecto al inicio del año hasta el 3%, una cifra próxima a su crecimiento potencial. Por otra parte, la previsión de crecimiento de China se revisa de forma similar al alza hasta el 9,8%. Además, este dinamismo también genera efectos positivos en otras economías. Por ejemplo, las previsiones más favorables de Estados Unidos a corto plazo tienen un efecto positivo sobre las expectativas de México para 2010. Tal efecto supone un impulso sobre la economía mexicana superior a 1 pp en 2010, con lo que nuestras estimaciones para el crecimiento de México se sitúan en el 5%. Sin embargo, el incremento de los impuestos en México y un rendimiento salarial real inferior al previsto generan dudas acerca de la fortaleza de la demanda interna.

El resto de países latinoamericanos y asiáticos se han beneficiado igualmente de estos efectos de arrastre positivos. Nuestras estimaciones del crecimiento del PIB para el 2010 en Asia (excluida China) y las principales economías de América del Sur se han revisado al alza respecto a enero, del 5,1% al 6% y del 2,3% al 2,9%, respectivamente (gráfico 4).

Gráfico 3

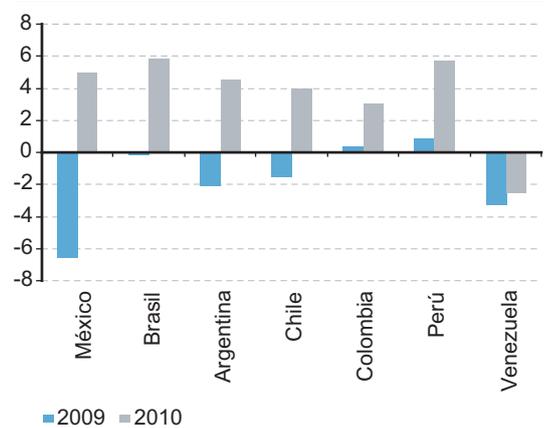
Comercio y precios de materias primas (términos reales)



Fuente: BBVA Research con datos de CPB

Gráfico 4

Previsión del crecimiento del PIB (% a/a)



Fuente: BBVA Research

Como factor negativo destacan las altas primas de riesgo observadas en Europa. No obstante, el mecanismo de estabilización financiera europeo reduce la incertidumbre a corto plazo

Este factor es una consecuencia del elevado nivel de deuda de algunos países de la zona euro y de las dudas acerca de su capacidad para hacerle frente en el marco actual de toma de decisiones. No obstante, la tendencia de incremento de diferenciales y presión financiera podría comenzar a revertirse a corto plazo a partir de la aprobación del mecanismo de estabilización financiera europeo, además del acuerdo del FMI y la UE sobre Grecia y el refuerzo del compromiso para la consolidación fiscal de España y Portugal.

El mecanismo de estabilización europeo es una respuesta inteligente y satisfactoria para generar disciplina fiscal en Europa. Desde la creación de la zona euro, ninguno de los dos instrumentos disponibles para mantener la disciplina fiscal ha resultado efectivo. Por una parte, en los últimos años, la normativa basada en reglas fiscales reflejada en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) ha demostrado ser insuficiente. Por otra, durante muchos años, los mercados de deuda (disciplina de mercado) han infravalorado el riesgo potencial derivado de las sendas de deuda pública de determinadas economías europeas. No obstante, en la última crisis, el mercado ha diferenciado entre países, aunque el movimiento ha resultado excesivo y ha generado fuertes dinámicas de inestabilidad financiera.

El nuevo instrumento está correctamente diseñado para armonizar los mecanismos de disciplina de mercado y los derivados de las políticas fiscales, ya que ofrece acceso a los fondos de estabilización a condición de la implantación de un plan de consolidación fiscal convincente a medio plazo. De esta forma, en la zona euro se han creado incentivos adecuados y suficientemente potentes para que los países puedan embarcarse en ambiciosas estrategias de consolidación fiscal. Si los países no consiguen trazar planes con credibilidad, se encontrarán expuestos al mercado sin el apoyo financiero del conjunto de la UEM. Esto incrementaría rápidamente el coste de la deuda, generando una intensificación de los problemas de sostenibilidad fiscal y, potencialmente, una crisis financiera interna. Como resultado, el papel disciplinador de los mercados se fortalece al enmarcarse en las reglas de la estabilidad presupuestaria europea.

Además, el BCE ha puesto en marcha medidas adicionales con el fin de enfrentarse a las tensiones de los mercados financieros. Estas medidas implican un cambio drástico en la política del BCE. En primer lugar, se produce una ampliación del marco de colaterales. Así, los bonos griegos ahora se aceptarán como colateral independientemente de su calificación, dada su cercanía al umbral de elegibilidad del BCE, tras las recientes rebajas de calificación. En segundo lugar, tras el contagio de las tensiones de los mercados soberanos a otros mercados crediticios, el BCE acordó reintroducir operaciones de refinanciación a largo plazo (LTRO) de tres y seis meses y la reactivación de líneas swap de liquidez temporales con la Reserva Federal. Finalmente, el BCE ha empezado a llevar a cabo intervenciones directas en los mercados de deuda pública y privada de la Eurozona para la adquisición de estos valores.

El significativo cambio de las políticas del BCE mantendrá probablemente una gran liquidez en el sistema durante un largo plazo de tiempo, independientemente de los aspectos que afectan a la implantación de estas medidas. Esto implica una presión bajista en los tipos a corto plazo y un retraso en la estrategia de salida de la política monetaria.

La totalidad del paquete de medidas ha estabilizado las condiciones de mercado a corto plazo. El importe de los fondos resultará probablemente suficiente para mantener a España y Portugal fuera del mercado, si fuese necesario. Sin embargo, se mantiene la incertidumbre en tres áreas principales: i) la implantación del paquete de rescate en los próximos meses; ii) la credibilidad de la consolidación fiscal posterior que deberá adoptarse en determinados países de la UE y iii) el compromiso establecido a medio plazo en relación al paquete de medidas por los países centrales de la UEM. A corto plazo, la previsión en Europa se ve afectada negativamente por el incremento de las primas de riesgo, la consolidación fiscal adicional que deberá implantarse en algunos países y las implicaciones de los recientes episodios sobre la confianza de los agentes.

Como consecuencia, las expectativas de crecimiento para la zona euro en el 2010 apenas se han revisado al alza, con un crecimiento que se estima en el 0,7% para 2010; además, la recuperación se retrasará respecto a otras economías avanzadas. Aunque esta evolución puede incidir en primer lugar en la economía europea, no se descartan efectos negativos hacia el resto del mundo.

La sostenibilidad de la recuperación no está garantizada más allá de 2010, principalmente en los países desarrollados, tras el impulso a corto plazo de la expansión monetaria y fiscal mundial

Si bien se observa una expansión continua de la recuperación económica en todo el mundo en los primeros meses de 2010, también se pone de manifiesto la heterogeneidad existente entre los distintos países. Esta diferencia cíclica tiene que ver básicamente con el modo en que los países han implantado las medidas. En otras palabras, el dinamismo de la recuperación en las distintas regiones es resultado de la intensidad del uso de la política fiscal y monetaria.

Aunque se ha empleado una variedad de medidas, las políticas han sido particularmente instrumentales para garantizar la mejora cíclica de China y Estados Unidos, como se ha demostrado con anterioridad. La expansión fiscal y monetaria no sólo ha impulsado la actividad sino que también ha sido un apoyo

para el gasto de los agentes económicos (véase gráficos 5 y 6). No obstante, a medida que los efectos de las distintas políticas fiscales y monetarias expansionistas se agotan, aumenta la incertidumbre acerca de la sostenibilidad de la recuperación más allá de 2010, en concreto en las economías avanzadas.

Gráfico 5

EE.UU. venta de viviendas (millones)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6

EE.UU. consumo real personal (USD millones)



Fuente: BBVA Research

3. Creciente divergencia en las estrategias de salida de política monetaria

Se observa una amplia heterogeneidad en las condiciones cíclicas entre las distintas regiones. En consecuencia, las estrategias de salida de política monetaria difieren: se espera un aumento gradual de tipos en EEUU; en la UEM se mantendrán las condiciones expansivas por un largo periodo; en las economías emergentes no existe una única estrategia, dada la heterogeneidad cíclica

En Estados Unidos, aunque el crecimiento económico pueda ralentizarse a partir de 2010, el riesgo de una nueva recesión es bajo, y las presiones inflacionarias son muy limitadas. Por el contrario, las desalentadoras previsiones de crecimiento, los riesgos financieros y unas tasas de inflación moderadas que se observan en Europa, condicionarán probablemente la estrategia de salida de la política del BCE durante algún tiempo. En las economías emergentes, el riesgo reside en el recalentamiento alimentado por el excesivo retraso en la salida. Por tanto, se espera que en cada región se implanten distintas estrategias de salida.

En Estados Unidos se prevé un incremento progresivo de los tipos de interés en torno a comienzos del año 2011, en un contexto de debilidad de sus fundamentales y presiones inflacionarias muy incipientes

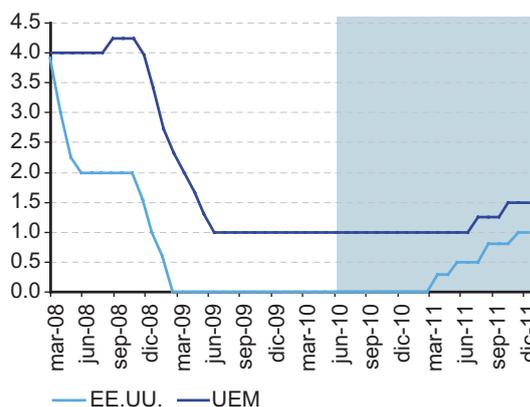
Estos movimientos alcistas de tipos son la respuesta a una recuperación más intensa, con mejoras de los indicadores del consumo privado y del mercado laboral. Además, los tipos de interés se encuentran en niveles de mínimos históricos. Se prevé que la Reserva Federal se comporte de manera *forward looking*, actuando antes de que los indicadores cíclicos alcancen los mismos niveles observados en anteriores episodios de ajuste.

A pesar de todo, es probable que el ritmo de este ajuste sea gradual. En este contexto, se prevé un incremento de los tipos de interés de la Reserva Federal que comenzará a principios de 2011, mientras que el mercado espera que estas subidas se registren en el cuarto trimestre del presente año. Nuestra expectativa está basada en una visión del crecimiento a medio plazo menos positiva, teniendo en cuenta que los fundamentales continúan mostrando debilidad y el proceso de desapalancamiento sigue estando pendiente en gran medida. También se apoya en que las revisiones del crecimiento al alza se basan únicamente en factores temporales y no existen señales suficientes de que los fundamentales acompañan por completo la recuperación.

Además, el enfoque gradual se da en un contexto de presiones inflacionarias muy incipientes. Por lo tanto, se espera que los tipos aumenten muy gradualmente y que se sitúen ligeramente por encima del 1% al cierre del año 2011 (véase el gráfico 7). Sólo sorpresas de carácter positivo procedentes del mercado laboral podrían acelerar esta tendencia gradual.

Gráfico 7

Tipos de interés oficiales



Fuente: BBVA Research

Gráfico 8

UEM: Eonia 1 mes



Fuente: Datastream

Con el fin de gestionar la elevada liquidez en el sistema, la Reserva Federal utilizará con carácter preferente la remuneración sobre el exceso de reservas, aplicando una estrategia de comunicación cautelosa

La Reserva Federal cuenta con una serie de medidas alternativas para gestionar los elevados niveles de liquidez del sistema, que no necesariamente requieren la retirada de las políticas no convencionales. Entre ellas, el incremento de los tipos de interés sobre las reservas en exceso (IOER, por sus siglas en inglés), ejecución de acuerdos de recompra inversa (RRP, por sus siglas en inglés) con los principales intermediarios, ejecución de RRP con un rango mayor de contrapartes, uso de facilidades de depósito a plazo (TDF, por sus siglas en inglés), absorción de las reservas en exceso, rescate de valores vencidos y prepagados de la Reserva Federal sin la reinversión del resultado y venta de valores de la Reserva Federal antes de su vencimiento.

Como una gran parte de esta liquidez se encuentra aún materializada como exceso de reservas en la Reserva Federal, se han llevado a cabo acciones en este frente. Dentro del conjunto de herramientas de que dispone la Reserva Federal, es probable un mayor uso de la IOER. De hecho, los movimientos recientes están claramente dirigidos al mantenimiento de un corredor (intervalo establecido por la tasa de descuento y la IOR) definida por la IOR.

Partiendo de esta base, la estrategia de comunicaciones debería ser previsible, ya que la Reserva Federal desea evitar que se generen expectativas erróneas acerca del *timing* del ajuste. Es probable que el lenguaje de “*extended period*” continúe hasta el cuarto trimestre del 2010. A partir de ahí, se prevé que se produzcan cambios progresivos.

Las previsiones apuntan a que cualquier medida restrictiva por parte del BCE llegarán con mayor retraso, en vista de la fragilidad del sistema financiero europeo, las dudas acerca de la fortaleza de la recuperación y los bajos niveles de inflación

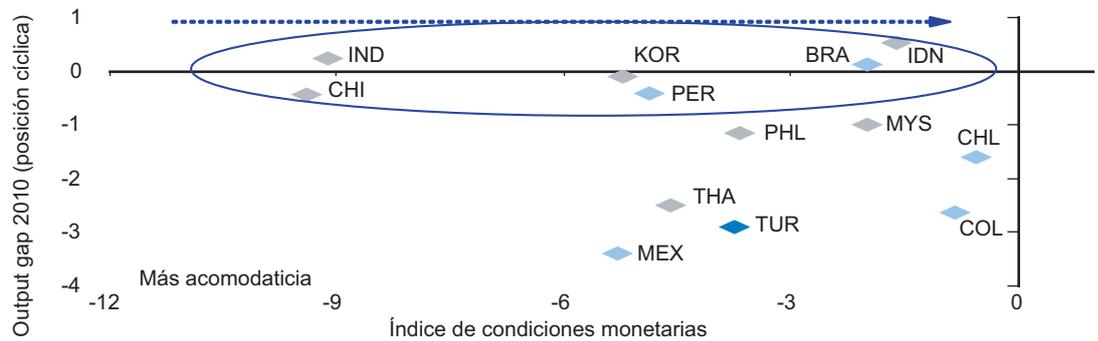
Por el contrario, en la zona euro, las menores previsiones de crecimiento, los riesgos financieros y soberanos y las tasas de inflación moderadas retrasarán probablemente la estrategia de salida durante un período de tiempo prolongado. La débil recuperación económica y la moderación de la inflación en la zona euro hacen improbable que el BCE pueda elevar los tipos antes del segundo semestre del 2011. La demanda interna puede continuar siendo muy débil por la fragilidad del sector financiero durante 2010 y 2011. Parece probable que la inflación subyacente se reduzca ligeramente (en porcentajes cercanos al 0,5% en el 2010 y 0,7% en el 2011), con lo cual los tipos se encontrarían en sus niveles mínimos desde la creación de la zona euro.

En concreto, la situación actual de los mercados de bonos de Europa apoya nuestra visión de que el BCE se enfrenta a una situación más difícil en lo que respecta a las políticas actuales de salida y, en consecuencia, a un mayor retraso en relación a los ajustes monetarios de Estados Unidos.

Al contrario de lo que sucede en Estados Unidos y Europa, los riesgos en las economías emergentes están asociados al recalentamiento, por lo que resultaría necesaria una salida de la política monetaria expansiva más rápida. No obstante, dado que los países se enfrentan a situaciones cíclicas distintas, no existe una única estrategia común a todas las economías

En lo que respecta a las economías emergentes, hay pocas dudas acerca del crecimiento a corto y medio plazo. En este caso, los riesgos están más asociados a un posible recalentamiento y a las medidas que las autoridades pueden adoptar para enfrentarse a esta situación. La recuperación ha tomado impulso gracias a las políticas expansivas implantadas durante el período de crisis. Como resultado, en 2010 la mayoría de estas economías están cerrando las brechas de producto negativas con gran rapidez, como lo ilustra el gráfico 9. Entre estas economías existe un significativo grupo de países que debería realizar esfuerzos adicionales para ajustar al alza sus políticas monetarias, en particular China e India.

Gráfico 9

Mercados Emergentes: posición cíclica vs. condiciones monetarias

Nota: Los países dentro del círculo tienen unas condiciones monetarias excesivamente laxas dada su brecha de producto. En estos casos se recomienda una política más restrictiva.

Fuente: BBVA Research

En este contexto, existe cierta preocupación acerca del plazo en que deben retirarse los estímulos monetarios. En esta región, además de los factores típicos que determinan los tiempos óptimos (posición cíclica, niveles de inflación, posición fiscal...) hay que tener en cuenta otros factores que podrían originar problemas adicionales, como la evolución de los precios de los activos y los elevados flujos de capital. No obstante, dadas las distintas situaciones a las que se enfrentan las economías emergentes, no existe una única estrategia de salida válida para todas ellas.

Sin embargo, existe un retraso en la salida de la política monetaria, especialmente en Asia, que se prevé que continúe en el futuro, incrementando el riesgo de recalentamiento

En la práctica, el estímulo monetario se está eliminando con lentitud desde una posición muy laxa, especialmente en Asia, principalmente a través de medidas cuantitativas para enfriar el sector inmobiliario y limitar el crecimiento del crédito, pero sin cambios significativos en los tipos de interés.

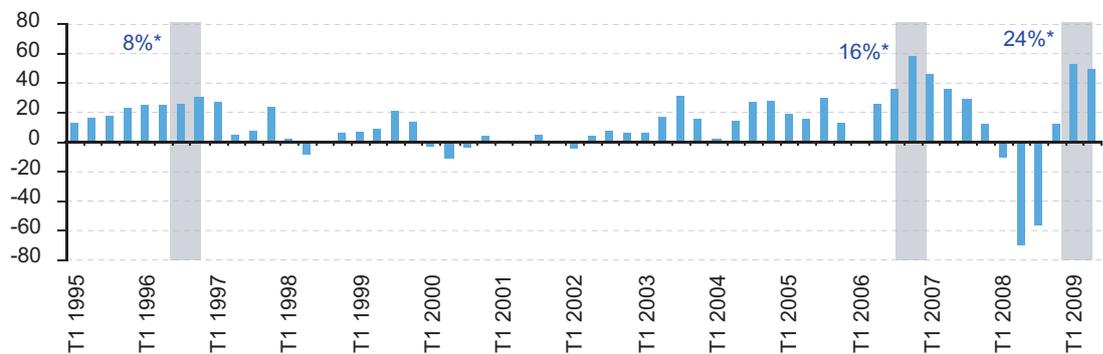
Así, a pesar de la avanzada posición cíclica y de la gran liquidez de estas economías, varios países están retrasando su salida o siendo menos agresivos de lo exigido. La incertidumbre acerca de una reversión de la demanda global, la ausencia de presiones inflacionarias significativas (salvo en el caso de India y Brasil) y el ciclo electoral de algunos países de Latinoamérica han ofrecido a los responsables políticos argumentos para retrasar la salida.

En un futuro próximo se espera que el proceso de salida continúe siendo lento, elevando el riesgo de recalentamiento, especialmente en Asia, donde la necesidad de una pronta salida es más necesaria debido a una creciente contribución de la demanda interna.

La recuperación más sólida en las economías emergentes se deriva en una caída de las primas de riesgo y masivas entradas de capitales, lo que podría dañar la competitividad de estos países. Los controles de capital surgen como una posible herramienta, pero es probable que resulten ineficaces a la hora de contener las presiones apreciatorias

Al mismo tiempo, la mejor evolución de estos países respecto a los más avanzados ha llevado a una reducción en las primas de riesgo relativas, lo que ha permitido volver a la tendencia creciente de entrada de capitales que se observaba desde el año 2002, sólo interrumpida durante la crisis del 2008 (véase el gráfico 10).

Gráfico 10

**Mercados Emergentes:
entradas de capital (miles de millones de dólares) y apreciación de la divisa**

* El valor es la máxima apreciación registrada durante el período de entrada masiva de capital (media simple entre los principales mercados emergentes: Argentina, Brasil, México, Colombia, Chile, Perú, Venezuela, China, India, Indonesia, Malaysia, Corea, Tailandia, Polonia, Rusia y Turquía).

Fuente: IFS y BBVA Research

Las masivas entradas de capital pueden provocar efectos adversos. Desde un punto de vista macroeconómico, generan presiones apreciatorias que reducen la competitividad de los países. Desde la perspectiva financiera, las entradas de capital pueden conllevar una excesiva exposición a las divisas extranjeras, impulsando booms de crédito y excesivo crecimiento del precio de los activos.

Los responsables de las políticas han optado tradicionalmente por una combinación de medidas monetarias y fiscales para reducir los tipos de interés o una intervención directa en el mercado de divisas a través de la acumulación de reservas (con esterilización, si fuese necesario). Una medida adicional para administrar los flujos de divisas es la implantación de controles de capital. No obstante, su eficacia es cuestionable, de manera que, en ausencia de políticas alternativas, los tipos de cambio no resistirían las presiones apreciatorias a las que se enfrentan actualmente.

En consecuencia, en los mercados de divisas se espera una apreciación de las monedas de la mayoría de las economías emergentes

En este contexto, los mercados de divisas también se han sometido a un cambio significativo en meses recientes. 1) depreciación del euro respecto a todas las principales divisas; 2) fuertes presiones de apreciación para las economías emergentes, al menos hasta que se aclaren los efectos del contagio; 3) depreciación del dólar en términos efectivos reales.

En lo que respecta al primer punto, un elemento clave de la realineación de las divisas globales es la depreciación del euro respecto a las principales divisas. A corto plazo, este cambio estaría impulsado claramente por la aversión al riesgo o, de forma más generalizada, por una percepción negativa entre los inversores de las dinámicas de deuda de varios países europeos y la gestión de esta situación en las instituciones europeas. No obstante, subyacen también diferencias cíclicas entre la UEM y otras regiones (Estados Unidos o economías emergentes), que se reflejan, entre otras cosas, en la amplia diferencia entre las rentabilidades de Estados Unidos y Alemania. De esta forma, incluso aunque el factor de aversión al riesgo pudiese moderarse en los próximos meses, la posibilidad de regresar a los anteriores niveles entre el euro y el dólar debería considerarse limitada.

Hasta el momento del contagio de las últimas semanas, la segunda tendencia en los mercados de divisas la protagonizaban las fuertes presiones apreciatorias en las economías emergentes. Esta apreciación tiene un claro fundamento en las optimistas perspectivas de crecimiento en la mayoría de estas economías. Este factor se ha visto amplificado por las recientes condiciones financieras. En primer lugar, como consecuencia de la crisis, pero también porque probablemente las primas de riesgo y las expectativas de volatilidad en la mayoría de las naciones desarrolladas se están aproximando a las de las economías emergentes.

En segundo lugar, la amplia liquidez de los países desarrollados se está dirigiendo a las economías emergentes, en un contexto en el que las reducidas tasas oficiales en Estados Unidos y la UEM incentivan la búsqueda de rendimiento y las estrategias de *carry trade*. China es uno de los principales ejemplos en este aspecto. Nuestra previsión es que las autoridades chinas permitirán una apreciación gradual del renminbi en los próximos meses, en paralelo con subidas graduales de los tipos oficiales

y posteriores medidas cuantitativas, al tiempo que ampliarán probablemente las bandas de las fluctuaciones diarias con el fin de disuadir las entradas de capital excesivas. También se prevé la apreciación de otras divisas asiáticas debido a su sólida situación cíclica, el ajuste de sus políticas monetarias y las previsiones positivas respecto a las entradas de capital. En el caso de las divisas de Latinoamérica, dada la gran apreciación que ya han experimentado, se prevé que muchos bancos centrales (especialmente en Brasil) intenten acotar una apreciación adicional de la divisa. La principal excepción de la región es México, donde el tipo de cambio tiene un potencial de apreciación dado un nivel inicial más depreciado y la mejora del momento cíclico.

Finalmente, como resultado de las anteriores tendencias, es importante recordar que, al menos hasta las últimas semanas, el dólar se ha depreciado en términos efectivos reales. El patrón según el cual el dólar se aprecia frente al euro y otras divisas europeas pero se deprecia respecto a las divisas de países emergentes coincide con las diferencias cíclicas relativas pero también con una corrección a medio plazo de los desequilibrios globales. En consecuencia, existen pocas razones para prever una reversión significativa de esta tendencia, salvo en caso de que la aversión al riesgo continúe creando grandes efectos de contagio. Dicho esto, la incertidumbre a medio plazo acerca de la economía estadounidense sugiere que el proceso debería, ser más lento que en los últimos meses, de forma que en lo que queda de año es probable se produzca algún tipo de reversión de los recientes movimientos de fortalecimiento del dólar.

4. Los mercados marcan los límites de las políticas fiscales contracíclicas

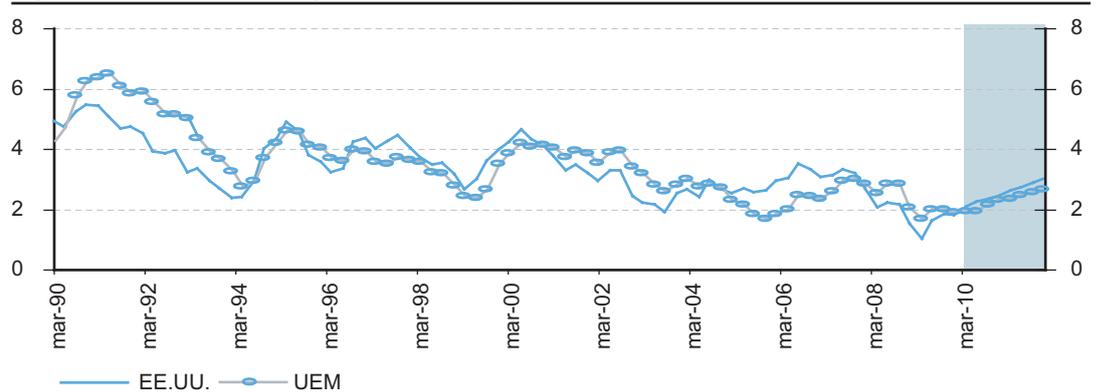
El proceso de consolidación fiscal evidencia la debilidad de la economía europea: las elevadas primas de riesgo prevalecerán en el mercado en una situación de incertidumbre sobre las consecuencias de este proceso

La percepción del mercado sobre la política fiscal ha cambiado rápidamente desde la necesidad de estímulos macroeconómicos a la actual necesidad de consolidación de las cuentas públicas, especialmente en Europa. Tras el amplio plan de estabilización financiera de Europa, algunos países han reforzado sus planes de consolidación fiscal. No obstante, la incertidumbre acerca de los planes de consolidación sigue generando dudas sobre la senda de la deuda pública. El mayor volumen de deuda tanto pública (debido a los persistentes déficits tras el uso intensivo de políticas contracíclicas fiscales) como privada (debido al lento desapalancamiento) en algunas economías, presionará al alza levemente los tipos reales (si bien éstos permanecerán en niveles históricamente mínimos, tal y como se observa en el gráfico 11), haciendo que estas economías sean vulnerables a movimientos al alza en los tipos de interés y manteniendo elevadas las primas de riesgo.

El principal escenario de riesgo es el potencial efecto negativo sobre la economía de esta situación, que se producirá en caso de que se viera afectada la confianza de los agentes, poniendo en peligro la continuidad de la recuperación e incrementando la posibilidad de una recaída en la recesión.

Gráfico 11

Tipos de interés reales (bono a 10 años)



Fuente: BBVA Research

Nota: se emplea un promedio móvil de cinco años de inflación subyacente

Una clara señal de la fragilidad de la situación actual ha sido el contagio a otros países. Este será un motivo de preocupación en un futuro cercano. La historia de la economía está plagada de ejemplos de contagio entre países al final de una crisis. En tales casos, los vínculos geográficos o las similitudes cíclicas tienen mayor peso que las diferencias en los factores fundamentales.

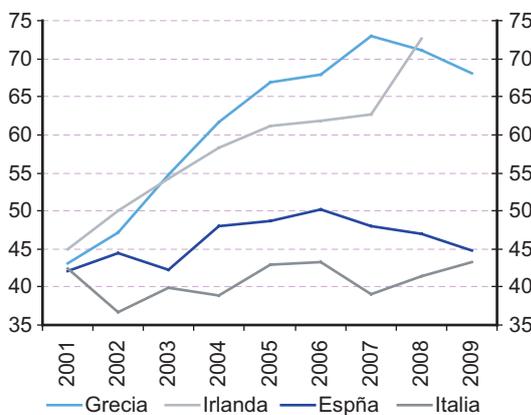
Un caso evidente fue el contagio de los países vecinos tras la crisis en Argentina. El contagio a Chile resultó particularmente injustificado: su economía tenía fundamentales sólidos y mantenía una notable ortodoxia en la gestión de la política económica. Pero esto no sólo ha ocurrido en los países emergentes, también se han dado casos de contagios injustificados en los países desarrollados. Durante la crisis del Sistema Monetario Europeo (SME) a principios de los noventa, el franco francés se situó entre las divisas bajo mayor presión por parte de los inversores internacionales. El franco, al contrario de lo que sucedió con la libra, la lira o la peseta, resistió gracias al soporte financiero alemán. Cabe destacar que varios años después, en 1998, Francia se incorporó a la Unión Monetaria Europea con la misma paridad que prevalecía antes de la crisis del SME. El hecho de que esta paridad haya permanecido claramente inalterada hasta hoy demuestra que el ataque sobre el franco a principios de la década de los noventa no estaba basado en factores fundamentales sino que se trataba únicamente de un contagio sin base de otras divisas con factores mucho más débiles.

El traslado de las tensiones desde Grecia al resto de los países periféricos de Europa parece ser un nuevo caso de contagio infundado

El episodio actual de turbulencias en los mercados también resulta un claro indicador de contagio. De hecho, la crisis griega ha motivado repuntes sustanciales en los *spreads* soberanos en otros países como Portugal, Irlanda y España. No obstante, este desarrollo no está totalmente justificado por el canal financiero directo activado por la crisis griega ni por ninguna similitud en los factores fundamentales. Respecto al primer factor, la exposición internacional al riesgo en Grecia muestra significativas diferencias entre países. Una parte sustancial de la deuda griega pertenece a inversores no residentes, más de un 70% del total de la deuda pendiente. Igualmente ocurre con Irlanda, mientras que España e Italia muestran un mayor sesgo doméstico y, como consecuencia, dependen menos de los inversores extranjeros, como se muestra en el gráfico 12. De hecho, el 80% de la exposición total de la deuda griega la mantienen los bancos europeos. No obstante, los datos también apuntan a que la exposición a Grecia de los bancos europeos es diferente entre los distintos países (como muestra el gráfico 13) y la exposición de España se encuentra claramente por debajo de la media.

Gráfico 12

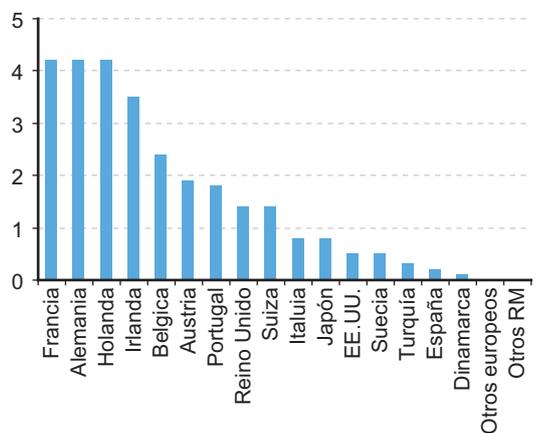
Deuda pública por parte de no residentes (porcentaje)



Fuente: Bancos Centrales y BBVA Research

Gráfico 13

Exposición de los bancos a la deuda griega (% del capital de los bancos)



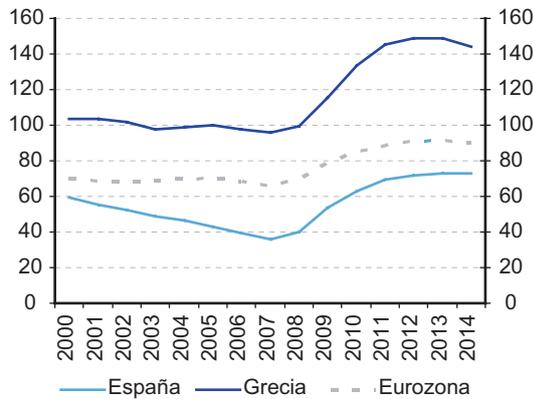
Fuente: IIF

Aparte de este canal directo, los factores fundamentales también varían entre estos países. En concreto, España y Grecia se distinguen tanto en su posición fiscal como en competitividad. Respecto al primer punto, la economía española no tiene ningún problema de sostenibilidad de la deuda pública. El nivel de esta deuda se encuentra claramente por debajo de la de muchos países europeos, entre ellos Grecia (véase el gráfico 14). España fue uno de los primeros países en anunciar un proceso de consolidación fiscal antes de que se iniciase la crisis griega, y cuenta con un historial favorable respecto a la gestión de planes fiscales de austeridad en el pasado. En concreto, la mejora del déficit estructural en el último periodo de consolidación es similar al actual ajuste necesario para alcanzar el objetivo del 3% de déficit en 2013; ningún otro país europeo está en condiciones tan adecuadas para conseguir estos resultados.

Además, en lo que respecta a la competitividad, los problemas de España resultan mucho menos graves. Su cuota de exportación se ha incrementado y el ajuste del déficit por cuenta corriente es destacable, como se muestra en el gráfico 15. Contrariamente a lo que ha ocurrido en países con desequilibrios externos persistentes, como Grecia (con un déficit actual al 12%) y Portugal (cuyo porcentaje se incrementa al 10%), el déficit por cuenta corriente en España se ha reducido del 10% del PIB en 2008 hasta el 4% a principios de 2010. Este desarrollo se explica por distintos factores. En primer lugar, en España el sector privado ha realizado gran parte de los ajustes necesarios. En concreto, España, al contrario que otras economías, ha experimentado un aumento de las inversiones en la época de expansión, que se está corrigiendo ahora a un ritmo mayor. En segundo lugar, con vistas al futuro, España no tendrá las persistentes necesidades de financiación que mostrarán de manera recurrente otros países. Esto debería dar lugar a distintas vías de sostenibilidad de la deuda.

Gráfico 14

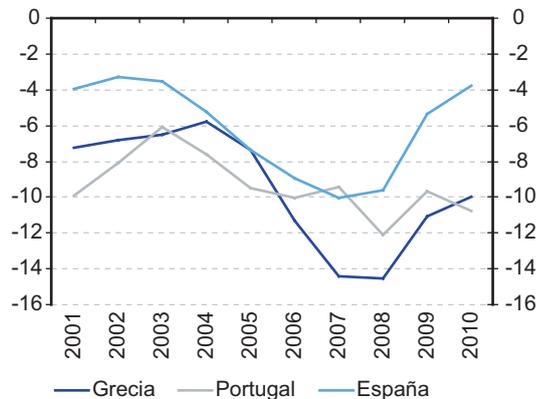
Deuda pública



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 15

Saldo por cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: Datastream

En resumen, aunque algunos países se encuentran bajo presión por parte de inversores internacionales, el contagio de la crisis griega resulta de difícil justificación en lo que respecta a los factores fundamentales. No obstante, con el fin de superar esta situación, los países afectados por el contagio están obligados a realizar esfuerzos adicionales para salvaguardar su credibilidad y reforzar el sólido compromiso con la sostenibilidad fiscal y las reformas estructurales. España y Portugal, en concreto, se encuentran en el punto de mira de los mercados. Como consecuencia, estas economías han reforzado sus compromisos afrontando acciones adicionales de ajuste fiscal. El Gobierno español ha anunciado recientemente que anticipará el esfuerzo de consolidación reduciendo su déficit objetivo en un 0,5% en 2010 y un 1% en 2011. De forma similar, Portugal ha anunciado medidas adicionales para avanzar en los ajustes fiscales (con una disminución del déficit adicional de un 1% en 2010 y un 1,5% en 2011).

5. La consolidación fiscal a largo plazo: un desafío fundamental para los países desarrollados

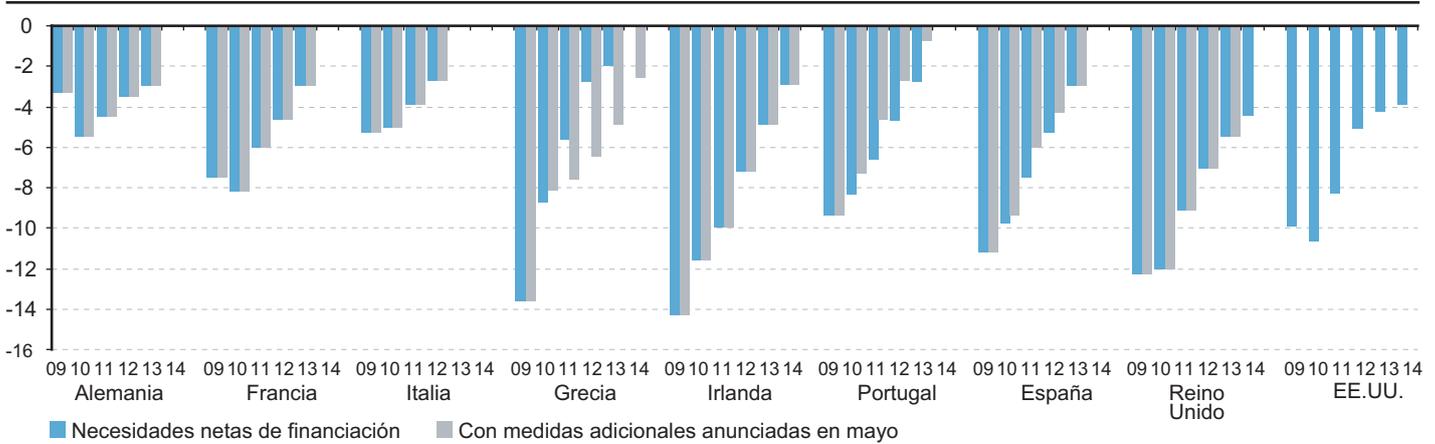
La incertidumbre sobre el aumento de la deuda pública centra la atención sobre los planes de consolidación fiscal de los países desarrollados en un entorno de primas de riesgo elevadas

Además de las urgencias a corto plazo, existe una creciente preocupación acerca de las consecuencias a largo plazo de los incrementos generalizados y persistentes en los niveles de deuda pública, consecuencia de las expansiones fiscales. Ello ha dirigido la atención hacia el proceso de consolidación fiscal pendiente. Como se observa en el gráfico 16, el deterioro de las posiciones fiscales ha sido general. De forma similar, los planes de consolidación se están planteando de forma generalizada, aunque con diferencias significativas entre economías.

Algunos países como Alemania, Francia o Italia afrontan la consolidación desde una posición con menos presión, incluso en el caso de la segunda, que parte de niveles de déficit relativamente elevados. Alemania estaría aplicando en 2010 estímulos adicionales. Dejando aparte el caso de Grecia, Irlanda y Portugal están planteando una vía de consolidación muy gradual, postergando la mayor parte del ajuste para el tramo final del período. Por el contrario, España está iniciando la consolidación en 2010, con una fuerte corrección del déficit, si bien es bastante similar a la que se llevó a cabo en el anterior período de consolidación fiscal, que finalizó en 2007 con un superávit presupuestario del 2%.

Gráfico 16

Proyectos de planes de consolidación fiscal



Fuente: Gobiernos nacionales a la Comisión Europea Enero 2010, anuncio en Mayo y CBO para EEUU

Fuera de la zona euro, la consolidación ya se ha iniciado, aunque a un ritmo muy lento. El Reino Unido partió de una posición de elevado déficit y, en ausencia de los detalles del plan que va a implantar el nuevo gobierno, se espera una consolidación moderada. En Estados Unidos es también lenta y las últimas cifras publicadas por la Oficina Presupuestaria del Congreso apuntan a que se alcanzará un déficit del 4% en 2020. Esta es una fecha significativa, porque en ese momento, hay varios factores que pueden ejercer todavía más presión sobre las cuentas públicas. En particular, todos los países desarrollados se enfrentan a incrementos en el gasto derivados del envejecimiento de la población y de los sistemas sanitarios nacionales.

La disponibilidad de herramientas de ajuste y una economía flexible son factores clave que permiten ganar credibilidad y confianza y contener las presiones del mercado, como es el caso del Reino Unido y Estados Unidos

La heterogeneidad en la velocidad de salida de las políticas fiscales expansivas y las distintas respuestas del mercado ponen de manifiesto que la confianza y la credibilidad son principios clave para disponer de margen en la implantación de políticas económicas. Fuera de la zona euro, por ejemplo, los casos de Reino Unido y Estados Unidos resultan paradigmáticos, ya que pueden permitirse retirar sus programas de estímulo con gran lentitud aunque experimenten déficits presupuestarios elevados. Estas son economías flexibles y con una sólida estructura institucional con la credibilidad necesaria para llevar a cabo las medidas que corrijan rápidamente la situación, en caso de fuera necesario.

En síntesis, todos estos elementos apuntan en la misma dirección: en los países desarrollados se mantendrán elevadas primas de riesgo por un período prolongado, a la vez que se observa necesidad de esfuerzos de consolidación y reformas estructurales adicionales que mejoren la competitividad y el crecimiento de medio plazo de los países.

Diferencias crecientes entre aquellos países que pueden controlar con credibilidad sus variables fiscales y los que no

El reciente episodio de aversión al riesgo está añadiendo un comportamiento hacia activos de mayor calidad (*flight to quality*) en los bonos de la mayoría de los países europeos y, aunque se produzca cierta moderación, es bastante probable que se trate de un fenómeno duradero. Incluso si se diluyen de forma gradual los recientes movimientos de contagio, es probable que empiece a resultar relevante la creciente diferenciación entre los países según su situación fiscal. En línea con este punto, se espera que se incremente la diferencia entre aquellos países que pueden gestionar con credibilidad sus variables fiscales y los que no. Este proceso, si se lleva a cabo de forma ordenada, debería valorarse de forma positiva, ya que los mecanismos de disciplina de mercado ofrecerían a los gobiernos los incentivos correctos, algo que no sucedía anteriormente.

6. La lenta reestructuración financiera y el proceso regulatorio pueden lastrar la recuperación

Además de la situación actual y futura en los mercados, la otra fuente de incertidumbre procede del sector financiero, por dos motivos diferentes. Por una parte, existe una creciente preocupación acerca de la lenta reestructuración del sector financiero. Por otra, hay una notable incertidumbre respecto a los resultados de la reforma regulatoria en marcha. Es probable que ambos factores restrinjan la disponibilidad de crédito en el futuro.

A pesar de que algunos elementos a corto plazo han moderado la presión sobre el sector financiero, la reestructuración de éste, especialmente en Europa, se está produciendo de forma muy lenta y es probable que se esté gestionando de manera desordenada

La lentitud de la reestructuración del sector financiero es un motivo de preocupación, en particular en Europa, donde a lo largo de 2009 las medidas adoptadas en algunas economías sólo permiten posponer las medidas necesarias para resolver los problemas que todavía experimenta el sector.

Hasta ahora, en algunas economías, el sector financiero ha aprovechado algunos elementos que han suavizado la presión sobre el mismo. En primer lugar, las medidas extraordinarias de las políticas monetarias (en lo que respecta a tipos más reducidos y a la abundante liquidez) han creado una vía asequible de financiación. La contrapartida de esta financiación a corto plazo ha sido la inversión en activos soberanos y otros activos a largo plazo, beneficiándose de la pronunciada pendiente de la curva de tipos que han generado estas políticas. Esta es una forma temporal de mantener los resultados del sector financiero, pero no una fuente permanente de estabilidad para el sector.

En segundo lugar, el lento proceso de reconocimiento de pérdidas, la lenta reducción de la exposición a activos estructurados y la reestructuración de préstamos, han mantenido la tasa de mora en niveles relativamente reducidos. También se trata de efectos temporales, particularmente teniendo en cuenta el desfase que habitualmente muestra la tasa de mora respecto al ciclo, especialmente en Europa, donde a su vez, ésta se retrasa respecto a EEUU en un año aproximadamente. Todos estos factores sugieren que es probable que se esté afrontando una situación de reestructuración lenta.

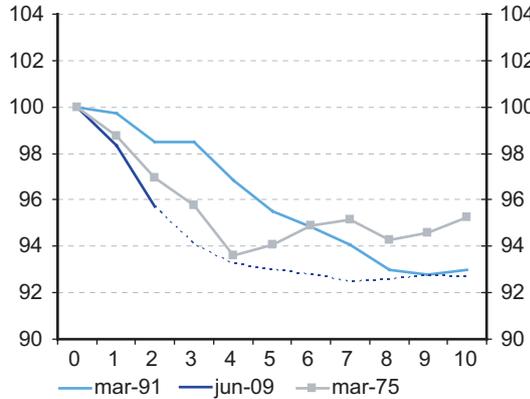
En este contexto, la provisión de crédito se verá notablemente afectada en comparación con otros períodos de recuperación. En vista de la importancia del canal de crédito en las primeras etapas del repunte económico, existe un riesgo creciente de afrontar una recuperación sin crédito, lo que podría constituir un obstáculo potencial al crecimiento, en particular en la zona euro

Una preocupación creciente en relación con la lenta reestructuración del sector financiero, es la posibilidad de enfrentarse a una recuperación sin crédito mayor de la esperada. Hasta el momento, el crédito ha mostrado en todas las regiones una tendencia de moderación en los últimos trimestres. En Estados Unidos en concreto, la tendencia a la baja ha sido más pronunciada y algunos segmentos de crédito han registrado intensas caídas. Igualmente este es el caso de Europa, aunque en menor extensión. Tras tres trimestres consecutivos de crecimiento en Estados Unidos y en la zona euro, el crédito sigue mostrando debilidad. Esto se debe a varios factores, como el proceso de desapalancamiento y la fragilidad del sector financiero.

De acuerdo a nuestras estimaciones, el crédito no impulsará a la economía en el ciclo actual y la relación de crédito respecto al PIB continuará disminuyendo en los próximos trimestres, de forma más intensa que en otros ciclos (véanse los gráficos 17 y 18). Se trata de una preocupación creciente ya que la experiencia histórica y nuestras propias simulaciones muestran la importancia del canal de crédito para impulsar el crecimiento económico, en concreto cuando las economías se enfrentan a las primeras fases de crecimiento. En resumen, una recuperación sin crédito es un factor de riesgo y un posible freno para la economía, en particular para la zona euro.

Gráfico 17

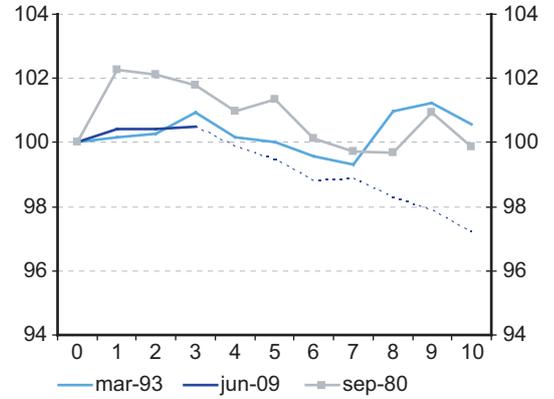
EEUU:
crédito real total / PIB en diferentes ciclos
(=100 al inicio de cada recuperación)



Fuente: BBVA Research basado en BEA y Fed

Gráfico 18

UEM:
crédito total real / PIB en los diferentes
ciclos (=100 al inicio de cada recuperación)



Fuente: BBVA Research basado en Eurostat y ECB

La reforma regulatoria en marcha puede limitar la capacidad del sector bancario para proporcionar crédito en el futuro. La situación más probable es la de un incremento en los requisitos de capital y liquidez y medidas adicionales para controlar el riesgo en el sistema

Respecto al segundo factor, la reforma regulatoria en marcha entraña algunas incertidumbres futuras para la industria financiera, especialmente dado que el resultado final es todavía incierto, con un conjunto amplio de propuestas procedente de diferentes instituciones. Partiendo de esta base, nuestro escenario central incluye algunos elementos que minimizan los riesgos potenciales de la reforma. En concreto este escenario gira en torno al liderazgo del Financial Stability Board (FSB), con un debilitamiento de las iniciativas nacionales o con un cierto grado de acomodo de algunas iniciativas nacionales dentro del marco del FSB. En consecuencia, parece que hasta cierto punto está garantizado un enfoque global, por lo que se minimizan los riesgos de fragmentación regulatoria.

En este escenario, el plazo para el FSB es el mes de noviembre, en el que tendrá lugar la reunión del G20 en Seoul. El resultado esperado en noviembre es la adopción de requisitos adicionales de capital y liquidez para el sector bancario en línea con la propuesta conocida como Basilea III.

Las principales preocupaciones respecto al escenario regulatorio son las siguientes: en primer lugar, es posible una fragmentación en la fase de implementación si se admiten cláusulas de "grandfathering" y periodos de transición prolongados a nivel nacional. Esto incrementará las posibilidades de arbitraje. En segundo lugar, una ruptura en el marco global de toma de decisiones puede minar el marco competitivo. Finalmente, la sobre-regulación, con un menú de medidas diferentes junto a Basilea III afectaría a los mercados de crédito, con consecuencias particularmente injustificadas sobre los mercados emergentes, poniendo en peligro el proceso de bancarización en marcha. Con el objeto de evitar este escenario, debería tenerse en cuenta el resultado de los estudios cuantitativos sobre el impacto acumulado de la regulación. De hecho, una adecuada valoración del impacto acumulado de los cambios regulatorios propuestos es la forma óptima de combinar una mayor estabilidad financiera con un impacto limitado sobre el crecimiento del crédito y la economía.

7. Tablas

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas: producto interior bruto

(Tasas interanuales, %)	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	2,1	0,4	-2,4	3,0	2,5
UEM	2,7	0,5	-4,0	0,7	1,3
Alemania	2,6	1,0	-4,8	0,4	1,8
Francia	2,3	0,3	-2,1	0,6	1,1
Italia	1,4	-1,3	-5,1	0,6	1,1
España	3,6	0,9	-3,6	-0,5	1,0
Reino Unido	2,6	0,5	-4,9	0,8	1,5
América Latina *	5,8	4,0	-2,5	4,6	4,0
México	3,3	1,5	-6,6	5,0	3,8
LatAm5 **	7,8	5,0	-1,4	2,9	3,6
Asia	7,3	4,0	1,8	5,8	5,3
China	14,2	9,6	8,7	9,8	9,2
Asia (exc. China)	5,1	2,1	-0,8	4,2	3,8
Mundo	5,3	3,0	-0,7	4,2	4,1

Fuente: BBVA Research

Fecha de cierre: 30 de abril de 2010

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

** Argentina, Chile, Colombia, Perú, Venezuela

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas: inflación (promedio)

(Tasas interanuales, %)	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	2,9	3,8	-0,4	2,0	1,8
UEM	2,1	3,3	0,3	1,0	1,2
Alemania	2,3	2,8	0,2	0,7	1,0
Francia	1,6	3,2	0,1	1,3	1,4
Italia	2,0	3,5	0,8	1,6	1,8
España	2,8	4,1	-0,3	1,2	1,6
Reino Unido	2,3	3,6	2,2	2,7	1,7
América Latina *	6,0	9,0	7,4	6,3	6,4
México	4,0	5,1	5,3	5,1	4,4
LatAm5 **	10,6	16,5	12,5	9,0	16,0
Asia	2,8	4,9	0,2	2,9	2,6
China	4,8	5,9	-0,7	3,1	3,3
Asia (exc. China)	2,1	4,6	0,6	2,8	2,4
Mundo	4,1	6,1	2,2	3,7	3,4

Fuente: BBVA Research

Fecha de cierre: 30 de abril de 2010

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

** Argentina, Chile, Colombia, Perú, Venezuela

Tabla 3

Previsiones macroeconómicas: cuenta corriente (% PIB)

	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	-5,2	-4,9	-3,0	-3,4	-3,8
UEM	0,1	-1,1	-0,8	-0,6	-0,5
Alemania	7,9	6,6	5,0	4,8	4,8
Francia	-2,3	-3,3	-2,9	-3,3	-3,6
Italia	-2,4	-3,4	-3,4	-2,9	-2,8
España	-10,0	-9,7	-5,4	-2,9	-1,4
Reino Unido	-2,7	-1,5	-1,3	-1,8	-2,0
América Latina *	0,9	-0,4	-0,1	-0,9	-1,7
México	-0,9	-1,6	-0,6	-0,7	-1,7
LatAm5 **	2,7	2,5	2,1	1,3	0,3
Asia	5,6	4,1	3,9	3,3	2,9
China	10,9	9,6	6,0	5,6	5,0
Asia (exc. China)	3,6	2,1	3,1	2,4	2,1

Fuente: BBVA Research

Fecha de cierre: 30 de abril de 2010

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

** Argentina, Chile, Colombia, Perú, Venezuela

Tabla 4

Previsiones macroeconómicas: déficit público (% PIB)

	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	-1,2	-3,2	-9,9	-10,6	-8,4
UEM	-0,6	-2,0	-6,3	-6,6	-5,2
Alemania	0,2	0,0	-3,3	-5,5	-4,5
Francia	-2,7	-3,3	-7,5	-8,2	-6,0
Italia	-1,5	-2,7	-5,3	-5,0	-3,9
España	1,9	-4,1	-11,4	-10,4	-8,7
Reino Unido	-2,8	-4,9	-11,5	-12,0	-9,1
América Latina *	-0,7	-1,1	-3,2	-2,8	-2,5
México	-1,1	-2,1	-3,2	-3,6	-3,3
LatAm5 **	2,1	0,7	-2,9	-2,2	-2,2
Asia	-0,3	-2,4	-5,5	-5,6	-5,0
China	2,2	1,4	-0,9	-2,8	-2,8
Asia (exc. China)	-1,3	-3,8	-7,2	-6,7	-5,8

Fuente: BBVA Research

Fecha de cierre: 30 de abril de 2010

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

** Argentina, Chile, Colombia, Perú, Venezuela

Tabla 5

Previsiones macroeconómicas: tipos de interés a 10 años (promedio)

	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	4,6	3,6	3,2	3,9	4,3
UEM	4,2	4,0	3,3	3,3	3,6

Fuente: BBVA Research

Fecha de cierre: 30 de abril de 2010

Tabla 6

Previsiones macroeconómicas: tipos de cambio (promedio)

Dólares (\$) por moneda nacional	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos (EUR por USD)	0,73	0,68	0,72	0,78	0,84
UEM	1,37	1,47	1,39	1,29	1,19
Reino Unido	2,00	1,82	1,56	1,52	1,43
China	7,61	6,95	6,83	6,70	6,39

Fuente: BBVA Research
Fecha de cierre: 30 de abril de 2010

Tabla 7

Previsiones macroeconómicas: tipos de interés oficiales (período final)

	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	4,33	0,63	0,25	0,13	1,25
UEM	4,00	2,50	1,00	1,00	1,50
China	6,93	6,86	5,31	5,65	5,99

Fuente: BBVA Research
Fecha de cierre: 30 de abril de 2010

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 se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

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 y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos 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".

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Escenarios Económicos

Economista Jefe

Mayte Ledo
+34 91 374 40 75
teresa.ledo@grupobbva.com

Rodrigo Falbo
+34 91 537 39 77
rodrigo.falbo@grupobbva.com

Jaime Martínez-Martin
+34 91 537 47 54
j.martinez.martin@grupobbva.com

Alejandro Fernandez Cerezo
+34 91 374 99 24
alejandro.fernandez.cerezo@grupobbva.com

Jorge Rodríguez Valez
+34 91 537 48 90
jorge.rv@grupobbva.com

Con la colaboración de:
Escenarios Financieros
Ignacio González Panizo
+34 91 374 67 61
ignacio.gonzalez-panizo@grupobbva.com

Análisis Transversal Mercados Emergentes
Sonsoles Castillo
+34 91 374 44 32
s.castillo@grupobbva.com

Europa
Miguel Jiménez
+34 91 537 37 76
mjimenezg@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
+34 91 374 33 42
arubiog@grupobbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

José Luis Escrivá

Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:

Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:

Mayte Ledo
teresa.ledo@grupobbva.com
Escenarios Financieros
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com
Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com
Escenarios Económicos
Regulación

España y Europa:
Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com
Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Mercados Emergentes:
Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Mercados Emergentes
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com
Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com
Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk
Sudamérica
Joaquín Vial
jvial@bbva.cl

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com
Equity y Crédito
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com
Tipos de Interés, Divisas y Materias Primas
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com
Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

Estados Unidos y Mexico:

Jorge Sicilia
j.sicilia@bbva.bancomer.com
Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@compassbank.com
México
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com
Análisis Macro México
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar
Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl
Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co
Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe
Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research
Paseo Castellana, 81 - 7ª planta
28046 Madrid (España)
Tel.: 91 374 60 00 y 91 537 70 00
Fax: 91 374 30 25
bbvaresearch@grupobbva.com
www.bbvaresearch.com
Depósito legal: 31256-2000