

Situación Global

Primer Trimestre 2011

Análisis Económico

- Continúa el desacoplamiento, tanto en términos de crecimiento como de políticas.
- Las economías emergentes siguen liderando el crecimiento mundial. Al mismo tiempo, repunta el crecimiento en las principales economías avanzadas, pero se mantienen puntos frágiles.
- Tal y como esperábamos, se han disipado las posibilidades de una recaída en la recesión en Estados Unidos. El riesgo de subida de los tipos de interés a largo plazo ha cobrado más relevancia.
- Las reformas económicas e institucionales en Europa serán fundamentales para resolver la crisis financiera.
- Los precios de las materias primas se estabilizarán pero los riesgos de inflación son cada vez más relevantes en las economías emergentes, que seguirán creciendo con fuerza.



Índice

1. Resumen: desacoplamientos en marcha	3
2. Mejoran las perspectivas de EE.UU.....	7
3. Tensiones financieras en Europa: se abre una ventana de oportunidad	11
4. Los precios de las materias primas se estabilizarán	15
5. Economías emergentes: riesgos de recalentamiento	17
6. Tablas	22

Fecha de cierre: 4 de febrero de 2011

1. Resumen: desacoplamientos en marcha

Continuarán las divergencias en la economía mundial, ampliándose el desacoplamiento tanto en términos de crecimiento como de políticas

El crecimiento global se mantiene con fuerza. Tras cerrar 2010 con una tasa de crecimiento del 4,8%, se prevé que la economía mundial experimente una ligera desaceleración hasta niveles del 4,4% tanto en 2011 como en 2012: un comportamiento mejor de lo que podría haberse anticipado hace 12 meses. Esto se explica a través de la mejora de las perspectivas entre las economías avanzadas, debido a (i) unas mejores expectativas de crecimiento en EE.UU. tras las medidas de estímulo fiscal, y (ii) un sólido comportamiento de las principales economías del centro de Europa, que se han desacoplado de los países de la periferia, los cuales se ven lastrados por las tensiones de los mercados financieros. De hecho, a pesar de que las tensiones de los mercados financieros empeoraron en Europa durante el último trimestre de 2010, la actividad económica en la región ha podido acelerarse, demostrando de este modo –al menos temporalmente– un cierto grado de desacoplamiento también entre la actividad económica real y la financiera. En líneas generales, el patrón de crecimiento de la economía mundial se mantiene prácticamente sin cambios, dado que el verdadero motor de dinamización sigue siendo el mundo emergente, liderado por Asia (China e India en particular, véase Gráfico 1) al tiempo que las economías desarrolladas siguen cediendo terreno, más en Europa que en Estados Unidos.

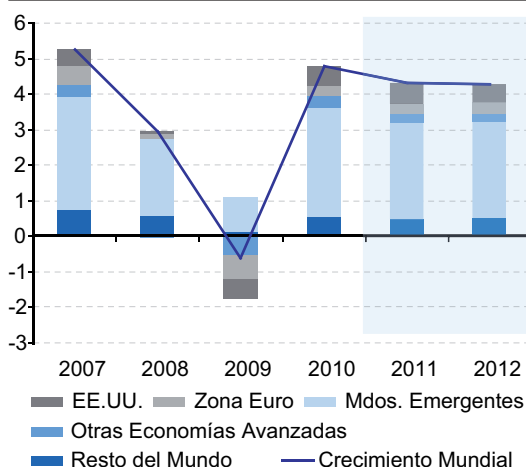
Todos estos desacoplamientos tienen tres importantes consecuencias de cara a las perspectivas. En primer lugar, la divergencia entre el crecimiento de las economías avanzadas y las emergentes seguirá conllevando unas políticas macroeconómicas diferenciadas en ambas regiones. Las políticas monetarias seguirán siendo altamente expansivas en Estados Unidos y en Europa, promoviendo la búsqueda de rentabilidades en otros ámbitos (en los mercados emergentes y, cada vez más, en las materias primas). Al mismo tiempo, están comenzando a aparecer signos de recalentamiento en algunos países de Asia y Latinoamérica, lo cual está empujando a las autoridades de estos países a considerar la implantación de políticas de endurecimiento monetario, antes de lo previsto anteriormente, debido a las incipientes presiones inflacionistas detectadas, especialmente en Asia (Gráfico 2). Los incentivos resultantes para la entrada de capital en las economías emergentes intensificarán los dilemas ya existentes en materia de políticas en ambas regiones entre, por un lado, las políticas de endurecimiento monetario que garanticen una transición fluida y, por otro, las políticas que eviten apreciaciones bruscas y repentinas de los tipos de cambio.

En segundo lugar, las divergencias de crecimiento entre EE.UU. y la UEM –junto con el riesgo financiero– ejercerán una presión bajista sobre el euro y, quizá aún más significativo, seguirán dirigiendo la atención de los mercados hacia la relativa dificultad de la UEM para crecer, dados sus elevados niveles de deuda pública. Este es uno de los elementos –junto con los diferentes tamaños de los programas de compra de deuda pública de los bancos centrales y las tensiones sobre la gobernanza económica en Europa– que explican por qué los mercados no han reaccionado de forma significativa ante un retraso adicional de la consolidación fiscal en Estados Unidos. La diferencia entre esta falta de reacción y el castigo ejercido por los mercados sobre algunos países de Europa no podría ser mayor.

Finalmente, el creciente desacoplamiento experimentado dentro de la UEM empezará a presionar sobre la política monetaria común en la región, ya de por sí dividida entre un incipiente riesgo de inflación, especialmente en los principales países del centro de Europa, y la necesidad de seguir respaldando la estabilidad financiera, especialmente –aunque no exclusivamente– en las economías periféricas.

Gráfico 1

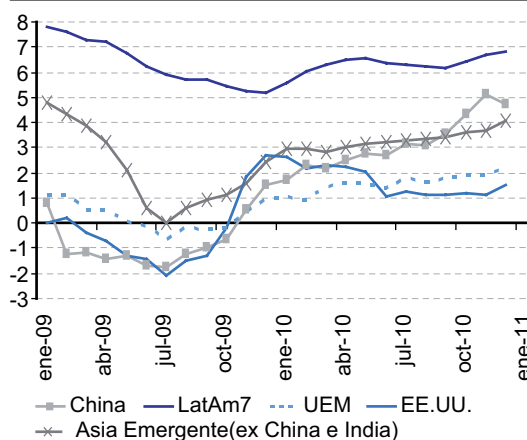
Crecimiento del PIB global y contribuciones



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

Inflación (% tasa interanual)



Fuente: Datastream y BBVA Research

Repunta el crecimiento en las principales economías avanzadas, pero se mantienen las fragilidades. Las posibilidades de un escenario de recaída en la recesión en Estados Unidos, que considerábamos muy bajas, se han disipado. El riesgo de subida de los tipos de interés a largo plazo ha cobrado más relevancia

Tal y como esperábamos, EE.UU. no ha vuelto a caer en recesión y las posibilidades de que este escenario se produzca en el futuro se han disipado desde el verano. Este cambio de sentimiento se debe a cuatro factores fundamentales. En primer lugar, la mejora de los datos macroeconómicos a final de 2010 puso de relieve que el consumo en los hogares era más resistente de lo previsto. En segundo lugar, las contundentes medidas adoptadas por la Reserva Federal, implantando una segunda ronda de expansión cuantitativa (QE2) dio apoyo a los precios de la deuda en particular y a los precios de los activos en general. En tercer lugar, se espera que la reducción de la incertidumbre y el aumento de la confianza empresarial favorezcan la inversión. Por último, y quizá lo más importante, la aprobación de un nuevo programa de estímulo fiscal a finales de 2010 constituyó un importante impulso para reactivar el crecimiento económico. Por tanto, hemos ajustado al alza nuestra previsión de crecimiento para 2011 en 0,7 puntos porcentuales hasta el 3%.

Sin embargo, aún no han desaparecido las debilidades. Los mercados inmobiliarios se mantienen frágiles y siguen siendo susceptibles de dar sorpresas negativas. La renta de las familias sigue débil debido a que el ritmo de la recuperación económica no es suficiente para reducir las tasas de desempleo de forma significativa. Asimismo, el crecimiento del crédito y los procesos de titulización siguen siendo escasos. Si bien ninguno de estos factores debería impedir la recuperación, sigue desarrollándose un escenario en el que cualquier tensión adicional negativa podría perjudicar a la economía. Por el momento, este panorama de recuperación económica gradual con bajas presiones inflacionistas por el lado de la demanda permitirá que la política monetaria siga siendo expansiva durante un periodo prolongado de tiempo.

Asimismo, no deberían olvidarse las lecciones derivadas de la crisis de deuda soberana en Europa. La implantación del nuevo programa de estímulo fiscal a finales de 2010 supone un impulso al crecimiento en el corto plazo, en un momento en el que se percibían las dudas sobre una posible recaída en un escenario de recesión. Pero no debería sobrevalorarse la solidez ni la persistencia de los factores que han evitado una reacción negativa de los mercados de deuda ante un nuevo retraso en la consolidación fiscal en Estados Unidos. Las compras de bonos por parte de los bancos centrales y las tensiones experimentadas en Europa (y la huida a la calidad de la deuda pública estadounidense) son, por su propia naturaleza, factores a corto plazo que desaparecerán en el medio plazo y, antes de que eso suceda, Estados Unidos deberá mostrar su claro compromiso con la consolidación fiscal o, de lo contrario, se enfrentará a una subida repentina de los tipos de interés a largo plazo. Las agencias de calificación ya han empezado a señalar este riesgo. Hay tiempo para abordarlo pero deben ponerse en marcha las conversaciones y los planes oportunos con la mayor brevedad posible para reducir las preocupaciones fiscales a largo plazo.

Las reformas económicas e institucionales en Europa serán fundamentales para resolver la crisis financiera

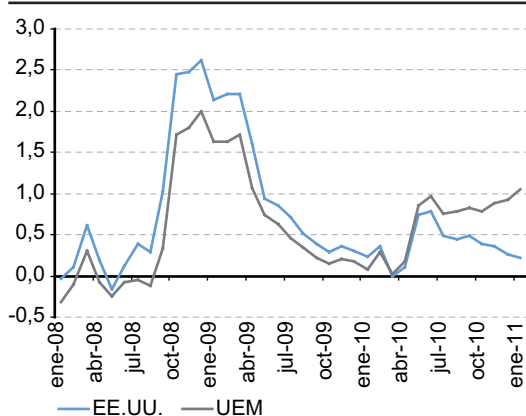
Desde octubre de 2010, han vuelto a resurgir las tensiones financieras en Europa (Gráfico 3), especialmente en los países de la periferia. Las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal y las pérdidas del sector financiero volvieron a aparecer, provocando una ampliación de los diferenciales de deuda soberana y las presiones sobre la financiación. Sin embargo, al contrario de lo sucedido en mayo, el efecto contagio a otros países europeos y fuera de la UE fue más limitado.

El aumento de las tensiones en los mercados financieros se debió fundamentalmente a dos factores. En primer lugar, la incertidumbre reinante en los mercados con respecto a la capacidad de las instituciones europeas para abordar la crisis de la deuda soberana. Creció la tensión entre los inversores privados ante la propuesta de que tendrían que asumir las pérdidas derivadas de las posibles reestructuraciones a partir de 2013, y que probablemente serían necesarios recortes en la deuda existente para restablecer la sostenibilidad fiscal. El segundo desencadenante fueron las crecientes dudas acerca de la credibilidad de las pruebas de resistencia al sistema financiero, dada la necesidad de tener que ayudar a los bancos irlandeses poco después de que se considerara que tenían una capitalización adecuada. Estos dos desencadenantes se desarrollaron en un entorno de preocupación por la capacidad de algunos países periféricos como Portugal e Irlanda para cumplir sus objetivos de déficit fiscal y las dudas sobre la capacidad de algunas economías europeas para generar un ritmo de crecimiento suficiente que haga sostenible la carga de su deuda.

La fragilidad de la recuperación de los mercados financieros justo después del verano pone de manifiesto que los mercados están cada vez más centrados en los problemas de solvencia de la deuda soberana de algunos países que simplemente en preocupaciones por la liquidez. Esto pone de relieve la necesidad de implantar una solución integral, no sólo para resolver esta crisis, sino también para establecer un mecanismo sólido de prevención y resolución de crisis para el futuro. De cara a la prevención de futuras crisis, es necesario reforzar la coordinación fiscal, proporcionando mecanismos de absorción de posibles tensiones específicas en países concretos, pero reforzando también la vigilancia en el ámbito fiscal y en la dimensión macroeconómica (incluida la acumulación de desequilibrios en el sector privado). En cuanto a la resolución de la crisis, es necesario implantar un mecanismo claro y transparente que defina quién asumirá las pérdidas, de forma que se evite la volatilidad excesiva en los mercados debido a la incertidumbre, si bien probablemente a estas alturas revista una importancia fundamental que se garantice un mecanismo adecuado de transición.

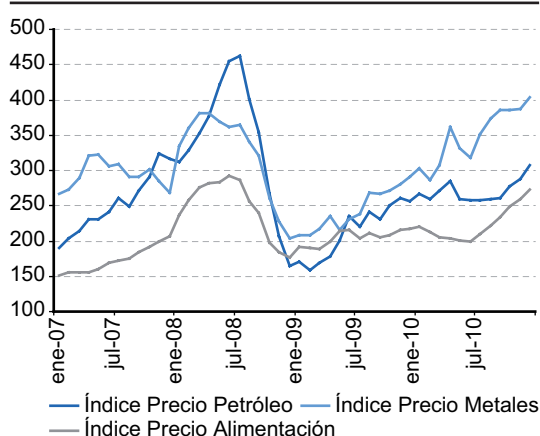
Tal y como se ha indicado anteriormente, el efecto contagio en clave financiera de este último episodio ha sido bastante limitado, incluidos los principales países europeos. De este modo, el crecimiento de la UEM en su conjunto ha sido mayor de lo esperado, especialmente debido a unos resultados muy positivos en Alemania y en otros de los países europeos centrales. Sin embargo, este desacoplamiento entre las tensiones financieras experimentadas por los países periféricos y la actividad de la economía real en Europa no durará si no se acuerda pronto una reforma integral de la gobernanza y si los países no siguen presentando reformas económicas para reducir su vulnerabilidad fiscal, reestructurar el sistema financiero e incrementar el potencial de crecimiento. El acuerdo que se alcance en el próximo Consejo Europeo resultará clave a este respecto.

Gráfico 3
Índice BBVA de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4
Precios de las materias primas, (2000=100)



Fuente: Banco Mundial y BBVA Research

Los precios de las materias primas se estabilizarán pero los riesgos de inflación son cada vez más relevantes en las economías emergentes, economías que seguirán creciendo con fuerza

Los precios de las materias primas se han incrementado de manera generalizada en los últimos meses, situándose en niveles de máximos históricos en el caso de algunos metales (Gráfico 4). Esta escalada es coherente con lo que parece ser el inicio de una tendencia alcista a largo plazo de los precios de las materias primas impulsada por el aumento de la demanda en las economías emergentes, si bien es cierto que también existen otros factores a corto plazo que han contribuido a este repunte reciente, al menos en algunos tipos de materias primas. Por ejemplo, el rápido incremento de los precios de los alimentos en los últimos dos meses es, en gran medida, resultado de factores puntuales asociados a la oferta (climatología adversa), que deberían ir remitiendo a lo largo de 2011. Asimismo, debido a las amplias condiciones de liquidez globales, los inversores han acudido en masa a las materias primas en su condición de activo, incrementado así las primas financieras de forma generalizada.

En adelante, esperamos que los precios de las materias primas en general se estabilicen en torno a los niveles actuales. En el caso de los precios de los alimentos, esto será resultado de la normalización de las cosechas en 2011. En el caso de los metales, el aumento de las existencias comenzará a incidir en los precios. Solo en el caso del petróleo esperamos un mercado más ajustado que siga empujando los precios ligeramente al alza durante 2011 pero que gradualmente irá relajándose. Esta relajación posterior se verá ayudada por una probable reducción de las tensiones financieras en Europa, que debería alejar los flujos de inversión de las materias primas para acercarse a otros activos con unas primas de riesgo más contenidas. Sin embargo, los riesgos están sesgados al alza ya que la fuerte demanda asiática seguirá favoreciendo la tendencia al alza de los precios en el medio plazo.

El incremento de los precios de las materias primas ha sido responsable, en parte, del aumento de la inflación observada en las economías emergentes a finales de 2010 (Gráfico 2). En particular, el incremento de los precios de los alimentos ha tenido un efecto directo e importante en el aumento de la inflación en una serie de países (especialmente de Asia) con el riesgo de contribuir a la inflación general. Sin embargo, en adelante, la estabilización prevista de los precios de los alimentos significará que este factor debería ser menos importante a la hora de determinar la inflación. Aunque el riesgo también ha aumentado en los países desarrollados, este es inferior que en las economías emergentes, dado que los precios de los alimentos tienen una menor ponderación en el IPC, al tiempo que la amplia capacidad productiva sin utilizar y las expectativas de anclaje de la inflación contribuirán a mantener controladas las presiones inflacionistas.

Más preocupante para las economías emergentes es el hecho de que el rápido crecimiento y la fuerte entrada de flujos de capital en Asia y Latinoamérica estén comenzando a generar un riesgo de recalentamiento de la economía, evidenciado en un aumento de la inflación pero también por el rápido crecimiento del crédito y de los precios de los activos. De hecho, esperamos que las economías asiáticas sigan creciendo con fuerza aunque, en nuestra opinión, las autoridades serán capaces de dirigir las hacia un "aterrizaje suave" evitando el recalentamiento, aunque sin duda existe un riesgo más pronunciado que hace tres meses. Impulsada por la demanda interna y los elevados precios de las materias primas, Latinoamérica crecerá con fuerza en 2011, convergiendo hacia un crecimiento potencial de en torno al 4% para el conjunto de la región. Tal y como se mencionó anteriormente, el principal desafío para ambas regiones será gestionar los dilemas que surjan en materia de políticas como resultado de la fuerte entrada de flujos de capital. Esperamos que las políticas de endurecimiento monetario se mantengan en la mayoría de los países, al tiempo que impongan unos controles administrativos cada vez más estrictos para limitar dicha entrada de flujos de capital y medidas prudenciales para limitar el crecimiento del crédito, especialmente en Asia.

2. Mejoran las perspectivas de EE.UU.

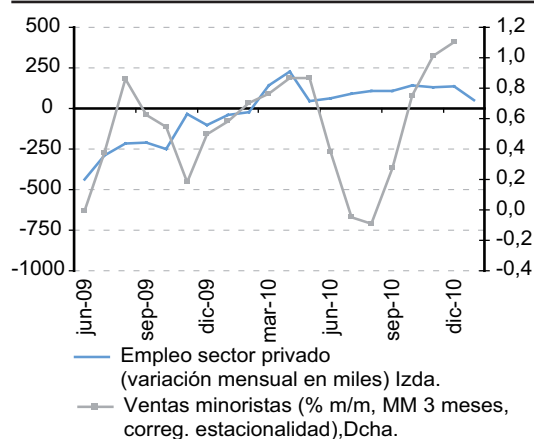
Tal y como habíamos previsto, el riesgo de que Estados Unidos vuelva a entrar en recesión se disipa gracias a la contundencia de las medidas adoptadas y a que el consumo ha demostrado ser más resistente de lo esperado

En verano de 2010, surgieron las preocupaciones acerca del impulso cíclico que estaba mostrando la economía estadounidense, dado que el ritmo de la recuperación parecía estar desacelerándose con más fuerza de lo previsto inicialmente. De hecho, en el segundo trimestre de 2010, la economía de Estados Unidos apenas creció un 0,4% intertrimestral, en comparación con aproximadamente el 1% registrado a finales de 2009 y en el primer trimestre de 2010. Por aquel entonces, no esperábamos un escenario de recaída en la recesión, sino una lenta recuperación –lejos en todo caso de una salida en forma de V– en un contexto marcado por un proceso continuo de desapalancamiento de los hogares, aumento del stock de viviendas así como una presión continuada sobre los precios y una persistente tasa de desempleo.

Durante el último trimestre de 2010, parecía claro que Estados Unidos no iba a entrar de nuevo en recesión. Los datos más recientes demuestran que las posibilidades de que esto se produzca en el futuro, que considerábamos muy bajas, se han disipado. El cambio de sentimiento en relación con las perspectivas en Estados Unidos ha sido una de las principales características del pasado trimestre. Existen, cuando menos, cuatro factores principales que han contribuido a este cambio. En primer lugar, y en líneas generales, los datos publicados en los últimos meses han sido mejores de lo previsto. En particular, el consumo se ha mostrado más resistente de lo que se esperaba. Al mismo tiempo, el mercado de trabajo ha mejorado, si bien a un ritmo lento (Gráfico 5). En segundo lugar, las contundentes medidas adoptadas por la Reserva Federal, implantando una segunda ronda de compra de activos (QE2) en medio de preocupaciones sobre el ritmo de recuperación estadounidense, sirvieron de apoyo a los precios de la deuda en particular y a los precios de los activos en general. En tercer lugar, se ha reducido la incertidumbre sobre el cambio en la fiscalidad y en la regulación, impulsando la confianza empresarial y de este modo estimulando también la inversión en 2011 (Gráfico 6). Por último, y quizá lo más importante, la introducción de un nuevo programa de estímulo fiscal (véase Recuadro 1), aprobado a finales de 2010, que dará un importante impulso al crecimiento económico en 2011 y 2012. Estimamos que el impacto del estímulo fiscal sobre el PIB será de unos 0,3-0,9 puntos porcentuales de crecimiento adicional en 2011. De cara a 2012, esta estimación ascenderá a un rango de entre 2 y 6 décimas. Sin embargo, no serán solo las nuevas medidas fiscales las que impulsen la economía de manera significativa. La caída de la incertidumbre también aporta un sesgo alcista a nuestra previsión de crecimiento a medida que la confianza empresarial continúa mejorando desde la caída protagonizada durante el verano. En base a todo lo anterior, hemos revisado al alza en 0,7 puntos porcentuales nuestra previsión de crecimiento para 2011 (hasta el 3%) con riesgos al alza en la medida en que los efectos de la confianza pudieran ser más fuertes de lo previsto.

Gráfico 5

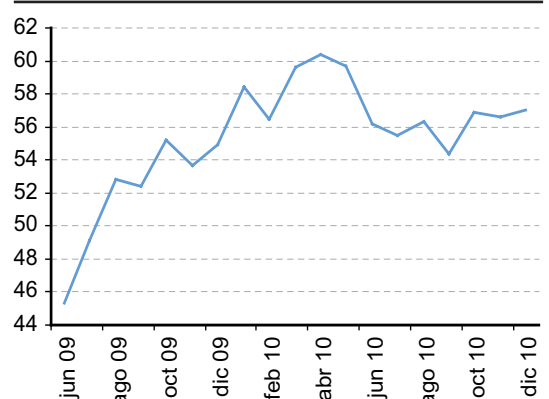
Ventas minoristas y solicitudes de subsidio de desempleo



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6

Confianza empresarial en EE.UU.



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Sin embargo, la recuperación sigue siendo vulnerable y surgen nuevos riesgos a largo plazo

Las debilidades aún no han desaparecido. El mercado inmobiliario se mantiene débil y sigue siendo susceptible de dar sorpresas negativas. El aumento de la renta de los hogares sigue siendo escaso debido a que el ritmo de la recuperación no es suficiente para reducir las tasas de desempleo de forma significativa. Asimismo, el crecimiento del crédito y los procesos de titulización siguen siendo escasos. Si bien ninguno de estos factores debería alterar la recuperación, sigue desarrollándose un escenario en el que cualquier tensión adicional negativa podría perjudicar a la economía. Por el momento, este panorama de recuperación económica gradual con bajas presiones inflacionistas por el lado de la demanda permitirá que la política monetaria siga siendo expansiva durante un periodo prolongado de tiempo. Al mismo tiempo, a pesar de que las probabilidades de una recaída en la recesión en Estados Unidos se han disipado, podría estar surgiendo un nuevo riesgo derivado del aumento de los tipos de interés a largo plazo después de que el gobierno de Estados Unidos decidiera posponer, una vez más, la consolidación fiscal. Aún a pesar de que los estímulos fiscales impulsen la actividad a corto plazo, una subida rápida y repentina de los tipos de interés es ahora un riesgo mayor en el largo plazo (véase Recuadro 1).

El repunte de la actividad económica y el aumento de los precios de las materias primas también han reducido significativamente los temores de deflación. De hecho, se ha producido un cambio de sentimiento hacia los temores de inflación, especialmente tras la incertidumbre que ha rodeado al mercado de las materias primas (véase Sección 4). Sin embargo, la inflación subyacente no se ha visto afectada significativamente y, de hecho, se mantiene muy por debajo del objetivo implícito de la Reserva Federal. Como resultado de todo ello, la Fed apenas ha respondido ante los movimientos de la inflación del último trimestre y no parece probable que lo haga en un futuro próximo. De este modo, mantenemos nuestras perspectivas sin cambios de cara a los tipos oficiales en Estados Unidos, que se mantendrán en los niveles actuales durante un periodo prolongado de tiempo, mientras que el empleo permanezca débil. Esto contrasta en gran medida con el cambio de retórica del BCE (véase Sección 3).

Recuadro 1: ¿Por qué es menor la presión de los mercados sobre la consolidación fiscal en Estados Unidos que en Europa?

Desde 2009, los mercados han estado presionando a los países de la Europa periférica para que aceleren el ritmo de consolidación fiscal en medio de preocupaciones sobre la sostenibilidad de su deuda. La situación se volvió crítica a principios de 2010 con el rescate de Grecia, lo cual llevó a todos los países de la zona del euro (y al Reino Unido) a implantar nuevas medidas o desarrollar medidas existentes para garantizar que los déficits fiscales cumplirían con el objetivo del 3% para el año 2013. A finales de 2010, la crisis de deuda se intensificó y se amplió a otros países periféricos, pero todos los gobiernos europeos han estado bajo la presión de los mercados para aportar señales de que estaban fortaleciendo las cuentas públicas.

Hasta mediados de 2010, se creía de forma generalizada que en Estados Unidos no quedaba demasiado margen para la consolidación fiscal. Se habían adoptado importantes medidas contracíclicas en 2008 y 2009 para impulsar la economía tras el colapso del sector financiero. Estas medidas provocaron que Estados Unidos alcanzara unos niveles de déficit y de deuda nunca vistos en periodos de paz. En 2009, el déficit público en EE.UU. alcanzó el 10% del PIB (6,3% en la zona del euro) y la deuda el 53,5% del PIB, 17,3 puntos porcentuales por encima de los datos registrados en 2007. De hecho, el nivel de deuda que se espera que alcance Estados Unidos para 2015 no difiere mucho del de Europa, y se espera que los déficits sean incluso mayores que los europeos (de en torno al 4% en 2020). En base a estas circunstancias, se esperaba que Estados Unidos girara en poco tiempo hacia un mayor endurecimiento de su política fiscal, aunque el ritmo de ajuste fuera probablemente menos intenso que el de la eurozona.

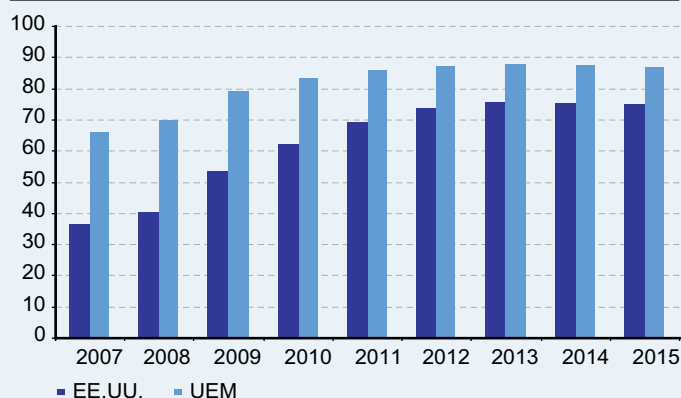
Sin embargo, a principios de diciembre, el gobierno estadounidense decidió no poner fin a los programas de estímulo fiscal sino que, en un movimiento inesperado, decidió ampliar dichos programas e implantar nuevos recortes de impuestos. Las nuevas medidas de estímulo representan 800.000 millones de dólares (el 5% del PIB),

que impulsarán la economía a corto plazo. Tal y como puede verse en los gráficos 7 y 8, la evolución prevista de las finanzas públicas en Estados Unidos y en la UEM son bastante similares, pero los mercados no están reaccionando de la misma manera. Desde noviembre, la rentabilidad de la deuda ha aumentado en 70 puntos básicos (Gráfico 9), si bien parte de este incremento también es consecuencia de unos buenos datos macroeconómicos. De hecho, el repunte de las tasas de rentabilidad después de que se anunciaron las nuevas medidas compensa la anterior caída que siguió al anuncio del nuevo QE2.

Sin embargo, algunos estudios realizados en relación con Estados Unidos (véase el Gráfico 10) muestran que, históricamente, las rentabilidades suben cuando aumentan el déficit y la deuda. En particular, un incremento de la deuda pública de un 1% del PIB normalmente se asocia a un incremento en los tipos a largo plazo de entre 3 y 5 puntos básicos. Dado que se prevé que aumente la deuda pública en Estados Unidos un 42% del PIB entre 2007 y 2015, esto implicaría un incremento de los tipos a largo plazo de entre 125 y 210 puntos básicos en comparación con los niveles de 2007. Sin embargo, las rentabilidades de los bonos a 10 años han descendido en 180 puntos básicos en ese mismo periodo. De este modo, el potencial de una corrección alcista de los tipos a largo plazo es de entre 300 y 400 puntos básicos. Por el contrario, si nos centramos en la evolución de los déficits, los mismos estudios muestran que un incremento permanente de los déficits de un 1% del PIB tiende a incrementar las rentabilidades a largo plazo entre 18 y 67 puntos básicos. Dado que se prevé que los déficits públicos aumenten un 3,8% del PIB entre 2007 y 2015, dicho aumento se traduciría en un incremento en las rentabilidades de los bonos a 10 años de entre 70 y 250 puntos básicos, a añadir a la reducción de 180 puntos básicos registrados en los tipos a largo plazo hasta enero de 2011.

Gráfico 7

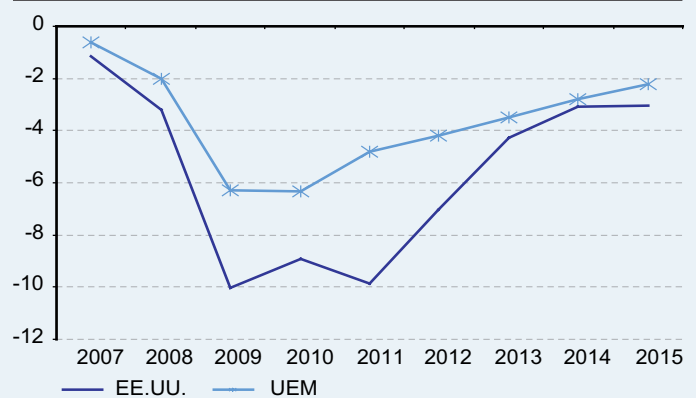
Deuda pública (% del PIB)



Fuente: BBVA Research, Eurostat y CBO

Gráfico 8

Déficit público (% del PIB)



Fuente: BBVA Research, Eurostat y CBO

Recuadro 1: ¿Por qué es menor la presión de los mercados sobre la consolidación fiscal en Estados Unidos que en Europa? (Cont.)

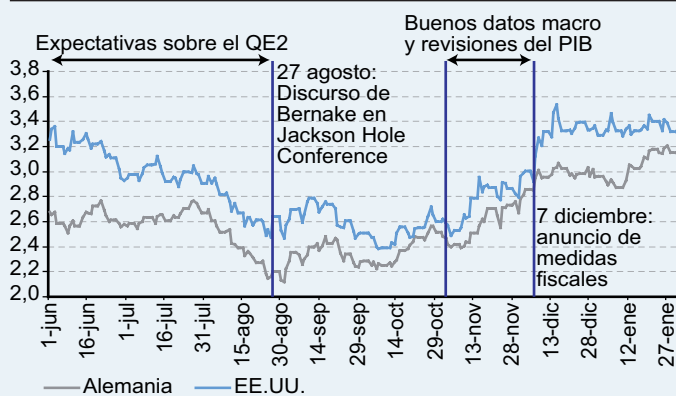
¿Por qué la presión de los mercados sobre la consolidación estadounidense es menor que antes y también inferior a la presión ejercida sobre Europa? Existen varios factores estructurales que contribuyen a las tensiones ejercidas sobre la deuda soberana de la UEM. En primer lugar, la crisis bancaria ha sido abordada con más éxito en Estados Unidos mientras que sigue pendiente en Europa, en donde, además, existen determinados segmentos en los que sigue vigente un alto riesgo. En segundo lugar, los niveles de deuda y la carga que supone dicha deuda en Estados Unidos son bastante manejables. Aunque también lo es en Europa en términos agregados, sin embargo existen ciertas dudas sobre la sostenibilidad de la misma en algunos países de la UE. Existe un tercer grupo de factores que hace referencia a la resistencia económica: mientras que en Estados Unidos la economía se ha recuperado y los niveles del PIB no están muy alejados de los del periodo previo a la crisis, la recuperación en la UEM sigue siendo modesta. Y, lo que es aún más importante, el crecimiento potencial del PIB es mayor en Estados Unidos (una economía más flexible) que en Europa, debido a la caída de la competitividad y al entorno de estancamiento del viejo continente. Por último, podría apuntarse a factores políticos e institucionales, ya que Estados Unidos cuenta con instituciones sólidas y unificadas mientras que la UE muestra problemas de gobernanza. Además, otros factores a corto plazo añaden una presión bajista sobre los

tipos estadounidenses, si bien, en adelante, estos factores son inciertos. Entre dichos elementos se encuentran su condición de refugio (huida hacia la seguridad) en periodos de tensiones financieras, las compras de deuda (y Agencias) por parte de la Fed y la inversión continuada en activos estadounidenses para la acumulación de reservas internacionales.

Sin embargo, no deberían olvidarse las lecciones derivadas de la crisis de la deuda soberana en Europa. No debería sobrevalorarse la solidez ni la persistencia de los factores que han evitado una reacción negativa de los mercados de deuda ante un nuevo retraso en la consolidación fiscal en Estados Unidos. Las compras de bonos por parte de los bancos centrales y las tensiones experimentadas en Europa (y la huida hacia la calidad resultante experimentado por la deuda pública estadounidense) son, por su propia naturaleza, factores a corto plazo que desaparecerán en el medio plazo y, antes de que eso suceda, Estados Unidos deberá mostrar su claro compromiso con la consolidación fiscal o de lo contrario se enfrentará a una subida repentina de los tipos de interés a largo plazo. Las agencias de calificación ya han empezado a señalar este riesgo. Hay tiempo para abordarlo pero deben ponerse en marcha las conversaciones y los planes oportunos con la mayor brevedad posible para reducir las preocupaciones fiscales a largo plazo.

Gráfico 9

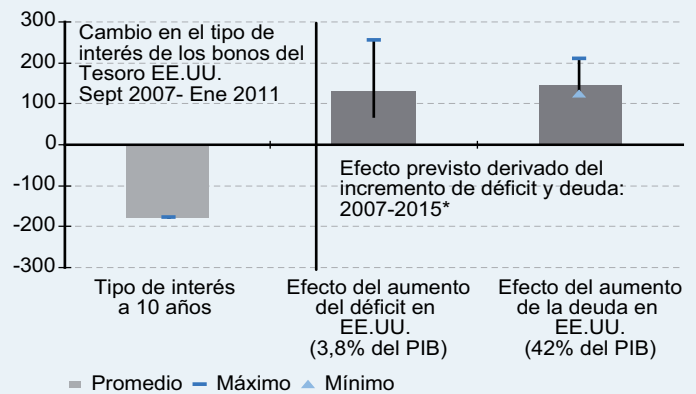
Rentabilidad de la deuda pública a 10 años



* EE.UU.: Efecto del déficit y la deuda en los tipos de interés a largo plazo (p.b.).
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 10

Cambios predichos y ocurridos en los tipos de interés de EEUU



Fuente: BBVA Research basado en Gale y Orzag (2004), Laubach (2009), Engen y Hubbard (2004) y Thomas y Wu (2009).

3. Tensiones financieras en Europa: se abre una ventana de oportunidad

Las dudas sobre la verdadera salud del sector financiero y la capacidad de las instituciones europeas para resolver la crisis de deuda soberana provocaron nuevas presiones en los mercados a finales de 2010, si bien parece que a finales de enero se ha empezado a abrir una ventana de oportunidad para su normalización

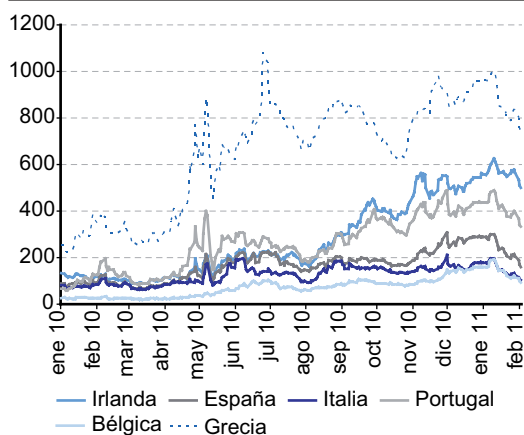
Desde finales de octubre, han vuelto a surgir las tensiones financieras en Europa, especialmente en los países de la periferia (Gráfico 11). Sin embargo, a diferencia del episodio de tensiones vivido en mayo, el efecto contagio a otros países o regiones fue más limitado, dado que la aversión al riesgo no pareció incrementarse de manera significativa, tal y como refleja, por ejemplo, la evolución del VIX (Gráfico 12). El aumento de las tensiones se desencadenó a raíz de dos acontecimientos que incrementaron las preocupaciones sobre la salud del sector financiero y las dudas sobre la capacidad de la UE para solucionar la crisis de la deuda soberana. Estos dos factores se fueron agudizando en un entorno de preocupaciones continuadas por la capacidad de algunos países periféricos como Portugal e Irlanda para cumplir sus objetivos de consolidación fiscal y las dudas sobre la capacidad de algunas economías europeas para generar un ritmo de crecimiento suficiente que hiciera sostenible la carga de su deuda.

El primer desencadenante fue el Consejo Europeo del 28 de octubre, tras el cual los mercados incrementaron sus dudas acerca de la capacidad de las autoridades europeas para afrontar la crisis de la deuda soberana. Con anterioridad a dicha cumbre, se había diseñado y debatido en el seno de la Comisión Europea (CE) la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), con aportaciones del BCE y de los estados miembros. Dicha reforma preveía sanciones sobre aquellos países que no cumplieran los objetivos fiscales, un cierto control por parte de la CE sobre los presupuestos y el seguimiento de los desequilibrios macroeconómicos para abordar los problemas de competitividad con mayor antelación. Sin embargo, presionada por Francia (tras el acuerdo franco-alemán), la Comisión Europea introdujo un mecanismo de votación a través del cual las sanciones no serían completamente automáticas, lo que alimentó el fantasma de un PEC poco efectivo. Al mismo tiempo, y más importante aún, Alemania trató de trasladar la resolución de la crisis a los mercados, al proponer la participación del sector privado en cualquier resolución de la crisis de deuda a partir de 2013. Los inversores privados se alarmaron entonces ante la posibilidad de que tuvieran que asumir pérdidas derivadas de posibles reestructuraciones incluso antes de 2013, dado que la potencial insolvencia de algunos países europeos hacía probable que la aplicación de recortes en las nuevas emisiones de deuda tras 2013 no fuera suficiente para restablecer la sostenibilidad fiscal. Después de todo, el refuerzo de la disciplina fiscal se había visto aminorado al incorporar la posibilidad de que pudieran levantarse las sanciones aplicadas a aquellos países que incumplieran el PEC.

El segundo desencadenante fue el aumento de las dudas acerca de la verdadera salud del sector financiero en Europa, después de que los bancos irlandeses tuvieran que ser recapitalizados poco después de que aprobaran con éxito las pruebas de resistencia europeas. Estas dudas llegaron incluso a países como España, en donde las pruebas de resistencia incluyeron a todas las entidades financieras y aplicaron escenarios más severos e hipótesis más realistas. Tras las enormes inyecciones de capital introducidas en algunos bancos irlandeses, la caída de la calidad de los activos del sistema bancario, el aumento de la dependencia del BCE en materia de financiación y el incremento de las sanciones por el uso de activos irlandeses en las operaciones internacionales de "repos", el gobierno irlandés se vio obligado a solicitar la ayuda del EFSF (Fondo Europeo para la Estabilidad Financiera). Sin embargo, para finales de 2010, las dudas se centraban en otros países periféricos como Portugal y España, e incluso en países como Italia y Bélgica.

Gráfico 11

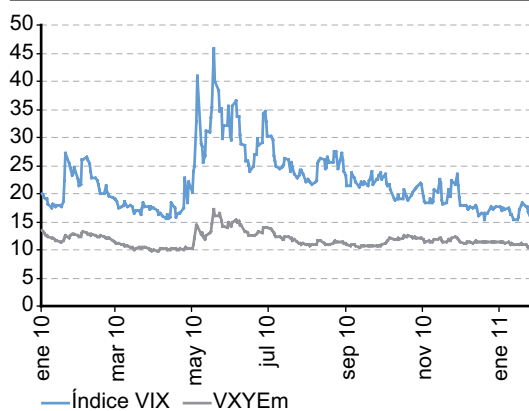
Diferenciales de los CDS de deuda soberana de los países periféricos*



* Diferencial frente a Alemania
Fuente: Datastream y BBVA Research

Gráfico 12

Volatilidades implícitas (VIX* y VXYEm)**



* VIX: Volatilidad implícita en opciones sobre el S&P 500.
** VXYEm: Volatilidad implícita en los tipos de cambio de los mercados emergentes.
Fuente: Bloomberg, JPMorgan y BBVA Research

Estas renovadas tensiones ponen de manifiesto la urgente necesidad de implantar mecanismos integrales de prevención y resolución de crisis que reduzcan la incertidumbre y por tanto la volatilidad de los mercados

Estas renovadas tensiones, tras lo que parecía ser un periodo de diferenciación y relajación tras el verano, ponen de manifiesto que los mercados están cada vez más centrados en los problemas de solvencia de algunos países europeos y no solo en preocupaciones de liquidez. Al mismo tiempo, los mercados necesitan cada vez más tener garantías de que las instituciones europeas serán capaces de evitar que se produzca un episodio similar en el futuro y, en caso contrario, de que exista un mecanismo transparente y previsible de resolución de crisis. Tras la presentación de nuevas propuestas de gobernanza por parte de diferentes autoridades europeas y toda vez que parece que se han relajado algunas posiciones de negociación, los mercados parecen haberse calmado relativamente, lo cual abre una oportunidad para la resolución de esta crisis.

La solución de esta crisis pasa por abordar tanto las preocupaciones de liquidez como de solvencia, dependiendo del país. Con respecto a los problemas de liquidez, es necesario que se mejore el EFSF tanto en términos cuantitativos como cualitativos. En el primer caso, debe ampliarse su límite de concesión de financiación hasta un nivel lo suficientemente elevado para (i) que resulte muy difícil que los mercados lo puedan poner a prueba, y (ii) evitar que cada vez que ese techo tenga que incrementarse sean necesarias diversas rondas de negociaciones. En cuanto a los problemas cualitativos, debería reformarse el EFSF de forma que pueda conceder financiación a tipos más bajos y no limitarse a convertir un problema de liquidez en un problema de solvencia. El debate actual sobre qué aspectos incluir en el paquete de reformas que será presentado a finales de marzo por el Consejo Europeo sugiere que algunas de estas medidas serán finalmente aprobadas. Pero, cada vez más, se trata de una crisis sobre qué hacer con los países que se sospecha que son fiscalmente insolventes. En este sentido, la CE debería establecer qué países se encuentran en estos apuros y, en esos casos, debería reducirse su deuda a niveles que se consideren sostenibles a través de políticas comunitarias oportunas (incluido, por ejemplo, el uso del ESFS para recomprar deuda a precios de mercado) y con unas condiciones muy estrictas. Sin embargo, a estas alturas, resulta tan fundamental garantizar la existencia de un mecanismo adecuado de transición que no asuste a los mercados financieros como fue necesario a finales de 2010.

¿Y qué se debe hacer a largo plazo, para estar preparado para posibles crisis futuras? Es necesario establecer un sólido marco de prevención y resolución de crisis. En materia de prevención de crisis, es fundamental dotar a la unión monetaria actual de un marco en el que (i) las políticas fiscales estén más coordinadas y actúen como mecanismos de absorción de posibles tensiones específicas y (ii) en el que se supervise y se evite la acumulación de desequilibrios en el sector privado. Por tanto, son fundamentales los siguientes cuatro elementos: (i) el nuevo PEC debe ampliar sus criterios a la hora de valorar los desequilibrios macroeconómicos (no solo los fiscales sino también los externos); (ii) se debe aumentar la posibilidad de realizar transferencias fiscales, que actúen como mecanismos de absorción de posibles shocks macroeconómicos; (iii) que los eurobonos cubran un porcentaje

significativo de la deuda nacional (pero dejando también una parte para su emisión por separado, para mantener la disciplina del mercado) y por último, y de vital importancia, (iv) los países que se desvíen de estos objetivos deberían ser sancionados automáticamente. Esto aumentará la credibilidad en el sistema, un factor tremendamente necesario en estos momentos. Si bien el primero de estos puntos ya ha sido incorporado, los otros tres están siendo debatidos y no son aceptados por todos los países, dado que implican una mayor unión fiscal o un aumento de poderes para la UE.

Sin embargo, es evidente que no todas las crisis pueden evitarse, por lo que también es necesario contar con un sólido marco para la resolución de crisis de solvencia que sea lo más claro y transparente posible (las crisis de liquidez deberían ser gestionadas por una versión permanente del EFSF). Para mantener la disciplina del mercado, el sector privado debe participar en cualquier reestructuración de deuda en futuras crisis, con unas normas bien definidas de antemano, por ejemplo, a través del uso de cláusulas de acción colectiva sobre la deuda soberana.

El efecto contagio de las tensiones financieras a la actividad económica ha sido limitado hasta el momento, incluso en la Europa periférica, pero este desacoplamiento no durará si no se implantan con celeridad reformas económicas y de gobierno en la UE

Hasta ahora, las tensiones financieras han afectado al acceso a la financiación por parte del sector empresarial, especialmente en las economías periféricas, pero no se han trasladado del todo al ámbito de la economía real en las economías periféricas y muchos menos a los principales países europeos. De hecho, la actividad económica ha permanecido más o menos estable en la Europa periférica y ha sorprendido positivamente en Alemania y en otros países de Europa central, principalmente gracias a una sólida demanda extranjera, aumentando las disparidades en los niveles de recuperación en ambas zonas (Gráfico 13). Sin embargo, existe el riesgo de que las continuas debilidades de las entidades financieras en muchos países de la UE y la falta de transparencia sobre sus exposiciones pudieran extender las tensiones financieras de la periferia al centro de Europa. Si bien la periferia representa una pequeña proporción del total de la actividad económica de la UE, los vínculos financieros existentes con los países de la Europa central así como el posible efecto contagio a través del aumento de la aversión al riesgo y la caída del precio de los activos podrían generar una ralentización de la demanda que reduciría el crecimiento en Europa aún más por debajo de los de Estados Unidos. Por tanto, el desacoplamiento entre la Europa central y la Europa periférica y entre los sectores financiero y real de la economía europea no durará si no se acometen de manera integral reformas económicas y de gobernanza de la UE en ámbitos clave como los mercados de productos y del trabajo así como en el sistema financiero. En este sentido, el resultado del próximo Consejo Europeo de marzo será fundamental, así como los resultados de las nuevas pruebas de resistencia en el sistema financiero europeo, que serán llevados a cabo y publicados durante el primer semestre de este año.

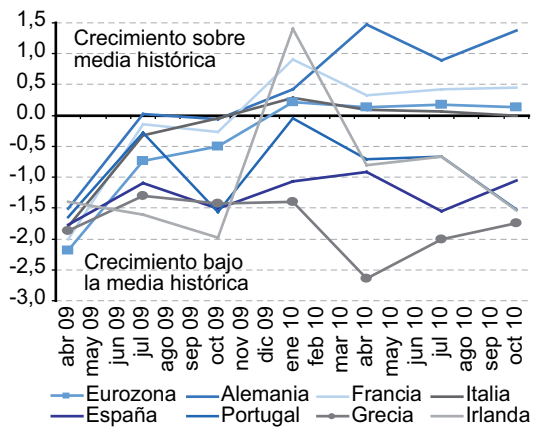
Entretanto, aumentan los riesgos de inflación, lo cual conduce a una retórica más agresiva por parte del BCE en comparación con la Reserva Federal

Tal y como se presenta en detalle en la siguiente sección, los precios de las materias primas han empezado a generar incrementos de la inflación en todo el mundo. En particular, la UEM ha experimentado un aumento de la inflación general por encima del objetivo del BCE del 2% desde noviembre, que incluye (lo cual reviste gran importancia) a países de Europa central. De este modo, el BCE ha decidido acomodar su discurso a un contexto de mayores riesgos de inflación pero con un tono más agresivo de lo previsto. Al mismo tiempo, su valoración sobre el crecimiento ha sido más positiva, en línea con nuestra mejora de la previsión de crecimiento en la zona del euro para 2011 y 2012. Sin embargo, la inflación subyacente se mantiene bien por debajo del 2% y la recuperación de la demanda interna sigue siendo dudosa, por lo que es improbable que se produzcan efectos indirectos significativos que hagan aumentar la demanda interna. Seguimos pensando que el BCE mantendrá los tipos de interés oficiales sin cambios al menos durante este año (Gráfico 14), y en cualquier caso la política monetaria seguirá siendo expansiva durante mucho tiempo.

El enfoque relativamente más agresivo adoptado por el BCE hacia los posibles riesgos de inflación (en comparación con la Reserva Federal) junto con una ligera reducción del riesgo financiero motivada por la sensación de mayor iniciativa asumida por las autoridades europeas, provocó una apreciación del euro frente al dólar a finales de enero (Gráfico 14). En adelante, y una vez que estos dos factores dejen de entrar en juego (junto con el fin del plan QE2), deberíamos volver a ver a los factores fundamentales como principales impulsores de los tipos de cambio euro-dólar. Dichos tipos de cambio dependerán más de las perspectivas de crecimiento relativo (que favorecen más a EE.UU. frente a la UEM) y también de la percepción relativa de la política monetaria en ambas áreas, así como de la evolución de los flujos de inversión.

Gráfico 13

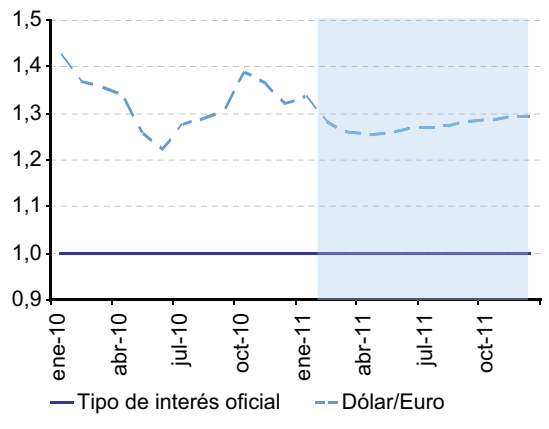
Indicador sintético BBVA de actividad económica para los países UEM



Fuente: BBVA Research y Datastream

Gráfico 14

UEM: tipo de interés oficial y tipo de cambio dólar-euro



Fuente: BBVA Research y Datastream

4. Los precios de las materias primas se estabilizarán

Los precios de las materias primas se han disparado recientemente como resultado de los considerables flujos de inversión y de factores transitorios asociados a la oferta, en un contexto de persistente presión de demanda procedente de las economías emergentes

Los precios de las materias primas han aumentado de forma vertiginosa en los últimos meses. El precio del petróleo creció un 20% en los últimos 6 meses, mientras que los alimentos y los metales se incrementaron en casi un 30% en el mismo periodo (véase Gráfico 4). Asimismo, el fuerte repunte experimentado por los alimentos rompió la débil tendencia mostrada desde el periodo post-crisis. En el caso de los metales, la subida continúa con la tendencia observada desde 2009, superando los niveles precrisis y en algunos casos consiguiendo máximos históricos, como pueda ser el caso del cobre. Los precios del petróleo también se han acelerado recientemente tras un comportamiento estable en la primera mitad de 2010.

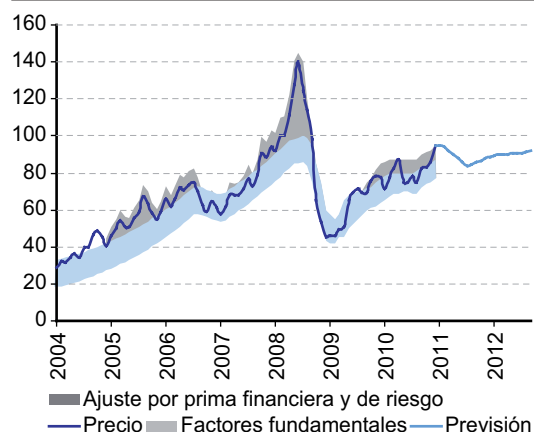
En el caso de algunas materias primas estos aumentos en los precios se dan como resultado de problemas asociados a la oferta (efectos climatológicos adversos y desastres naturales en algunas regiones así como a la inestabilidad política en zonas cercanas a las principales naciones productoras de petróleo), en un contexto de demanda persistente procedente de las economías emergentes. Más allá de estos factores, los recientes aumentos de precios se dan como resultado fundamentalmente de los considerables flujos de inversión dirigidos hacia las materias primas y también en parte debido a la depreciación del dólar.

Teniendo en cuenta las condiciones existentes de amplia liquidez global, los bajos tipos de interés vigentes en las economías desarrolladas y el aumento del riesgo en los activos europeos, la búsqueda de rentabilidad de los inversores les empuja a entrar cada vez más en los mercados de materias primas en su condición de activo financiero, incrementando así las primas financieras de manera generalizada, tal y como se observa en los Gráficos 15 y 16 para el caso del petróleo y la soja. La debilidad del dólar tras la implantación del programa QE2 es otro factor que explica el incremento a corto plazo experimentado por los precios de las materias primas cotizadas en dicha moneda (Gráfico 17).

Además de estos factores de corto plazo, existen fuerzas más estructurales que motivan la subida de los precios de las materias primas de manera persistente. Parece haberse iniciado un nuevo ciclo de precios elevados con el comienzo de la presente década, impulsado por el rápido desarrollo económico de Asia. El aumento de los ingresos, la urbanización y la rápida industrialización de China y más recientemente de India están ejerciendo una gran presión sobre casi todos los mercados de materias primas.

Gráfico 15

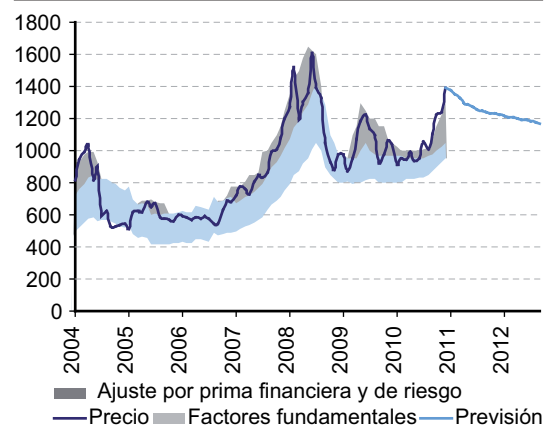
Precio del petróleo Brent (USD por barril)



Fuente: Datastream, Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 16

Precio de la soja, (centavos USD por bushel)



Fuente: Datastream, Bloomberg y BBVA Research

En adelante, los precios de las materias primas se estabilizarán conforme se disipen algunas presiones alcistas a corto plazo. Sin embargo, los riesgos están sesgados al alza

En adelante, aunque la previsión de un dólar más débil contribuiría a nuevas alzas en los precios de las materias primas, esperamos que estos se estabilicen en torno a los valores actuales como resultado de la corrección de los principales factores de corto plazo que los han empujado al alza, fundamentalmente las tensiones relativas a la oferta y los flujos de inversión dirigidos a los mercados de materias primas.

De hecho, la dinámica actual de escalada de precios no refleja completamente la situación de los mercados físicos. Las presiones alcistas sobre los precios de los alimentos se aliviarán a medida que se normalicen los cultivos en 2011. En el caso de los metales, las condiciones del mercado no son sostenibles debido a los niveles de existencias disponibles. En cuanto al petróleo, a pesar de que en nuestra opinión, los mercados han mostrado una reacción exagerada durante los últimos meses, la situación del mercado físico debería mantenerse, empujando los precios ligeramente al alza en 2011 y relajándose gradualmente en los años posteriores.

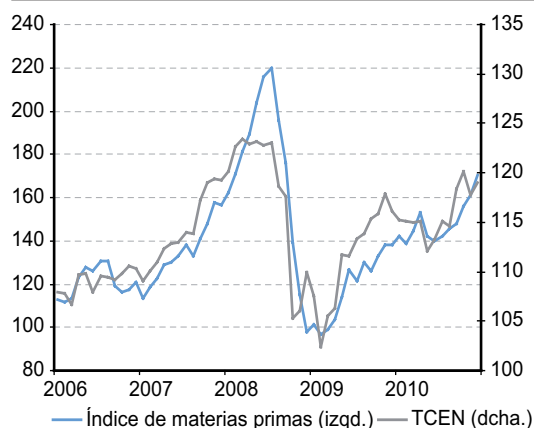
Esta relajación posterior se verá ayudada por una probable reducción de las tensiones financieras en Europa, que debería mover los flujos de inversión de las materias primas a otros activos con primas de riesgo más contenidas. Como resultado de la crisis, las primas de riesgo en Europa aumentaron y cayó la rentabilidad ajustada al riesgo, haciendo que los inversores dirigieran sus carteras a activos de mayor rentabilidad, tales como las materias primas, que únicamente han experimentado un ligero contagio a nivel mundial. A medio plazo, la reducción progresiva de las tensiones financieras en Europa trasladará nuevamente parte de los flujos de inversión hacia otros activos.

Sin embargo, los riesgos mantienen su sesgo alcista, con un repunte renovado en el precio de las materias primas, en caso de que las autoridades chinas no sean capaces de contener la demanda interna, las tensiones financieras en Europa no disminuyan o se hagan más palpables las tensiones geopolíticas, en el caso de los precios del petróleo. La situación empeoraría las presiones de recalentamiento en algunas economías emergentes y en la dinámica global de la inflación.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la sólida demanda asiática contribuirá a apoyar el movimiento alcista de los precios en términos relativos, rompiendo así su conocida tendencia histórica a la baja (Gráfico 18). Sin embargo, esta tendencia al alza podría verse contrarrestada por una mayor oferta originada por las inversiones de empresas en mayor capacidad de producción para aprovechar el aumento de precios en el mercado. En el caso de los metales, hemos visto cómo los precios elevados han dado como resultado un notable incremento de la inversión. Puede que se tarde varios años en ver los resultados de estas inversiones pero, dado el aumento de los precios, debería haber muchos incentivos para encontrar nuevos yacimientos de materias primas.

Gráfico 17

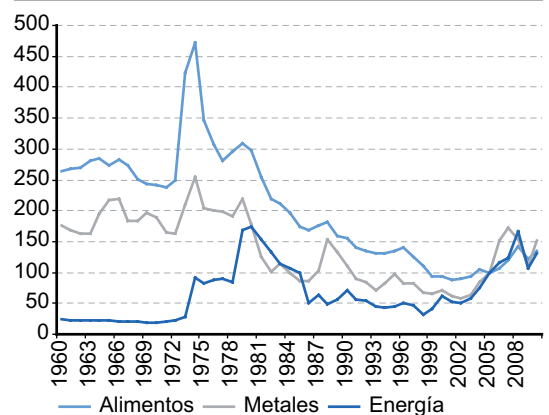
Índice de precios de materias primas y tipo de cambio efectivo nominal USD



Fuente: Datastream, FMI y BBVA Research

Gráfico 18

Precio en términos reales* de materias primas (2005=100)



* Ajustados por la inflación en Estados Unidos
Fuente: FMI y BBVA Research

5. Economías emergentes: riesgos de recalentamiento

Las economías emergentes siguen creciendo con fuerza y se ponen de relieve los riesgos de recalentamiento

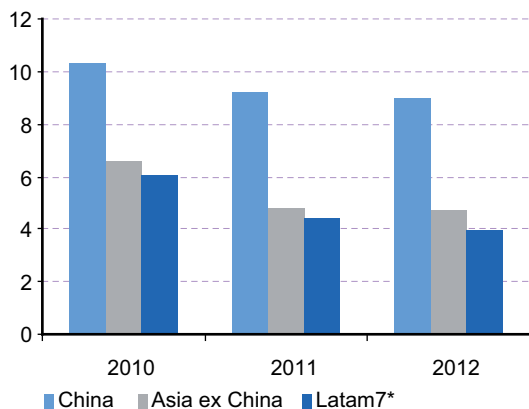
Las economías emergentes en Asia y Latinoamérica continúan creciendo con fuerza (gráfico 19), liderando la recuperación global y el desacoplamiento con respecto a las economías avanzadas (véase también el Recuadro 2). En ambas regiones, la demanda interna se mantiene sólida y constituye el principal motor del crecimiento, mientras las políticas económicas siguen siendo expansivas (incluso una vez retirados los planes de estímulo fiscal, a excepción de China), finaliza el ciclo de existencias y la demanda externa se debilita – salvo en Latinoamérica, en donde los elevados precios de las materias primas también están respaldando el dinamismo de la actividad económica. Si bien los resultados del PIB a finales de 2010 fueron más elevados de lo previsto (aumentando así nuestra estimación de crecimiento para 2010), en nuestra opinión, el crecimiento del PIB en 2011 y 2012 no debería desviarse demasiado de nuestras previsiones anteriores, salvo en el caso de México.

Seguimos previendo un fuerte crecimiento en China, que marcha hacia un aterrizaje suave en vista de la determinación de las autoridades por ralentizar el rápido crecimiento del crédito, así como por controlar la inflación y enfriar el sector inmobiliario. Entre las medidas a implementar probablemente se incluya una apreciación adicional del tipo de cambio y medidas específicas para ralentizar el mercado inmobiliario, tales como la implantación de un impuesto sobre bienes inmuebles a través de un proyecto piloto en un pequeño grupo de grandes ciudades. Con respecto al resto de Asia emergente, el crecimiento seguirá siendo fuerte, ligeramente por encima del 4%. Sin embargo, los riesgos están sesgados hacia el recalentamiento, dado que el fuerte impulso del crecimiento ya existente en China ha resultado ser aún mayor de lo esperado inicialmente, superándose los objetivos de crecimiento del crédito en 2010 y con un aumento de la inflación muy superior al objetivo establecido por las autoridades (véase Gráfico 2). En cuanto a la región en su conjunto, es probable que la inflación y la burbuja de los precios de los activos sigan siendo una preocupación en el próximo año, impulsados por la entrada de flujos de capital y los bajos tipos de interés.

Latinoamérica ha estado creciendo con más fuerza de la prevista a finales de 2010 debido al fuerte crecimiento de la demanda interna, a la mejora de las condiciones comerciales y a la fuerte entrada de flujos de capital. Sin embargo, esperamos que el crecimiento del PIB siga convergiendo hacia el crecimiento potencial de alrededor del 4% establecido para el conjunto de la región. El crecimiento de la inversión desempeña un papel fundamental en la expansión de la demanda interna y los equilibrios fiscales y por cuenta corriente seguirán beneficiándose de los elevados precios de las materias primas. Las perspectivas han mejorado significativamente en México, muy influidas por la mejora de las previsiones de crecimiento en Estados Unidos para 2011 y 2012. A diferencia de Asia, la inflación en la región se mantiene en niveles moderados por el momento, pero el aumento de los precios de los alimentos y la energía podrían provocar aumentos puntuales en un futuro. En cualquier caso, los riesgos en Sudamérica también se encuentran sesgados hacia un ligero recalentamiento, especialmente en algunos países como Brasil, en donde el saldo de su cuenta corriente sigue deteriorándose con rapidez a pesar de un contexto de elevados términos de intercambio.

Gráfico 19

Crecimiento del PIB en las economías emergentes



* Arg, Bra, Chi, Col, Méx, Per, Ven
Fuente: BBVA Research

Gráfico 20

Riesgos derivados de los efectos de la primera ronda de un incremento adicional del precio de los alimentos



Fuente: BBVA Research

Los riesgos de inflación empiezan a ser motivo de preocupación en las regiones emergentes, impulsadas por los precios de las materias primas, pero también por las presiones de la demanda interna

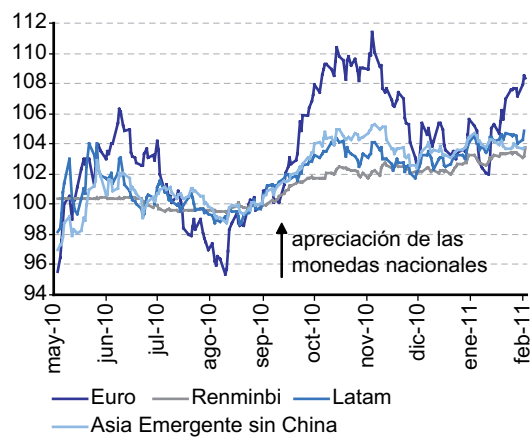
Los riesgos de inflación empiezan a constituir un riesgo importante para las economías emergentes. Tal y como indicamos en el apartado anterior, preveamos que los precios de las materias primas se estabilicen en torno a los niveles actuales, pero con riesgos al alza. Son especialmente importantes los riesgos derivados del aumento de los precios de la energía y los alimentos, especialmente en las economías emergentes, dado el mayor peso de los alimentos en sus cestas de consumo, en comparación con los países industrializados. En este sentido, algunos países se encuentran especialmente en riesgo, bien sea porque las tasas de inflación parten de unos niveles ya de por sí elevados (Brasil, India o Vietnam, por ejemplo) o porque la inflación es altamente sensible al aumento de los precios de los alimentos, dado su mayor peso en la cesta de consumo (Perú, Filipinas y Vietnam, por citar algunos de ellos). El Gráfico 20 clasifica a los países de Latinoamérica y Asia en base al efecto directo (primera ronda) del incremento en los precios de los alimentos, poniendo de relieve que los riesgos de inflación son altamente heterogéneos dentro de dichas regiones. Esta heterogeneidad también se hace extensible a la comparación entre regiones: Asia presenta unos mayores riesgos de inflación debido tanto a la existencia de unas tasas de inflación de partida ya superiores como a una mayor sensibilidad a los precios de los alimentos que en la mayor parte de países de Latinoamérica.

Sin perjuicio de lo anterior, las presiones ejercidas por la demanda interna –en parte impulsada por la entrada de flujos de capital– también contribuye a las presiones de inflación: el rápido crecimiento de las economías emergentes está reduciendo a gran velocidad (y en ocasiones incluso cerrando) la brecha de producción existente, contribuyendo a un posible recalentamiento. Estas presiones se vieron contenidas en cierto modo en los últimos meses del pasado año, a medida que el aumento de los problemas financieros en Europa parecía moderar la entrada de capitales en las economías emergentes mientras la incertidumbre era elevada. Esta moderación en la entrada de flujos de capital también se reflejó en parte en la reducción de las presiones alcistas sobre los tipos de cambio entre octubre y finales del año anterior (Gráfico 21 y 22) y en la suspensión por parte de los bancos centrales del endurecimiento de sus políticas monetarias. En adelante, es probable que la reducción de las tensiones financieras en Europa reactive la entrada de flujos de capital.

Teniendo en cuenta la prevista relajación de las tensiones financieras en Europa, se espera un renovado vigor de la entrada de flujos de capital en las economías emergentes, impulsando así mayores aumentos en los precios de los activos y mayor dinamismo de la demanda interna. De este modo, los dilemas de política monetaria ya existentes durante el pasado año no harán sino intensificarse, obligando a las autoridades económicas a sopesar entre la necesidad de contener la inflación y la demanda interna por un lado y las posibilidades de evitar una apreciación brusca de sus monedas. Prevemos que la mayor parte de los bancos centrales retomarán la senda del endurecimiento de sus políticas monetarias (incluidas medidas de restricción del crédito en algunos países), a medida que aumenten los riesgos de inflación. Al mismo tiempo, tratarán de contrarrestar en gran medida las futuras apreciaciones de los tipos de cambio a través de fuertes intervenciones y controles de capital, si bien no se prevé que impidan completamente la apreciación de sus monedas, ya que la experiencia demuestra que su efectividad en este sentido es bastante limitada.

Gráfico 21

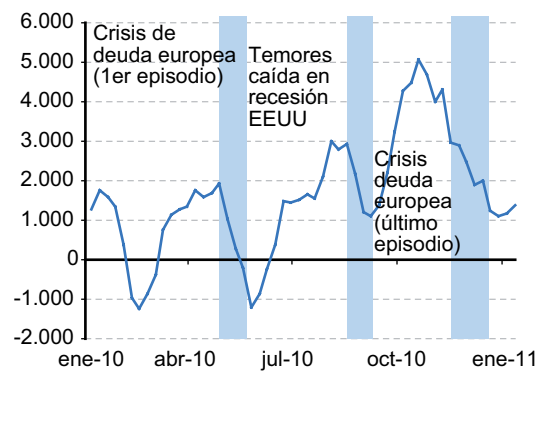
Tipos de cambio bilaterales con respecto al dólar (USD)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 22

Entrada de flujos de capital en las economías emergentes



Fuente: BBVA Research y FMI

RECUADRO 2. Los “EAGLEs”: los mercados emergentes clave en los próximos 10 años

El desacoplamiento entre las tasas de crecimiento de los mercados emergentes y los países desarrollados no constituye, bajo nuestro punto de vista, un fenómeno cíclico. Por el contrario, se trata de una característica estructural a medio plazo de la economía global. Existen varios factores que sustentan esta visión. En primer lugar, el impacto de la crisis y los peajes impuestos por su resolución son claramente mucho mayores en los mercados desarrollados, en donde se espera una ralentización significativa del crecimiento con respecto al periodo expansionista previo a la crisis. En el caso de los mercados emergentes, el lastre generado por la crisis es mucho menos grave y la rápida recuperación observada en 2010 es prueba evidente de esta opinión. Con respecto al largo plazo, BBVA Research ha llevado a cabo estimaciones detalladas del potencial crecimiento del PIB en base a previsiones de las tasas probables de crecimiento de los factores de producción (empleo, capital) y de la productividad total de los factores. Este exhaustivo ejercicio pone de manifiesto cómo los mercados emergentes, en su conjunto, pueden apoyarse en una base más sólida para su crecimiento a largo plazo que las economías desarrolladas. En particular, sus perspectivas demográficas son mejores, lo cual implica que las previsiones conservadoras a largo plazo no requieren una aceleración de la inversión ni de la productividad total de los factores.

En vista de ello, es comprensible que los inversores hayan mostrado un interés mayor por encontrar nuevas fórmulas para posicionarse en esta rotación del crecimiento mundial hacia los mercados emergentes. BBVA Research ha creado un proyecto actualmente en curso para proporcionar información sobre este asunto. Dicho esfuerzo se centra en el concepto de los “EAGLEs”. EAGLEs hace referencia a la expresión anglosajona “Emerging and Growth-Leading Economies” y se refiere al grupo de mercados emergentes cuya aportación al crecimiento global durante los próximos 10 años se prevé que sea mayor que la de los mayores países industriales (los cuales definimos como el G6, esto es, el G7 a excepción de Estados Unidos). Nuestro enfoque cuenta con varias ventajas frente a otros acrónimos alternativos que se han lanzado recientemente:

- En lugar de centrarse en la población y el tamaño económico, factores que pueden inducir al error, el concepto EAGLEs se centra en el PIB incremental (PIBI) que las economías generarán, esto es, su aportación al crecimiento mundial. La utilización del PIBI resulta fundamental: tener un gran tamaño o una tasa de crecimiento elevada no es suficiente en sí mismo para ser un protagonista clave en el entorno global; lo que importa es la combinación de ambos factores. Éste es un concepto más relevante para identificar oportunidades de mercado y de negocio con mayor anticipación (Gráficos 23 y 24).

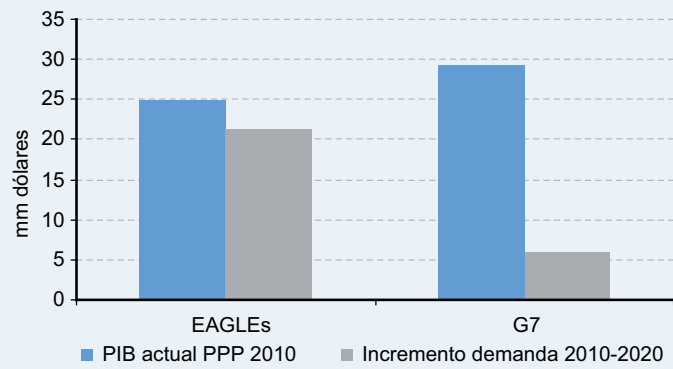
- **Dinámica:** se actualiza cada año según el rendimiento económico y los cambios que se produzcan en las condiciones económicas, tal como se refleje en las previsiones de BBVA Research. No es un grupo cerrado y el concepto no está ligado a un acrónimo formado por un grupo específico de países. De este modo se podrán identificar los mercados clave en el universo de los mercados emergentes, así como advertir por anticipado sobre los posibles “ángeles caídos”.
- **Objetivo:** el criterio de inclusión es explícito. Para convertirse en un EAGLE, el PIB incremental que se prevé para cada país en los próximos 10 años debe ser superior al que se anticipa para la media de las economías del G7, excluido EE.UU.
- Los resultados se basan en un horizonte temporal más próximo (10 años) que los considerados en otros casos, que iban de 20 a 50 años, ya que la economía mundial puede experimentar enormes cambios en un periodo tan prolongado. Este horizonte es más relevante para la mayoría de las decisiones de inversión.

¿Quiénes son los EAGLEs? Nuestra metodología pone de manifiesto algunos resultados sorprendentes. Según las previsiones de BBVA Research, el PIB mundial aumentará en la presente década 41 billones de dólares estadounidenses ajustados según la paridad del poder adquisitivo (PPA). La contribución de los EAGLEs (su PIBI) será ligeramente superior al 50%, mientras que la cuota del G7 será solamente del 14%. Hay que destacar el papel que se espera de China en los próximos diez años; su contribución al crecimiento mundial total representará casi el 30%, cuatro veces más que EE.UU. y 2,4 veces más que el resto de los países BRIC. India igualará la contribución de EE.UU. al crecimiento, aunque su PIB será todavía inferior en 2020. Brasil será el tercer contribuyente en importancia, seguido por Indonesia y Corea del Sur (Gráfico 24). Hay que observar que Indonesia y Corea por separado contribuirán cada una de ellas más que Rusia al crecimiento mundial y si se combinan ambas economías, generarán 1,5 veces más PIB incremental que Brasil. Ésta es una muestra clara donde se pone en entredicho la relevancia del concepto BRIC. El siguiente de la lista es México, cuya contribución al PIBI se prevé que será superior a la de Alemania o el Reino Unido, a pesar de que el tamaño de su PIB actual ajustado según la PPA asciende sólo a un 53% y un 71% del PIB de dichos países, respectivamente. Por último están Egipto, Taiwán y Turquía; se prevé que el PIBI de cada una de estas economías será superior al de Canadá, Francia e Italia. Los EAGLEs que no forman parte del grupo de los BRIC serán más relevantes para el crecimiento mundial que el G6 u otros conceptos similares al usar un número reducido de países. En resumen, el grupo EAGLE es el conjunto de los mercados emergentes que a día de hoy ya son relevantes y que según las previsiones tendrán aún más importancia en esta década.

RECUADRO 2. Los “EAGLEs”: los mercados emergentes clave en los próximos 10 años (Cont).

Gráfico 23

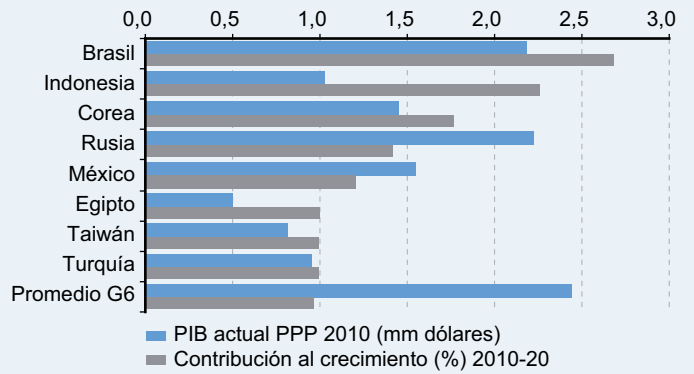
Economías desarrolladas vs. emergentes (mm dólares)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 24

Otras economías emergentes aparte de China e India (% cuota, mm dólares)



Fuente: BBVA Research

6. Tablas

Tabla 1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

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

Fecha cierre de previsiones: 31 de Enero de 2011

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

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

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

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

Fecha cierre de previsiones: 31 de Enero de 2011

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

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

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)

	2008	2009	2010e	2011p	2012p
Estados Unidos	-4,7	-2,7	-3,4	-3,5	-3,4
UEM	-0,9	-0,6	-0,5	0,0	0,1
América Latina *	-0,3	-1,8	-1,0	-1,1	-1,4
EAGLES	3,9	2,4	2,1	1,9	1,6
Turquía	-5,6	-2,2	-5,9	-5,7	-4,9
Asia-Pacífico	4,8	3,8	3,0	3,3	3,2
China	9,9	6,1	4,6	5,1	5,0
Asia (exc. China)	1,4	2,3	2,0	2,2	2,0

Fecha cierre de previsiones: 31 de Enero de 2011

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

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

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público (% PIB)

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

Fecha cierre de previsiones: 31 de Enero de 2011

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

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

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

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

	2008	2009	2010	2011p	2012p
Estados Unidos	3,6	3,2	3,2	3,4	3,8
UEM	4,0	3,3	2,8	3,1	3,1

Fecha cierre de previsiones: 31 de Enero de 2011

Fuente: BBVA Research

Tabla 6

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio (Promedio)

Dólares (USD)					
por moneda nacional	2008	2009	2010	2011p	2012p
Estados Unidos (EUR por USD)	0,68	0,72	0,76	0,79	0,78
UEM	1,47	1,39	1,33	1,27	1,29
Reino Unido	1,82	1,56	1,55	1,53	1,52
China	6,95	6,83	6,77	6,46	6,10

Fecha cierre de previsiones: 31 de Enero de 2011

Fuente: BBVA Research

Tabla 7

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales (Final período)

	2008	2009	2010	2011p	2012p
Estados Unidos	0,61	0,25	0,25	0,25	0,50
UEM	2,73	1,00	1,00	1,00	1,00
China	5,31	5,31	5,81	6,56	7,06

Fecha cierre de previsiones: 31 de Enero 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 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 para Escenarios Económicos

Juan Ruiz
+34 91 374 58 87
juan.ruiz@grupobbva.com

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

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

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

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

Con la colaboración de:

Análisis Transversal Economías Emergentes

Daniel Navia
+34 91 5378351
daniel.navia@grupobbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:

Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com
Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com
Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com
Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@grupobbva.com

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

España y Europa:

Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Estados Unidos y México:

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

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

Análisis Macro México
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Economías Emergentes:

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

Análisis Transversal Economías Emergentes
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

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

Sudamérica
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

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

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

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-31256-2000