

Situación Global

Segundo Trimestre 2013
Análisis Económico

- **La economía mundial continúa recuperándose**, pero con menos intensidad por el deterioro en algunas regiones.
- **La debilidad económica alcanza a los países centrales de la zona euro**, lo cual hace que la recuperación se retrase hasta 2014. EE.UU. resiste la incertidumbre fiscal, mientras que China se desacelera, al tiempo que aumentan los riesgos.
- **Los bancos centrales continúan dando soporte al crecimiento:** Japón se embarca en un masivo programa expansivo, mientras que en Europa se recortan tipos y el BCE se prepara para tomar nuevas medidas.

Índice

1. Un escenario global más diverso	3
2. Divergencias crecientes en la economía global.....	4
3. La economía mundial resiste ante los choques, pero todavía es vulnerable	9
Recuadro 1. Tensiones en los mercados financieros y crecimiento económico en España	13
4. Tablas	16

Fecha de cierre: 7 de mayo de 2013

1. Un escenario global más diverso

El crecimiento global se sigue recuperando gradualmente, pero unas perspectivas más dispares para las principales economías frenan la intensidad de la mejora del PIB en 2013 y 2014. El crecimiento trimestral del PIB mundial, estimado por BBVA Research en el 0,7%, habría superado ligeramente el 0,6% del último trimestre de 2012, pero los indicadores disponibles apuntan a una creciente dispersión de la actividad especialmente dentro de las economías más desarrolladas, donde la zona euro vuelve a quedarse rezagada frente a EE.UU. e incluso Japón. China crecerá cerca del 8% aunque el sesgo es bajista por la duda sobre si las autoridades querrán utilizar el margen de maniobra que tienen dada la caída de la inflación, para superar su objetivo del 7,5% para este año. Con todo, se estima que **el ritmo de la expansión global en 2013 será del 3,3%, sólo una décima sobre el crecimiento estimado para 2012**. En 2014 se alcanzarían tasas cercanas al 4% si bien los riesgos siguen siendo a la baja.

En el área del euro la recuperación se retrasa a 2014 a pesar del papel del BCE como cortafuegos de las tensiones financieras ayudado por el impulso dado a la unión bancaria. Ha sorprendido positivamente la efectividad del BCE como garante del euro ante choques como el desordenado rescate a Chipre, la situación política en Italia o el dictamen del tribunal constitucional portugués. Por el lado negativo, los indicadores de coyuntura muestran la **generalización de la debilidad cíclica más allá de la periferia**, lo que justifica la reciente **bajada de tipos del banco central**. Es esta una medida positiva, aunque **difícilmente reducirá por sí sola una fragmentación financiera** que ya impacta menos a emisores soberanos o incluso a grandes corporativos, pero que sigue afectando a hogares y empresas por el **desigual funcionamiento del canal bancario**. Las condiciones de oferta de crédito bancario en el conjunto del área siguen tensionándose al tiempo que en países periféricos como España sigue cayendo la demanda de crédito. Se necesita algo más que la ampliación de la línea de liquidez a los bancos al menos hasta mediados de 2014, y deberían concretarse las medidas en estudio para dinamizar la financiación empresarial, con la participación de instituciones como el Banco Europeo de Inversión.

Una consecuencia adicional del debilitamiento del ciclo europeo es el creciente debate sobre el **grado apropiado de consolidación fiscal**, aquel que logre una senda creíble de caída de déficit sin un deterioro tal del crecimiento en el corto plazo que haga vano el esfuerzo de ajuste. El apoyo de la Comisión Europea al retraso de dos años en el logro del objetivo del déficit público del 3% en España va en la línea de primar calidad y composición del ajuste fiscal y enfatizar las reformas estructurales sobre los objetivos de corto plazo. **¿Qué falla en Europa?** Un avance más decidido hacia la unión bancaria, llevar el debate de los objetivos de déficit a medidas estructurales y un compromiso más firme con las reformas en los países de la periferia.

En EEUU, la fortaleza de la demanda privada frente al freno del ajuste fiscal sostiene sus **perspectivas de crecimiento**. La incertidumbre sobre la política fiscal a corto plazo ha disminuido respecto a escenarios que incluían el cierre de organismos del gobierno (si bien no se han tomado todavía medidas creíbles de consolidación fiscal a largo plazo). La eliminación de algunas rebajas fiscales y la entrada en vigor de recortes de gasto no parecen haber supuesto finalmente un freno de consideración del gasto privado gracias a una **expansión monetaria que mantiene unas condiciones de financiación muy favorables** y contribuye a la mejora del ingreso y de la riqueza. Así, resulta razonable mantener las perspectivas de crecimiento de 2013 en el 1,8% a pesar de la sorpresa bajista de la demanda pública en el PIB del 4T12 y 1T13.

El **sostenimiento en el tiempo de la expansión monetaria, a la que se ha unido el banco central de Japón, supone desafíos**. El objetivo de que los inversores se desplacen buscando rentabilidad hacia activos de mayor riesgo puede llegar a favorecer en algunos mercados valoraciones alejadas de sus fundamentos de largo plazo, lo que puede suponer ajustes desordenados al ir retirando estímulos. Este riesgo crece dada la falta de coordinación entre los bancos centrales con políticas de expansión cuantitativa, atentos, cada uno de ellos, a sus respectivos objetivos domésticos de inflación anclada y crecimiento sostenible. En el caso de las economías emergentes, aunque por ahora están soportando bien las fuertes entradas de flujos, el seguimiento del impacto de las mismas ha de continuar.

2. Divergencias crecientes en la economía global

A lo largo de los últimos tres meses se han desvanecido algunas amenazas a la recuperación económica mundial, sin embargo, se registra una mayor divergencia entre distintas áreas. Así, la actividad está divergiendo entre EE.UU. y la Eurozona, donde además la debilidad ha llegado a las economías del centro. Por otro lado, a pesar de las dudas sobre la sostenibilidad en el largo plazo del crecimiento de China, o incluso sobre el crecimiento que se logre finalmente en 2013, no parece que se encamine hacia un ajuste brusco en el corto plazo. En el resto de las economías emergentes de Asia existe cierta decepción al comparar con unas expectativas de crecimiento con todo tal vez demasiado elevadas. Japón se encuentra en una ola de renovado optimismo económico aunque de momento se ha materializado únicamente en las valoraciones de algunos activos financieros y en indicadores de confianza; y no tanto aún en indicadores de actividad real.

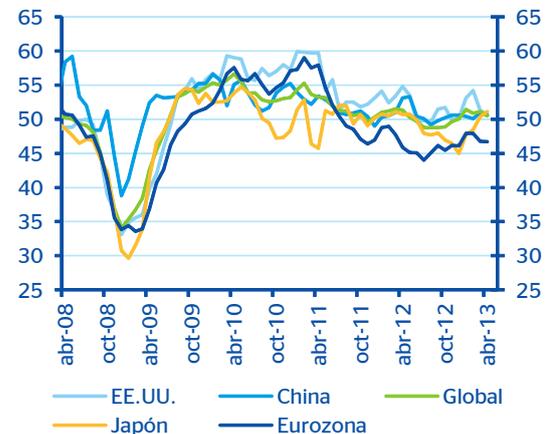
La respuesta de los mercados financieros frente a eventos como la continuada incertidumbre sobre la definición de la política fiscal a largo plazo en EE.UU. por un lado, o la paralización política italiana y los eventos de Chipre y Portugal en la Eurozona por el otro, ha sido muy reducida (véase el Gráfico 1). Así, se ha registrado una disminución de las primas de riesgo en la Eurozona, en gran parte por el apoyo implícito del programa OMT del BCE y por la fuerte liquidez global, que está beneficiando la búsqueda de rentabilidad y la consiguiente toma de riesgo financiero a nivel global. En consecuencia, casi todos los activos se están beneficiando de este cambio en la percepción casi con una única excepción, el repunte que se está dando en los indicadores de riesgo de crédito en el sector bancario de la Eurozona.

Gráfico 1
BBVA Indicador de Tensiones Financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Indicadores de confianza (PMI)



Fuente: Markit, BBVA Research

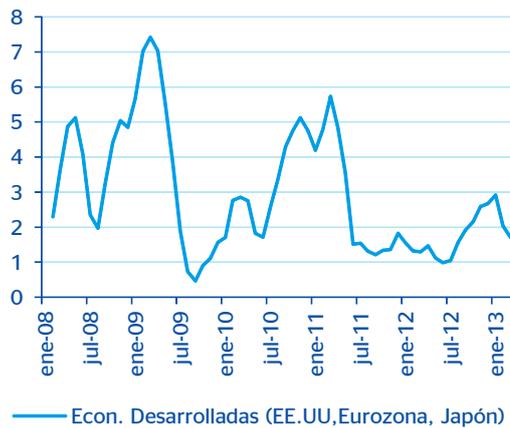
Los indicadores más recientes de perspectivas de actividad reflejan las divergencias existentes entre áreas. Con todo, se ha mantenido la senda de estabilidad en la confianza de las empresas manufactureras a nivel global, aunque con divergencias crecientes entre regiones (veáanse Gráficos 2 y 3). En cualquier caso, la positiva evolución de los mercados financieros y la divergencia en las perspectivas cíclicas no han llevado todavía a ningún cambio significativo en la actividad o el comercio a nivel global. De acuerdo a nuestro indicador de actividad global BBVA-GAIN¹, aún con los datos más recientes se mantiene la estimación de que el PIB mundial prosigue una senda de crecimiento a un ritmo constante del 0,7% trimestral (véase Gráfico 4). Sin embargo, unas perspectivas más dispares entre las principales economías (en especial por la revisión a la baja del crecimiento esperado para la Eurozona y también en algunas economías de

1: Para más detalles, véase el Observatorio Económico de BBVA Research publicado el 6 de marzo de 2013: http://www.bbva.com/observatorio-economico/multimedia/130306_EcWatch_BBVAGAIN_tcm348-379375.pdf?ts=2942013

Asia emergente) frenan la intensidad de la recuperación esperada a lo largo de 2013 y 2014. En consecuencia, revisamos a la baja nuestras previsiones de crecimiento de la economía mundial, hasta el 3,3% y 3,9% en 2013 y 2014, respectivamente, desde el 3,6% y 4,1%.

Gráfico 3

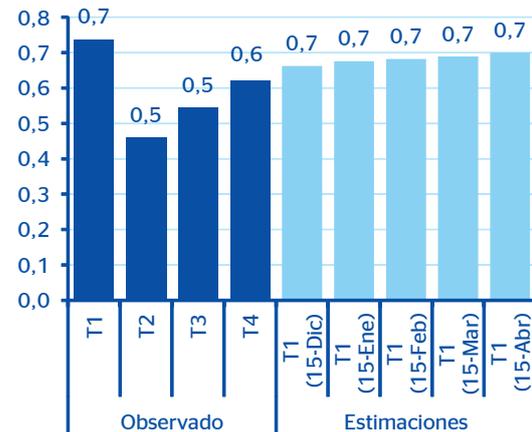
Ec. Desarrolladas: Desv estándar PMI Manufacturas (EE.UU, Eurozona y Japón)



Fuente: Markit, BBVA Research

Gráfico 4

Crecimiento global basado en BBVA-GAIN (%t/t)



Fuente: BBVA Research

¿Qué está detrás del sostenido crecimiento de EE.UU. a pesar de la incertidumbre en la definición de la política fiscal? La fortaleza del consumo privado y una continuada expansión monetaria

Los datos de crecimiento en el primer trimestre de 2013, aunque por debajo de las expectativas de mercado, vinieron a confirmar el mantenimiento del buen tono mostrado hasta ahora por el consumo privado. Esto se debe a una mejora de la situación laboral, en términos de empleo y salarios, y financiera de las familias (efecto riqueza). Así, **el gasto privado se ha erigido en soporte del crecimiento de EE.UU.** También ha ayudado el hecho de que los mercados financieros no se hayan visto afectados por eventos de riesgo foráneos como los procedentes del área del euro. Sin embargo, los indicadores más recientes de perspectivas cíclicas, las expectativas manufactureras, han descendido en marzo y abril a niveles compatibles con el estancamiento de la actividad en este sector, por lo que esperamos una moderación adicional del PIB en el segundo trimestre².

Con todo, **mantenemos sin cambios el escenario económico de EE.UU. en 2013 y 2014, con sendos ritmos de crecimiento en el 1,8% y 2,3%**, respectivamente, principalmente por dos motivos. En primer lugar, a pesar de la incertidumbre que rodeó el llamado “precipicio fiscal” y la entrada en vigor del sequester (recorte automático) del gasto público, **el gasto privado ha dado muestras inequívocas de resistencia**. En segundo lugar, porque estando las expectativas de inflación bien ancladas, **la expansión cuantitativa (QE) se puede implementar sin problemas hasta que las perspectivas del mercado laboral hayan mejorado significativamente**. Aunque los buenos datos de comienzo de año hicieron que un adelanto de la retirada de estímulos pareciera posible, la información más reciente indica que la economía americana está todavía lejos de unas tasas de crecimiento suficientemente robustas, por lo que la política monetaria seguirá siendo un soporte al crecimiento.

²: Para más detalles, véase el Observatorio Económico de BBVA Research del 1 de abril de 2013: http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/130401_EconomicWatchEEUU_194_tcm348-381612.pdf?ts=3042013

La Eurozona se estanca y el BCE comienza a actuar

El elemento más novedoso de la coyuntura en la Eurozona es la extensión de la debilidad de la actividad en los periféricos a las economías del centro del área, especialmente Francia, pero también Alemania y Holanda. En Francia, la incertidumbre en torno a la política impositiva y de consolidación fiscal y la escasez de reformas están minando la confianza de los agentes económicos. En la misma línea, Alemania ha visto en abril como se renueva la tendencia a la baja de sus índices de confianza y está sufriendo las menores exportaciones a pesar de la resistencia de la demanda de países emergentes. Holanda, por último, también se ha visto abocada a la recesión como resultado de la caída de la inversión y el consumo de sus hogares y a pesar del buen comportamiento de sus exportaciones. Finalmente, en la periferia del área del euro cabe destacar la fuerte vuelta del apetito de riesgo a la deuda soberana periférica gracias al papel del BCE con su programa de compra de bonos en el mercado secundario y a la mejora de la liquidez global con la expansión cuantitativa de Japón. En particular, el bono a 10 años italiano alcanzó en abril su nivel más bajo desde noviembre de 2011, a pesar de la incertidumbre política. En esta misma línea de compresión de primas de riesgo, en España el bono a 10 años se mantuvo debajo del 4,5% en las últimas semanas.

Si bien los datos más recientes de ventas al por menor y de producción industrial de febrero sugieren una cierta estabilización de la actividad de la Eurozona en los primeros meses del año, el deterioro de las encuestas de confianza apunta a que la recuperación está lejos de asentarse. Mientras, las autoridades de la Eurozona siguen en el proceso de construcción de la arquitectura económica del área (cómo llegar a un mercado bancario único). A la vez, existe un creciente debate sobre el grado apropiado de consolidación fiscal para lograr una senda creíble de reducción de déficit público y sostenibilidad de la deuda sin que a corto plazo se dé un deterioro tal de la actividad que haga vanos los esfuerzos de ajuste.

En cuanto a los avances en unión bancaria, el acuerdo alcanzado finalmente para la solución de la crisis de Chipre ha supuesto la puesta en práctica del modelo de rescate que se está negociando para el sector en el conjunto del área. Previamente al rescate, tendrá que haber una participación de los acreedores bancarios, incluyendo en caso necesario a depositantes no asegurados. Y en lo que se refiere a consolidación fiscal, las recientes declaraciones de la Comisión Europea apoyando el retraso de la consecución del objetivo del déficit público del 3% hasta 2016 en España van en la línea de dar mayor importancia a la calidad y la composición del ajuste que a la consecución de rápidas correcciones con potenciales efectos negativos sobre el crecimiento.

Con todo, nuestro escenario contempla una revisión a la baja del crecimiento en la Eurozona. Estimamos una caída del PIB en 2013 de -0,1% y un aumento del 1% en 2014, cuatro y tres décimas menos, respectivamente, de lo pronosticado en nuestra publicación de enero. Los riesgos, en todo caso, siguen sesgados a la baja, siendo clave que Alemania no se mantenga como la única fuente de crecimiento del área gracias a su fácil acceso a la financiación, elevada competitividad y mayor exposición a las fuentes de demanda global con mejor comportamiento.

La reducción de las tensiones financieras es un soporte para el crecimiento³ logrado con el programa del BCE para comprar deuda pública en el mercado secundario y asegurar así la transmisión de la política monetaria al conjunto de la economía. Pero con la caída del coste y la mejora del acceso a la financiación para los soberanos no basta la fragmentación de los mercados financieros del área se refleja en la muy distinta disponibilidad y coste del crédito a hogares y empresas a lo largo de la eurozona.

En un entorno en el que la debilidad económica se prolonga y se extiende a un mayor número de países, y la inflación se sitúa bien por debajo del objetivo, el BCE llevó a cabo un recorte de 25 puntos básicos en el tipo refi, del 0,75% al 0,50%, al tiempo que estrechó el corredor de las operaciones de crédito y depósito de +/- 75 puntos básicos a +/-50 pb. Igualmente, el BCE anunció el alargamiento de las subastas de liquidez para los bancos a tipo fijo y sin restricción de cantidad mientras sea necesario y al menos hasta julio de 2014. Adicionalmente, el BCE inicia consultas con otras instituciones europeas (Banco Europeo de Inversiones y Comisión)

3: Ver Recuadro 1

para impulsar el mercado de instrumentos financieros respaldados por créditos a empresas, en un intento de abordar el acuciante problema del crédito a empresas en la periferia. Con todo, el impacto del recorte de tipos en la economía real podría ser limitado y dado que los riesgos siguen siendo a la baja, el BCE ha señalado que ante un deterioro adicional de las perspectivas económicas podría tomar medidas adicionales. Entre las medidas que se podría plantear el BCE estarían la reducción del tipo de la facilidad de depósito a nivel negativo, así como adopción de medidas no estándar o apoyo a instituciones europeas en la provisión de crédito a PYMES.

En Asia persisten las dudas sobre la fortaleza del crecimiento de China. Optimismo en Japón por su masiva expansión cuantitativa

La economía de China pierde fuerza en el primer trimestre de 2013 con la sorpresa negativa de una débil inversión, a pesar de la mayor fortaleza de la demanda externa y de que el crecimiento se mantiene en línea con el objetivo del gobierno del 7,5% para 2013. Así, **las medidas puestas en marcha para acotar la fragilidad financiera doméstica parecen haber contribuido a la desaceleración.** No obstante, el cambio en el modelo de crecimiento hacia un mayor peso del consumo continúa. Con inflación también más baja de lo previsto, se ha reducido la presión para endurecer las condiciones monetarias, por lo que las autoridades tienen margen de maniobra dado su compromiso con un crecimiento sostenible para lograr el objetivo de crecimiento anunciado. **Con todo, nuestro escenario de crecimiento en China se mantiene inalterado en el 8% para 2013 y 2014.**

La economía japonesa, por otro lado, se beneficiará de una combinación de políticas de reactivación más agresivas de lo esperado. Entre ellas, una masiva expansión cuantitativa, cuya magnitud representa alrededor del 25% del PIB de Japón (cada una de las QE implementadas por la Fed representó en promedio un 10% de su PIB), con objeto de forzar cambios en las expectativas inflacionistas de la población para fomentar el crecimiento (véase gráfico 5). Este impulso monetario será tanto más eficaz cuanto más se vea acompañado de medidas fiscales eficaces y, especialmente, de reformas estructurales. Así, **nuestra previsión de crecimiento de la economía de Japón para 2013 y 2014 se mantiene en el 1,7%, por encima del 1,3% del consenso.**

En cualquier caso, es **difícil cuantificar el impacto** de este nuevo movimiento político y saber cómo reaccionarán los inversores, **dado que existen todavía muchas incertidumbres.** Por ejemplo, en el ámbito global, si esta política tiene éxito en fomentar el crecimiento y la confianza a nivel nacional, podría generar mayores entradas de capital netas (en vez de salidas). Por otro lado, su impacto a nivel doméstico en Japón también resulta incierto ya que la política del Banco de Japón conlleva algunos riesgos: fuerte volatilidad de los bonos soberanos (JBG), riesgos para los balances bancarios y los costes de endeudamiento del gobierno cuando los rendimientos nominales crezcan, en tanto en cuanto el Banco de Japón tenga éxito en el cumplimiento de su objetivo de inflación en el 2%.

No obstante, la nueva facilidad monetaria proporciona **argumentos a favor para que los inversores japoneses inviertan cada vez más en el exterior.** La demanda del Banco de Japón va a alejar a los inversores privados japoneses de los activos domésticos, ya que el banco central planea comprar alrededor del 70% de toda la nueva emisión de bonos soberanos. En consecuencia, la cuota de bonos del gobierno japonés en 2014 superará el 20% (véase gráfico 6). Así, la asignación de fondos resultaría también incierta. El apetito de los inversores japoneses por los bonos estadounidenses se ha incrementado desde el inicio de la crisis de la Eurozona, pero también volvieron al mercado de valores europeo el año pasado. En particular, invirtieron en los países del centro de la Eurozona, como Francia, Holanda y Alemania y, por otro lado, detuvieron sus ventas de valores periféricos. En parte, esta tendencia relativa a periféricos ha cambiado recientemente. En este contexto, **esperamos que la demanda de activos en euros se incremente siempre y cuando el riesgo de convertibilidad del euro no vuelva a estar presente.**

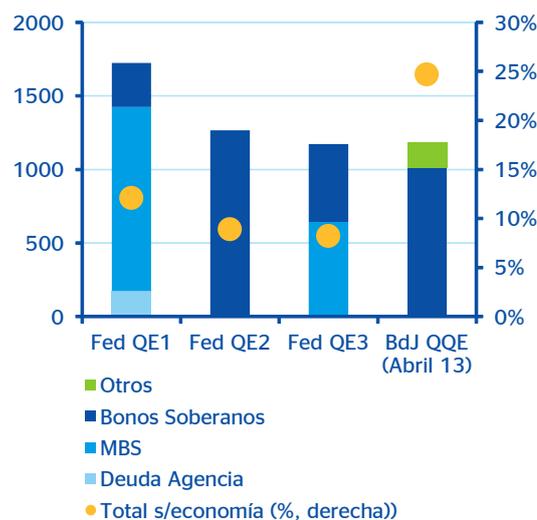
La laxitud monetaria de los desarrollados favorece la toma de riesgos, presiona a la baja las tasas largas y a la apreciación las divisas emergentes

Los mercados financieros sigue dominado por el flujo de liquidez desde los bancos centrales; unas expectativas inflacionistas acordes –o inferiores- a los objetivos de los bancos centrales de la eurozona, EEUU y Japón; un balance de riesgos sobre el crecimiento neutral en EE.UU., sesgado a la baja en la eurozona y a la espera de mostrar en datos de actividad real las mejoras visibles ya en los indicadores de perspectivas,

Con todo ello, las tasas de largo plazo de los bonos de EE.UU. y, sobre todo, de Alemania han vuelto a la parte baja del rango de los últimos meses. La consiguiente búsqueda de rentabilidad en un entorno menos averso al riesgo ha favorecido, junto con la salvaguarda del BCE, la fuerte caída del rendimiento de la deuda pública en la periferia de la eurozona hasta niveles no registrados desde 2010. En este contexto, el capital fluye también a los mercados de renta fija emergente, especialmente a los más líquidos (Turquía, Brasil, México), anticipando las salidas de capitales que habrían de producirse desde Japón por el aumento de la demanda de deuda pública por parte del banco central de Japón.

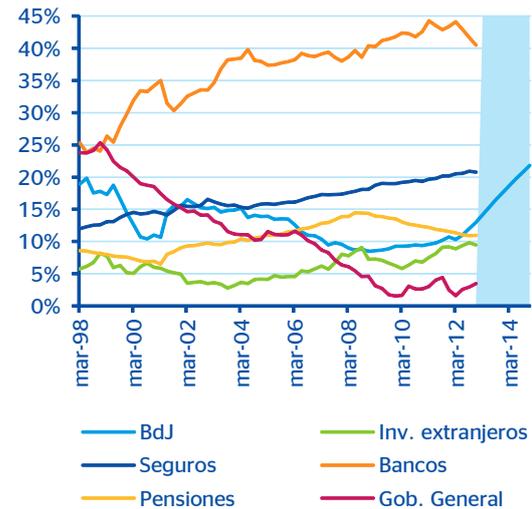
En este entorno, el euro ha mostrado una gran resistencia al escenario de debilidad cíclica del área. La menor probabilidad de los escenarios de mayor riesgo y una política monetaria en Europa comparativamente menos acomodaticia que la de otros bancos centrales han actuado de soporte del euro. En ausencia de eventos de riesgo importantes en Europa y mientras no se produzcan sorpresas en la estrategia de salida del QE por parte de la FED, el euro podría seguir cotizando en el rango actual 1,30 y 1,32 dólares por euro a finales de este año. Ello no descarta que se registren episodios de apreciación del dólar como resultado de un balance de riesgos cíclicos y de reacción de los respectivos bancos centrales que pone el sesgo bajista y acomodaticio más en Europa que en EE.UU.

Gráfico 5
Rondas sucesivas de QE (Mn USD), Fed y BdJ



Fuente: Haver y BBVA Research

Gráfico 6
Tenedores de bonos japoneses, estructura porcentual (%)



* (Incluyendo T-bills y bonos FILP). El sector público incluye préstamo al fondo fiscal mientras se excluyen fondos públicos de pensiones incluidos en "pensiones".
Fuente: Haver y BBVA Research

3. La economía mundial resiste ante los choques, pero todavía es vulnerable

Algunos de los eventos que habíamos identificado como factores desencadenantes de un escenario de riesgo que pudiera arrastrar a la economía mundial se han materializado en los últimos meses. Sin embargo, no han provocado tensiones financieras significativas ni una disminución general de las tasas de crecimiento. De hecho, la única región que se ha visto afectada por una desaceleración importante (y una revisión a la baja en sus perspectivas) es la zona del euro. **A nuestro juicio, esto demuestra que la economía mundial es más resistente de lo esperado a esos shocks y está en mejor forma de lo supuesto hasta ahora.** Los mercados financieros se han mantenido relativamente inmunes a estos eventos.

Sin embargo, continúan existiendo elementos con potencial para que el proceso de normalización pueda fracasar. Además, han surgido nuevos factores como fuente de incertidumbre y de potencial arrastre sobre la economía global.

Europa: la normalización de un escenario adverso

La política en Europa sigue siendo una fuente de perturbaciones para la recuperación económica. De hecho, en los últimos tres meses se han producido algunos de los eventos potencialmente más dañinos de esta persistente crisis. En primer lugar, la gobernabilidad de Italia alcanzó un punto de bloqueo, tras las elecciones de finales de febrero, al no lograrse una mayoría política viable para formar gobierno. La perspectiva de un periodo prolongado sin un gobierno estable en la tercera mayor economía de la Europa continental amenazó al conjunto de la eurozona, en particular dada la urgente necesidad de reformas. Finalmente se ha formado un gobierno de coalición, aunque la divergencia de puntos de vista dentro del mismo pone en duda su capacidad para poner en práctica las reformas necesarias.

En segundo lugar, **el proceso de rescate chipriota es un ejemplo perfecto de desgobierno en la Zona Euro.** Chipre finalmente obtuvo financiación europea, pero su gobierno se vio obligado a imponer controles de capital transitorios, límites a las transacciones de divisas y a la disponibilidad de efectivo. Sin embargo, la negociación del rescate (en especial, una vez que la primera propuesta no logró el apoyo del Parlamento chipriota) hizo correr el riesgo de que se desatara una nueva ola de inestabilidad financiera, en especial en otros países de la periferia del área del euro.

En tercer lugar, el Tribunal Constitucional portugués dictaminó que algunas partes del plan de consolidación fiscal eran inconstitucionales. Esto supuso un serio revés para un país que había aplicado concienzudamente el plan de rescate acordado con las autoridades europeas (por lo que había sido muy elogiado por sus socios) y que aspira a regresar a los mercados este año. En definitiva, a la ya de por sí habitual resistencia política a la hora de implementar reformas en los países con dificultades, se añadían problemas legales. El Gobierno de Portugal sigue mostrando un compromiso claro con las reformas, y ha vuelto a asegurar a los mercados y a las autoridades europeas su plena intención de cumplir con sus compromisos.

Gráfico 7
Tipos de interés a 10 años



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 8
Zona Euro: cambio en los estándares de crédito y de demanda en 3 meses (Hogares y empresas, media simple)



Nota: valores positivos suponen endurecimiento en estándares y aumento de demanda
Fuente: Haver (Encuesta BCE sobre condiciones crediticias) y BBVA Research

En nuestra opinión, cualquiera de estos eventos (y con más razón todos ellos simultáneamente) podrían haber provocado una intensificación de las tensiones financieras. De hecho, la historia reciente de la Zona Euro está llena de ejemplos donde pasos en falso en la gobernanza preceden a repuntes en las tensiones financieras. Sin embargo, **en esta ocasión las tensiones financieras apenas han aumentado**. Parece evidenciarse que este tipo de eventos tienen un impacto menor (y más corto) como fuente de inestabilidad. En nuestra opinión, el **programa OMT del BCE ha sido clave en la contención de las tensiones financieras** (véase el gráfico 7). Por otra parte, el compromiso con la sostenibilidad fiscal por parte de todos los gobiernos periféricos también ha contribuido a restablecer la confianza del mercado. De forma adicional, y más recientemente, **las autoridades europeas parecen ser más proclives a un enfoque más flexible en el proceso de consolidación fiscal**. Todos esos factores juntos hacen que la “amenaza soberana” haya disminuido.

Sin embargo, no todos los obstáculos han desaparecido. El rescate de Chipre ha introducido un nuevo factor de riesgo. La resolución de la crisis bancaria en Chipre puede hacer que los sectores financieros de las economías periféricas sean más vulnerables tras el acuerdo alcanzado para imponer pérdidas a los depósitos chipriotas no asegurados. Tal situación podría darse si un aumento en el riesgo percibido por parte de los acreedores o los depositantes deriva en problemas de financiación bancaria. De hecho, uno de los problemas que la economía europea está encontrando se refiere precisamente al tensionamiento de los estándares de concesión de préstamos a empresas y familias. Los datos más recientes muestran que **las condiciones crediticias se han endurecido**, en medio de falta de demanda, y esto se refleja en una disminución del crédito que podría deteriorar el crecimiento (gráfico 8).

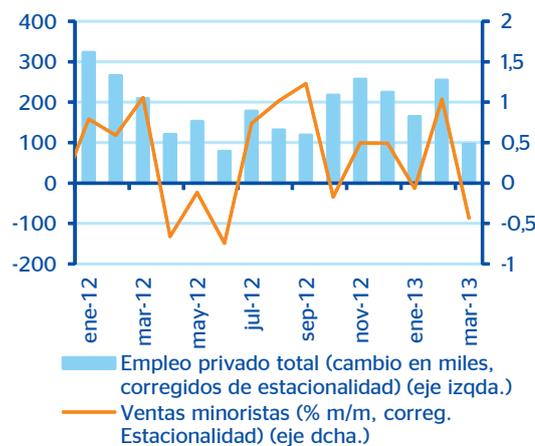
Adicionalmente, **las economías en el centro de Europa también se han visto afectadas por la desaceleración**. Alemania ha perdido impulso, y Francia afronta retos económicos de consideración. Si persiste esa situación, y estas economías no ganan fuerza, las perspectivas de la Zona Euro en su conjunto pueden empeorar.

EE.UU.: más allá del precipicio (fiscal)

La incertidumbre que rodea el proceso de consolidación fiscal en los EE.UU. ha disminuido, pero probablemente por los motivos inadecuados. En enero, entraron en vigor subidas de impuestos, como resultado de un acuerdo de última hora entre los partidos para hacer frente al llamado "fiscal cliff". Sin embargo, los partidos políticos no se pusieron de acuerdo sobre algunos de los detalles, de forma que en marzo han entrado en vigor recortes automáticos del gasto. Esta situación no es satisfactoria, al menos, por dos razones. En primer lugar, **no hace frente plenamente al problema de sostenibilidad a largo plazo**. Los EE.UU. todavía carecen de un plan integral para restablecer la sostenibilidad fiscal, lo cual debería incluir reformas tanto en la estructura del gasto como impositivas. En segundo lugar, las medidas fiscales ahora en vigor representan un drenaje significativo, en un momento en que la recuperación sigue siendo débil, aunque hayan surgido algunos signos alentadores de recuperación.

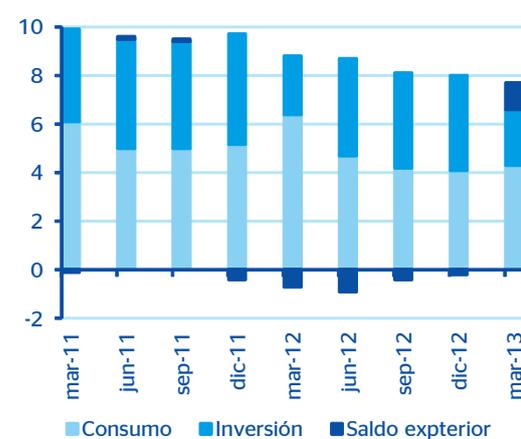
En su momento se temió que la combinación de los aumentos de impuestos de enero y los recortes de gastos de marzo, podrían reducir el crecimiento. Sin embargo, la economía estadounidense ha resistido indudablemente bien estos eventos. No obstante, los datos más recientes arrojan dudas sobre la fortaleza de la recuperación (Gráfico 9), incluso ante tasas de crecimiento históricamente bajas en el entorno al 2%. Por lo tanto, estas medidas podrían tener un alto coste tanto para la economía americana como para la economía mundial.

Gráfico 9
EEUU: ventas minoristas y empleo



Fuente: Haver, BBVA Research

Gráfico 10
China: Contribución al crecimiento interanual del PIB (no correg. de estacionalidad, pp)



Fuente: Haver

¿Tú también, China?

Con la economía de la Zona Euro desacelerándose y los EE.UU. ante una recuperación vulnerable en medio de un proceso de consolidación fiscal, **las perspectivas de un repunte de la economía mundial dependían de China**. Sin embargo, en el primer trimestre las cifras del PIB resultaron decepcionantes. Parte de la desaceleración (en especial en la inversión) puede haber sido el resultado de las medidas destinadas a frenar el rápido crecimiento del crédito que China ha venido experimentando en los últimos trimestres. Si ese fuera el caso, sería un acontecimiento de interés, ya que **disminuiría los riesgos relacionados con la fragilidad del sector financiero**. Por otra parte, las cifras más recientes muestran que la proporción que el consumo representa en el PIB chino ha aumentado a expensas de la inversión. Esto es, una vez más, una característica a valorar de los datos más recientes, si bien un claro cambio en el modelo de crecimiento chino hacia el consumo todavía esté pendiente (gráfico 10).

El aumento en la deuda de las entidades locales, **el efecto que la llamada banca en la sombra puede tener en la evolución del crédito y los niveles de precios de la vivienda suponen los riesgos más importantes para la economía china**. Las autoridades pueden adoptar nuevas medidas para hacer frente a estos problemas, lo que se podría traducir en una ralentización del crecimiento. Sin embargo, **el gobierno chino tiene margen de maniobra en caso necesario**. La inflación ha vuelto a los márgenes objetivo y, en consecuencia, tanto las políticas fiscales como monetarias podría ser más acomodaticias en caso de que el crecimiento se debilitara excesivamente.

Japón se une al club de la expansión monetaria, pero ¿a qué precio?

Los bancos centrales de la mayoría de las economías avanzadas han puesto en marcha políticas de flexibilización cuantitativa. Japón es el último en hacerlo, con el objetivo de poner fin a la deflación e intensificar el crecimiento. Hasta ahora, sólo los indicadores financieros han reaccionado: el yen se ha depreciado notablemente en los últimos meses, mientras que los mercados de valores de Japón han registrado alzas muy notables. Es demasiado pronto para determinar si estas medidas pueden tener éxito. En parte, eso dependerá de los cambios en otras políticas (reformas estructurales y cambios fiscales).

Sin embargo, la expansión monetaria japonesa también presenta riesgos para otras economías. En un contexto de bajos tipos de interés nominales, es probable que parte de esa nueva liquidez pueda acabar llegando a otras economías, en particular a los países emergentes de Asia o de Latinoamérica, que ya estaban experimentando una tendencia a la apreciación en sus monedas. Esto puede obligar a estos gobiernos a introducir medidas que reduzcan el crecimiento. Al mismo tiempo, **la abundancia de liquidez puede llevar a valoraciones inadecuadas del riesgo**, y desencadenar burbujas de activos en algunos mercados.

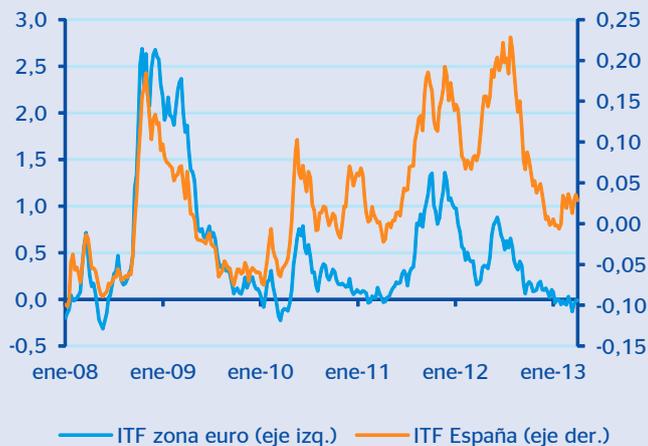
Recuadro 1. Tensiones en los mercados financieros y crecimiento económico en España

Las tensiones de los mercados financieros en el área del euro en general y en España en particular se relajan desde mediados de 2012. El anuncio a finales de julio de 2012 del presidente del BCE, Mario Draghi, de tomar las medidas que fuesen necesarias para asegurar la supervivencia del euro que los mercados ponían en duda¹ generó un fuerte alivio en los mercados financieros, como refleja el Índice de tensiones financieras de BBVA Research (ITF)². El Gráfico 11 da cuenta de la significativa disminución registrada en el índice correspondiente a la economía española a partir del 26 de julio, fecha del discurso de Draghi, en tanto que el ITF del conjunto de la zona euro inicia su caída unas semanas antes coincidiendo con los acuerdos alcanzados durante la cumbre europea en materia de supervisión bancaria única, aprobación de planes de largo plazo en lo relativo a unión bancaria y fiscal y medidas de apoyo al crecimiento.

Ahora bien, el estrés en los mercados suele estar correlacionado con fases negativas del ciclo económico.

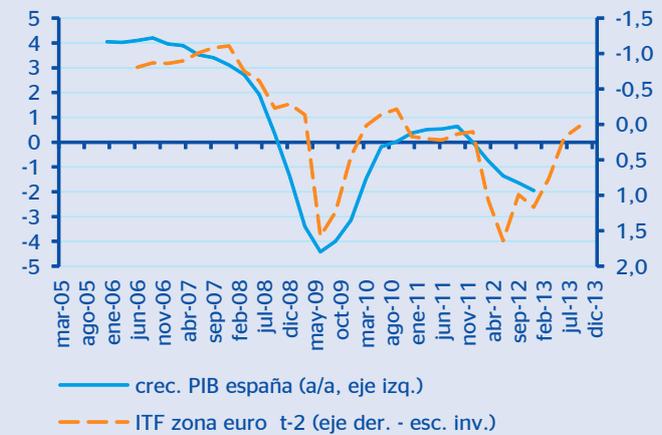
En el caso de la economía española, durante el periodo reciente no solo se verifica una elevada correlación, sino que las tensiones financieras adelantan el crecimiento anual del PIB en dos trimestres. Como puede observarse en el Gráfico 12 el crecimiento del PIB de España y la evolución del ITF de la zona euro³ adelantado dos trimestres (en escala invertida) muestran una dinámica similar. Asimismo, y más allá de la comprobación visual, al realizar un análisis estadístico, el crecimiento interanual del PIB de España alcanza una correlación negativa y significativa tanto con respecto al índice de la zona euro (83%) como al de España, ambos adelantados 2 trimestres⁴.

Gráfico 11
ITF, zona euro y España



Fuente: BBVA Research

Gráfico 12
PIB de España (a/a, %) e ITF zona euro



Fuente: BBVA Research

4: Este anuncio se concretó a comienzos de septiembre con el establecimiento de un programa de compras de deuda soberana en mercados secundarios (programa OMT) que asegurase la transmisión de la política monetaria en el conjunto de la zona del euro. A finales de abril de 2013 no ha sido necesaria su efectiva puesta en práctica.

5: El Índice de Tensiones ITF sintetiza en un solo indicador la dinámica de un conjunto de variables que miden la volatilidad de mercados de capitales, tipos de interés y divisas, riesgo de crédito (incluyendo el soberano) y tensiones de liquidez. Para más detalle ver el Observatorio económico: "Tensiones financieras y actividad económica en EEUU y la zona euro", disponible en internet en:

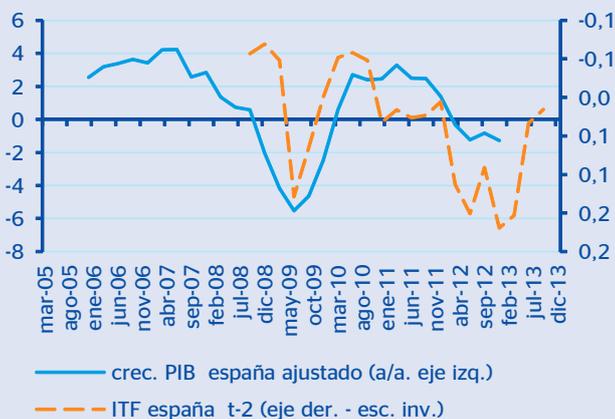
http://www.bbva.com/observatorio_economico_escenarios_ec_tcm346-270914.pdf?ts=2642013

6: A pesar de que el análisis es sobre economía española, y que se cuenta con un índice específico para ella, se utiliza también el ITF de la zona euro ya que la muestra disponible para este último es más extensa. Este detalle es de gran importancia al comprobar la robustez de los modelos econométricos que se plantean más abajo.

7: La correlación encontrada respecto al ITF de España es algo menor, lo cual se explica simplemente porque se cuenta, con una muestra más corta para este índice.

Resultados semejantes se obtienen al aproximar el crecimiento económico de España con un PIB que no incorpora los sectores en los que los ajustes siguen pendientes por haber acumulado los mayores desequilibrios. Las correlaciones señaladas no muestran diferencias significativas si en lugar del PIB total de España se utiliza un PIB que excluye la actividad del sector público, el financiero y la construcción. Como puede observarse en el Gráfico 13 existen un claro movimiento común (negativo) entre este PIB ajustado y el ITF de España. El grado de correlación entre PIB ajustado e ITF es mayor cuando se compara con el relativo a la economía española

Gráfico 13
PIB ajustado* de España (a/a, %) e ITF España



* PIB sin sector público, construcción ni sector financiero.
Fuente: BBVA Research

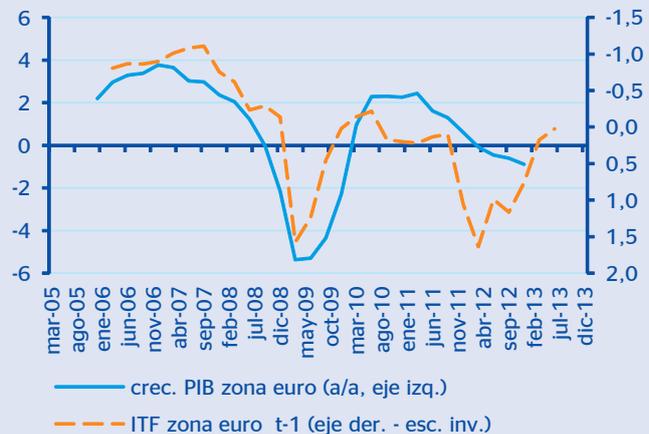
Dada la relación existente entre tensiones financieras y crecimiento, es relevante plantear en qué medida la acción del BCE ha supuesto un soporte para la actividad económica del conjunto del área del euro, y en particular para España. Las políticas emprendidas por el BCE a mediados del 2012 redujeron las incertidumbres sobre el futuro del euro generando de esta forma un clima de confianza que permitió un mayor dinamismo de la región respecto a lo que podría haber ocurrido sin ellas.

Así, el ejercicio que planteamos compara la evolución registrada por el ITF tanto del euro como de la economía española desde mediados de 2012 con el mantenimiento en el último año de las tensiones que se registraban en aquel momento. Este segundo escenario (escenario de Tensiones financieras elevadas, ver Gráfico 15) es consistente con suponer que el BCE no instrumentó las políticas antes comentadas ni se generaron entonces

que cuando se hace con la del conjunto de la zona euro.

Por otro lado, los resultados obtenidos para España se pueden verificar también para la zona euro, donde su ITF adelanta al PIB de la región, aunque en este caso solo en un trimestre. Al igual que en el caso de España, el ITF de la zona euro alcanza una correlación negativa y elevada (72%) respecto al crecimiento de la zona euro al adelantar el mismo en un trimestre (ver Gráfico 14). No obstante, la diferencia en términos de correlación si se adelanta el ITF en dos trimestres (tal como en el caso de España) es poco significativa.

Gráfico 14
PIB zona euro (a/a, %) e ITF zona euro



Fuente: BBVA Research

los positivos efectos vistos sobre los mercados financieros. La estrategia de modelización utilizada se enmarca dentro de la familia de modelos estructurales de vectores autorregresivos (SVAR), siguiéndose como criterio de identificación el grado de exogeneidad de las variables utilizadas⁸.

El modelo estimado tiene como variable dependiente el PIB de España, e incluye como variables explicativas el ITF del euro y la actividad de los países de la OCDE.

En lo que respecta al ITF, y por razones de extensión de muestra (como se comentó anteriormente) además del índice de España hemos utilizado el índice de la zona euro. Por otro lado, planteamos una especificación adicional que contempla como variable dependiente al PIB ajustado en lugar del PIB total, atendiendo a las ganancias conseguidas por el primero en términos de correlación respecto al ITF de España.

8: Un VAR es un modelo de ecuaciones simultáneas donde en cada ecuación solo aparecen como variables explicativas valores rezagados de las variables del modelo. Los modelos VAR en la práctica no verifican restricciones razón por la cual sus shocks no se encuentran identificados, sin embargo estos pueden llegar a identificarse imponiendo distintos criterios. En este caso hemos identificado el modelo mediante la descomposición de Cholesky, lo cual significa que se impone un orden de exogeneidad de las variables.

En resumen, empleamos cuatro especificaciones del modelo SVAR que incluyen alternativamente el ITF de la zona euro y de España, y el PIB total vs el ajustado. Todas las especificaciones probadas exhiben funciones de impulso respuesta (FIR) razonables (ej.: ver Gráfico 16), donde en particular el impacto del ITF a PIB (en términos globales) arroja un signo correcto, y una magnitud similar a

la obtenida en estudios anteriores⁹. Asimismo, la respuesta del PIB pasado 12 meses no es significativamente diferente de cero lo que significa que un shock sobre los niveles de stress se extingue en el tiempo (aproximadamente en un año), no teniendo efectos permanentes sobre el crecimiento de la actividad, aunque sí sobre sus niveles.

Gráfico 15

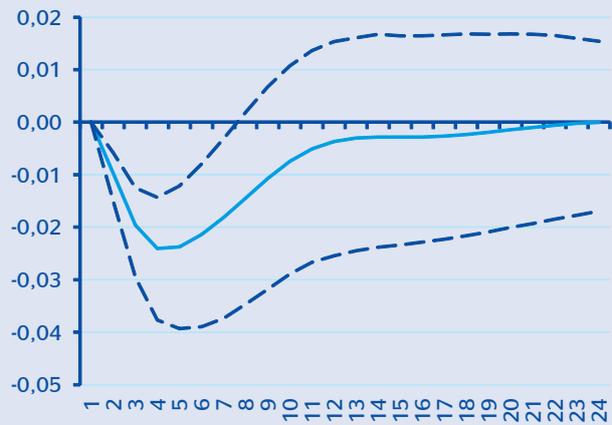
Escenarios de ITF: observado vs negativo



Fuente: BBVA Research

Gráfico 16

Respuesta del PIB (m/m, %) a un shock de ITF

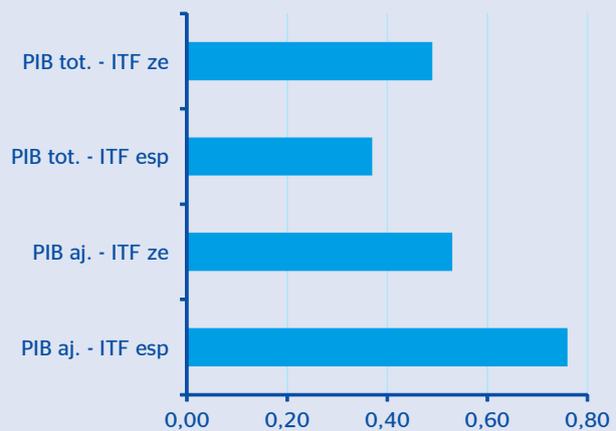


Fuente: BBVA Research

En el Gráfico 17 puede observarse que el impacto diferencial acumulado desde julio 2012 de un escenario de tensiones financieras elevadas frente al observado se encuentra entre 0,4pp y 0,8pp de crecimiento. Al analizar los impactos arrojados por las distintas especificaciones del modelo SVAR se nota que la configuración que incorpora el PIB total y el ITF de España es la que estima el menor impacto en términos de PIB (0,4 pp), en tanto que la especificación que incluye el PIB ajustado y el ITF de España arroja un impacto en torno al doble (0,8 pp).

Gráfico 17

España, crecimiento diferencial desde julio-12 a la fecha (pp): esc. observado vs. esc. TF elevadas



Fuente: BBVA Research

Este rango de impacto en términos de crecimiento se debe a las diferencias de las FIR obtenidas resultado del nivel de correlación histórica entre los distintos PIB e ITF utilizados. En este sentido, aun cuando las dinámicas de las FIR son similares, las magnitudes de las respuestas presentan algunas diferencias significativas que dan lugar a los distintos impactos comentados. No obstante, es posible que los resultados obtenidos en términos de ganancia de crecimiento consistente con un escenario de tensiones financieras más bajas puedan resultar algo limitados si la estrategia de modelización (modelo SVAR) que esta por detrás del ejercicio no logre captar las no-linealidades que surgen ante un escenario, por ejemplo, de extrema caída del ITF.

9: En particular puede verse un análisis similar elaborado para la economía de EEUU y de la zona euro en: "Tensiones financieras y actividad económica en EEUU y la zona euro", publicado en el Situación Global del cuarto trimestre de 2011. Disponible en internet en: http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/1111_Situacionglobal_tcm346-275670.pdf?ts=2642013

4. Tablas

Cuadro 1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas interanuales, %)	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	2,4	1,8	2,2	1,8	2,3
UEM	1,9	1,5	-0,5	-0,1	1,0
Alemania	4,0	3,1	0,9	0,8	1,8
Francia	1,6	1,7	0,0	0,0	1,1
Italia	1,7	0,5	-2,4	-1,3	0,8
España	-0,3	0,4	-1,4	-1,4	1,1
Reino Unido	1,8	1,0	0,3	1,0	1,9
América Latina *	6,2	4,3	2,8	3,4	3,6
México	5,4	3,9	3,9	3,1	3,1
Brasil	7,6	2,7	0,9	3,4	3,8
EAGLES **	8,4	6,6	5,1	5,6	6,0
Turquía	9,2	8,5	2,3	4,0	5,5
Asia-Pacífico	8,2	5,7	5,3	5,4	5,8
Japón	4,7	-0,6	2,1	1,7	1,7
China	10,4	9,2	7,8	8,0	8,0
Asia (exc. China)	6,7	3,4	3,6	3,8	4,3
Mundo	5,1	3,9	3,2	3,3	3,9

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

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

Fecha cierre de previsiones: 7 de mayo de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 2

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas interanuales, %)	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	1,6	3,1	2,1	2,1	2,2
UEM	1,6	2,7	2,5	1,6	1,5
Alemania	1,2	2,0	2,0	1,7	1,8
Francia	1,5	2,1	2,0	1,4	1,5
Italia	1,5	2,8	3,0	2,0	1,7
España	1,8	3,2	2,4	1,7	1,2
Reino Unido	3,3	4,5	2,8	2,7	2,2
América Latina *	6,4	8,0	7,5	8,4	8,4
México	4,2	3,4	4,1	3,9	3,5
Brasil	5,0	6,6	5,4	6,2	5,4
EAGLES **	5,3	6,0	4,2	4,4	4,6
Turquía	8,6	6,2	8,5	6,9	5,9
Asia-Pacífico	3,6	4,7	3,0	3,1	3,6
Japón	-0,7	-0,3	0,0	0,1	0,7
China	3,3	5,4	2,6	3,0	4,0
Asia (exc. China)	3,7	4,3	3,3	3,2	3,4
Mundo	3,7	5,1	4,1	3,9	4,0

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

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

Fecha cierre de previsiones: 7 de mayo de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 3

Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	-3,1	-3,1	-3,1	-3,0	-3,5
UEM	0,0	0,1	1,2	2,0	2,1
Alemania	6,0	5,7	7,0	6,0	5,5
Francia	-1,6	-2,0	-2,3	-1,6	-1,5
Italia	-3,5	-3,1	-0,7	0,1	0,0
España	-4,5	-3,7	-1,1	0,5	1,0
Reino Unido	-3,9	-1,6	-4,6	-3,0	-2,8
América Latina *	-0,6	-0,8	-1,4	-1,7	-1,9
México	-0,1	-0,8	-0,7	-1,1	-1,4
Brasil	-2,2	-2,1	-2,4	-3,0	-3,3
EAGLES**	1,6	0,5	0,4	0,4	0,6
Turquía	-6,4	-10,0	-5,9	-6,5	-6,8
Asia-Pacífico	3,3	1,6	1,2	1,4	1,8
Japón	3,6	2,3	1,7	1,5	1,7
China	4,0	1,9	2,3	2,8	3,5
Asia (exc. China)	2,0	1,4	0,4	0,4	0,6

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

** Brasil, China, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Taiwán, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 7 de mayo de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4

Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público (% PIB)

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	-8,9	-8,7	-7,0	-5,4	-3,8
UEM	-6,2	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2
Alemania	-4,1	-0,8	0,2	-0,5	0,0
Francia	-7,1	-5,3	-4,8	-3,8	-3,0
Italia	-4,3	-3,8	-2,8	-2,9	-1,8
España *	-9,7	-9,0	-7,0	-6,5	-5,7
Reino Unido **	-10,2	-7,8	-6,3	-6,8	-5,7
América Latina ***	-2,5	-2,3	-2,6	-2,2	-2,2
México	-3,4	-2,6	-2,8	-2,4	-2,3
Brasil	-2,5	-2,6	-3,0	-2,3	-2,5
EAGLES ****	-2,8	-1,9	-2,1	-2,2	-2,1
Turquía	-3,6	-1,4	-2,1	-1,9	-1,1
Asia-Pacífico	-3,6	-3,7	-3,5	-3,7	-3,2
Japón	-9,5	-10,0	-9,5	-10,0	-8,0
China	-2,5	-1,1	-1,6	-2,0	-1,8
Asia (exc. China)	-4,5	-5,4	4,8	4,9	-4,1

* Sin ayudas al sector financiero

** Año fiscal del 1 de abril al 31 de marzo

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

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

Fecha cierre de previsiones: 7 de mayo de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 5

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

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	3,2	2,8	1,8	2,0	2,6
UEM	2,8	2,6	1,6	2,0	2,9

Fecha cierre de previsiones: 7 de mayo de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 6

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio (Promedio)

Dólares (\$) por moneda nacional	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos (EUR por USD)	0,76	0,72	0,78	0,77	0,77
UEM	1,33	1,39	1,29	1,30	1,30
Reino Unido	0,65	0,62	0,63	0,67	0,68
Japón	87,8	79,7	79,8	101,1	112,9
China	6,77	6,46	6,31	6,18	6,02

Fecha cierre de previsiones: 7 de mayo de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 7

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales (Final período)

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	1,00	1,00	0,75	0,75	0,75
China	5,81	6,56	5,75	6,00	6,50

Fecha cierre de previsiones: 7 de mayo de 2013

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Escenarios Económicos:

*Economista Jefe de Escenarios Económicos***Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.com

Rodrigo Falbo

rodrigo.falbo@bbva.com

Jaime Martínez-Martin

j.martinez.martin@bbva.com

Jorge Rodríguez-Vález

jorge.rv@bbva.com

BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

*Coordinación Latam***Juan Ruiz**

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive

jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea

hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo.lopez@bbva.com

México

Carlos Serrano

carlos.serranoh@bbva.com

Análisis Macro México

Carlos Serrano

carlos.serranoh@bbva.com

*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**

r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Áreas Globales:

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

*Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal

maria.abascal@bbva.com

Interesados dirigirse a:**BBVA Research**

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta

28046 Madrid (España)

Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00

Fax: +34 91 374 30 25

bbvaresearch@bbva.com

www.bbvaresearch.com

Depósito legal: M-31256-2000