

Situación Global

Tercer trimestre de 2015

Unidad de Escenarios Económicos

- El crecimiento económico mundial continúa pero a un ritmo algo más bajo de lo previsto
- Las economías emergentes enfrentan un panorama incierto por la menor demanda de China y la proximidad de la subida de tipos de interés de la Fed
- La economía china en el centro de atención: tamaño, interconexiones reales y financieras y riesgos de contagio

Índice

1 Editorial	3
2 Moderación del crecimiento mundial y desaceleración acusada de las economías emergentes	4
3 China en el centro de atención económica: tamaño, interconexiones reales y financieras y riesgos de contagio	11
4 Tablas	21

Fecha de cierre: 30 de julio de 2015

1 Editorial

El crecimiento económico mundial continúa, pero a un ritmo algo más bajo de lo previsto, especialmente en economías emergentes, y con algunos riesgos a la baja más intensos. Las economías desarrolladas mantienen expectativas favorables y en 2015 tendrán su mayor crecimiento desde 2010 apoyadas por los bancos centrales, el menor endeudamiento privado y la moderación de los precios del petróleo. Las economías emergentes se desacelerarán por quinto año consecutivo, periodo coincidente con el ajuste del crecimiento chino y del precio de las materias primas. Con todo, **el crecimiento mundial estará modulado por el impacto que tenga la subida de tipos de interés de la Fed, la primera desde enero de 2004, y por el ritmo de la desaceleración en China.** En el escenario más probable, el PIB mundial repetirá en 2015 el 3,4% registrado en 2014 y se acelerará hasta el 3,8% en 2016.

La Fed comenzará a subir el tipo de los fondos federales muy posiblemente en septiembre ya que está alcanzando el objetivo de fortaleza del mercado laboral. La inflación subyacente y los salarios no muestran riesgos para la estabilidad de precios, lo que augura junto a la cautela propia de ser la primera subida en más de una década, un ritmo de aumentos muy pausado, llegando a final de 2016 los fondos federales al 1,50%. De acuerdo a la estrategia “*data dependent*” de la Fed, un deterioro económico, más probable fuera de EE.UU., o un descenso de las presiones inflacionistas, podrían retrasar la primera subida e incluso ralentizar su ritmo.

China ha centrado la atención primero con la formación y después con el estallido de la burbuja de la bolsa. China logró evitar los efectos de la crisis de 2008-09 y está modulando el ritmo de la desaceleración derivada de su propio desarrollo mediante unas políticas intensivas en crecimiento de la deuda de las empresas. Esas políticas tienen como efectos colaterales la inflación del precio de los activos, inmobiliarios o financieros, más cuando la tasa de ahorro de los hogares es alta, el sistema de previsión social carece de desarrollo y todo se da en medio de un proceso de liberalización financiera. La caída de la bolsa lleva a revisar a la baja el crecimiento chino hasta el 6,7% y 6,2% en 2015 y 2016, 0,3 pp menos que antes, por el tensionamiento de las condiciones de financiación empresarial (suspensión de nuevas ofertas de acciones, pérdida de colateral) y el deterioro de la confianza. Un riesgo de difícil cuantificación es el la pérdida de credibilidad de las autoridades económicas y de confianza en la regulación por las drásticas medidas utilizadas para abortar la caída de la bolsa.

Con todo ello las economías emergentes, con todas sus diferencias entre ellas, enfrentan un panorama incierto, con menor demanda desde China y la proximidad de la subida de las tasas de interés del dólar que encarece su financiación. La depreciación de los tipos de cambio, comparable a la registrada en la crisis financiera 2008-09 es un reflejo de ello. En los próximos meses se harán más evidentes los dilemas de las políticas económicas en los emergentes, con un objetivo de apoyo al ciclo doméstico mediatizado por el riesgo de desanclaje de la inflación y de falta de fondeo externo, más en aquellas economías más integradas financieramente y con mayores desequilibrios externos. La diferenciación en la respuesta de las autoridades, resultado de las fortalezas y vulnerabilidades de su modelo de crecimiento, será acusada.

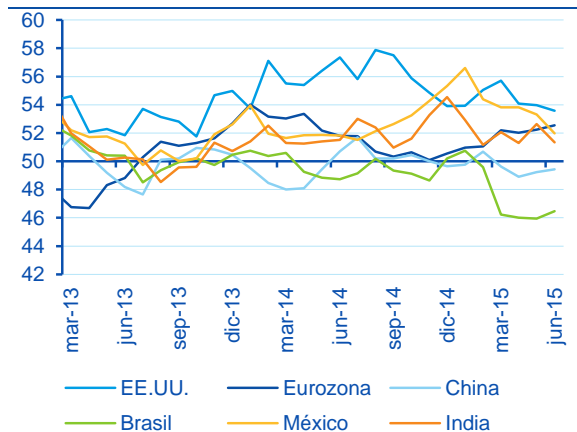
¿Y Europa después de Grecia? la caída del precio del petróleo y el apoyo del BCE son clave para que el crecimiento del PIB se acerque al 2% en 2016. Las discrepancias en la negociación entre el gobierno griego y las autoridades europeas, y entre estas y el FMI sobre la necesidad de reestructurar la deuda, evidencian la necesidad de definir un protocolo de ayuda ante problemas de sostenibilidad que vaya más allá de la consolidación fiscal. Además la eurozona enfrenta el reto de avanzar en su proceso de integración. Los cortafuegos monetarios, los avances en la unión bancaria y las reformas emprendidas en distintos países, así como el propio fortalecimiento del ciclo económico, han reducido el contagio financiero de la crisis griega respecto al que se dio en 2010 y en 2012. Sin embargo, se necesitan avances adicionales en materia de unión bancaria y de mercados de capitales que permitan seguir reduciendo la fragmentación financiera, y planes que muestren la voluntad de ir hacia una mayor integración fiscal y mayor flexibilidad en el funcionamiento económico. Sin ellos, el riesgo de que emerjan escenarios disruptivos para el conjunto de la eurozona es elevado.

2 Moderación del crecimiento mundial y desaceleración acusada de las economías emergentes

Los datos de crecimiento de las principales economías confirmaron la **desaceleración del PIB mundial en el primer trimestre de 2015 al registrar, según nuestras estimaciones¹, la menor tasa de avance anual desde principios de 2014** (2,1% frente a un promedio del 2,8% de los dos trimestres precedentes). Los indicadores de actividad disponibles anticipan un **mayor dinamismo de la economía mundial en el segundo trimestre** al hilo de la recuperación de EE.UU. (tras la contracción del PIB observada en los primeros meses del año), la fortaleza del área euro y el mantenimiento del crecimiento del PIB chino en el 7% anual, el mismo registro que en el primer trimestre. Con todo, el PIB mundial habría crecido por debajo del 3% anual en el primer semestre del año, justificando la revisión a la baja de nuestro pronóstico de crecimiento para el conjunto de 2015 (3,4%, una décima menos que el contemplado en abril). En 2016, la economía mundial podría acelerar su ritmo de avance hasta alcanzar un crecimiento del 3,8%.

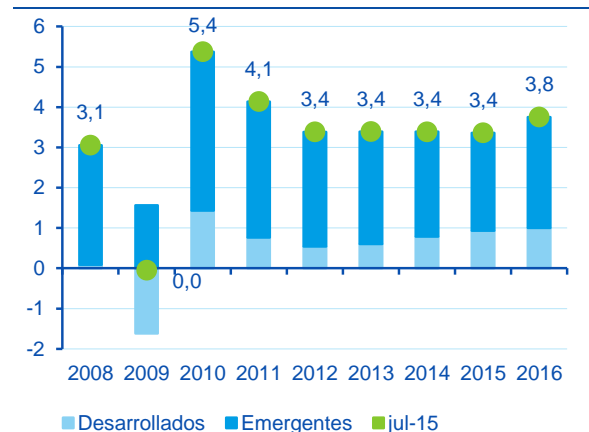
Pese a la sorpresa negativa del PIB estadounidense en el primer trimestre, **el bloque de economías desarrolladas continúa compartiendo expectativas de crecimiento favorables, contribuyendo a limitar el impacto que la desaceleración de las emergentes de mayor relevancia está teniendo en la actividad y el comercio mundiales**. De hecho, mientras que el primer grupo podría crecer en 2015 a su ritmo más elevado desde 2010, superando ligeramente el 2% anual, el segundo volvería a moderar su crecimiento por quinto año consecutivo.

Gráfico 2.1
PMI de manufacturas (niveles superiores a 50 puntos significan expansión de la actividad)



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfico 2.2
PIB mundial: crecimiento anual (%). Previsiones 2015-16

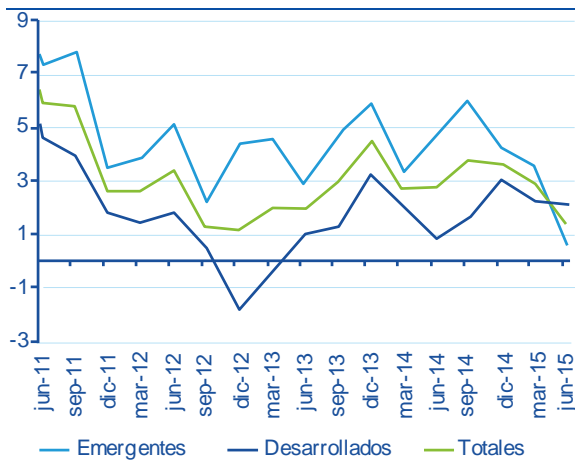


Fuente: BBVA Research

1: Estimación basada en el indicador de actividad global (GAIN) de BBVA Research. Detalle metodológico en <http://bit.ly/1nI5RIn>

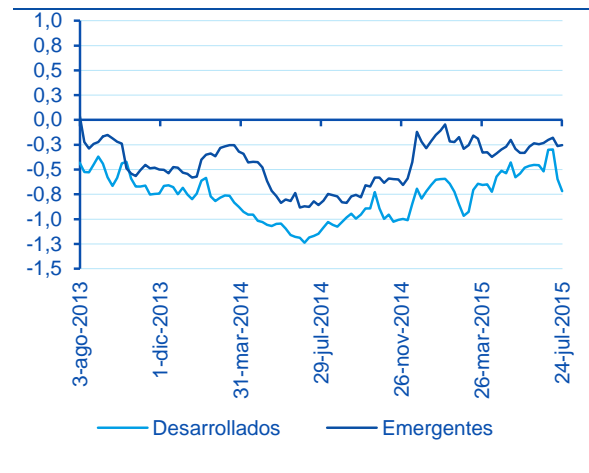
Muestra de la persistencia que ha adquirido la desaceleración del ciclo emergente es el deterioro observado en los registros de comercio, producción industrial y confianza empresarial de algunas de sus principales economías desde finales de 2014. El volumen de exportaciones de Asia experimentó en el primer semestre del año la mayor corrección trimestral desde 2009 debido, en gran parte, al efecto de la menor demanda procedente de China sobre los flujos comerciales del resto de países de la región. La debilidad de la actividad industrial de Latinoamérica, que acumula siete trimestres consecutivos de caída, es otro de los termómetros que pone de manifiesto tanto el impacto del menor crecimiento de China como la pérdida de dinamismo de la demanda doméstica en economías relevantes como Brasil. El hecho de que los índices de sentimiento del sector manufacturero de Asia y Latinoamérica se sitúen en niveles compatibles con una contracción de la producción todavía a finales del segundo trimestre no sugiere una reversión de esta dinámica a corto plazo, sobre todo en un contexto de estabilización del precio de las materias primas en cotas reducidas (el precio del barril de Brent ha caído en 10 dólares en un mes hasta situarse en 55 dólares a finales de julio). La exposición comercial de Europa del Este al área euro y, en particular, a Alemania, justifica el mejor comportamiento relativo de esta región en el inicio de año.

Gráfico 2.3
Comercio mundial (variación interanual del volumen de exportaciones de bienes, %)



Fuente: BBVA Research y CPB

Gráfico 2.4
Índice BBVA de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

Además de la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento económico, el contexto global se ha caracterizado en el último trimestre por la **materialización de algunos de los eventos de riesgo señalados hace tres meses** y cuya agudización podría frenar la recuperación mundial. El primero de ellos reside en el **episodio de inestabilidad financiera en China** ocasionado por la fuerte corrección de su bolsa de valores, en un escenario de moderación tendencial del crecimiento, muy intensivo en el recurso al endeudamiento, y un proceso de liberalización financiera en marcha. El segundo, e igualmente relevante, es **la crisis griega** y las dificultades existentes para alcanzar un acuerdo que asegure, en el corto plazo, el cumplimiento de los compromisos financieros del país y, a más largo plazo, la sostenibilidad de su deuda mediante reformas que aumenten la capacidad de crecimiento económico.

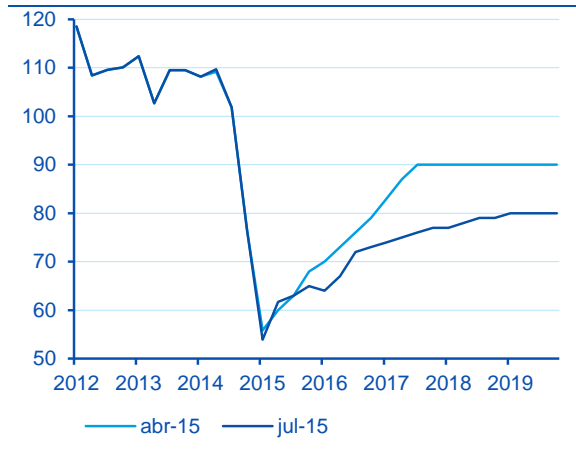
La combinación de ambos eventos de riesgo, a la vez que se acerca la subida de tipos de interés de la Fed, ha elevado las tensiones financieras a escala global, en particular, en forma de mayor volatilidad en los mercados bursátiles y de divisas, y con una intensidad superior en el área del euro y Asia. **El repunte de los índices BBVA de tensiones financieras ha sido significativo tanto en el bloque desarrollado como emergente desde finales de 2014**, aunque todavía permanecen por debajo de su promedio de largo plazo.

En este sentido, el **mantenimiento de políticas monetarias laxas**, sobre todo tras la implementación del programa de compra de deuda pública del BCE, está siendo determinante. Ahora bien, el riesgo de que asistamos a un rebrote adicional de la volatilidad financiera con el inicio del ciclo de subidas de tipos de interés en EE.UU. sigue siendo elevado.

La fortaleza exhibida por el mercado laboral de EE.UU. y el carácter transitorio atribuido a la corrección reciente de la actividad continúan situando el primer aumento de los tipos de interés de referencia (*fed funds*) en septiembre. En la medida en que la Fed sigue reiterando que el endurecimiento monetario será muy gradual y el contexto global se ha deteriorado tras los eventos de China y Grecia, el mercado está descontando un ritmo de subidas y, por tanto, un nivel de llegada para los *fed funds* a finales de 2016 sustancialmente inferior al de los pronósticos del FOMC. La necesidad de que se materialice el proceso de normalización monetaria justifica que sea 2015 el año en el que se produzca el primer aumento de tipos. Ahora bien, la senda de incrementos continuará condicionada por la solidez de la recuperación económica y de las expectativas de inflación. Consideramos que un adicional deterioro del entorno externo de EE.UU. podría retrasar el comienzo del ciclo de subidas, que en todo caso situará el nivel de los *fed funds* en el 1,50% al final de 2016. Si la Fed opta por un esquema de subidas más agresivo del que sugiere dicha recuperación, los aumentos de volatilidad financiera pueden ser relevantes, pero en todo caso el margen de maniobra de los bancos centrales de economías emergentes para efectuar recortes adicionales de tipos de interés, en niveles históricamente reducidos en la mayoría de ellas, sería menor dado el riesgo de reasignación de flujos de capital hacia países desarrollados.

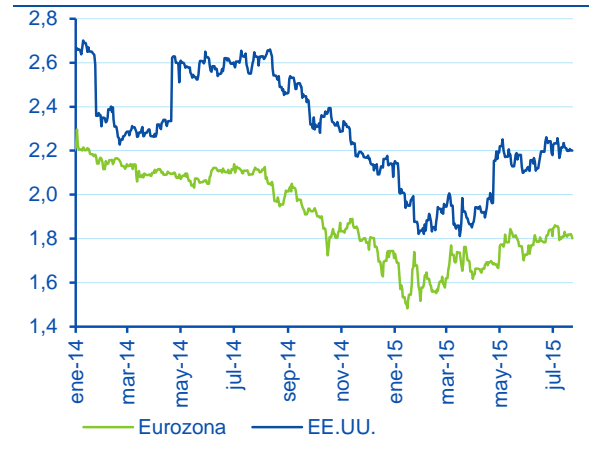
En lo que respecta al **contexto de precios**, uno de los elementos diferenciales del escenario global en el último trimestre ha sido la **moderación de la caída de las tasas de inflación en respuesta a la estabilización del precio del petróleo y la dimensión de los estímulos monetarios**. Sin embargo, en el bloque desarrollado todavía se mantienen muy por debajo de las cotas compatibles con los objetivos de estabilidad de precios de las autoridades monetarias. La **corrección de las previsiones de precios del petróleo** que sugieren el comportamiento de la oferta y la ralentización de la demanda china podría lastrear la recuperación incipiente de los precios al consumo e intensificar las caídas de los precios industriales y de importación. El incremento del suministro petrolero por parte de Irán tras el acuerdo nuclear con EE.UU. y la mejora de la eficiencia en los canales de producción estadounidenses anticipan un aumento de la oferta superior al estimado a principios de año. Aunque a medio plazo unos menores precios de la energía resultado de una mayor disponibilidad de oferta constituyen un revulsivo para el crecimiento económico mundial, a corto plazo pueden suponer un lastre dado su impacto negativo sobre los ingresos de países que son productores netos y sobre la inversión del sector energético en economías como EE.UU.

Gráfico 2.5
Precio del barril de petróleo (dólares) y
previsiones



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.6
Expectativas de inflación de medio plazo (swaps
de inflación), %

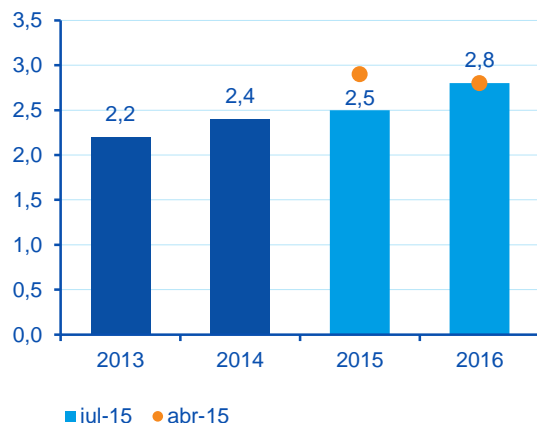


Fuente: BBVA Research y Bloomberg

La dirección de las políticas monetarias y la evolución de los focos de riesgo arriba mencionados y del mercado de materias primas seguirán determinando la trayectoria de los flujos de capital y, por ende, el comportamiento de las variables financieras. El antagonismo esperado entre la política monetaria de la Fed y la del BCE, así como la incertidumbre sobre la resolución definitiva de la crisis griega, continuará dando soporte a la cotización del dólar frente al euro, en un escenario en el que el diferencial de rentabilidad a largo plazo entre los activos soberanos de ambas áreas se mantendrá favorable al primero. Por su parte, el menor crecimiento económico del grueso de economías emergentes limitará el margen de apreciación de sus divisas.

En lo que se refiere al detalle de las principales áreas, destaca la intensa desaceleración de la economía de **EE.UU.**, con una contracción del PIB en el primer trimestre y un avance modesto del mismo en el segundo a tenor de la lectura de los indicadores disponibles de actividad y confianza. El balance del primer semestre, peor de lo esperado, justifica la **revisión a la baja de la previsión de crecimiento para el conjunto de 2015**, pudiendo situarse en el 2,5%, cuatro décimas inferior a la contemplada en abril. La incertidumbre sobre el comportamiento del ciclo económico en los próximos trimestres es ahora mayor teniendo en cuenta el impacto de la apreciación persistente del dólar sobre las exportaciones, la debilidad de la inversión privada y el deterioro del contexto global. Aun así, el PIB estadounidense podría crecer al 2,8% en 2016.

Gráfico 2.7
EE.UU.: crecimiento económico, % a/a



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.8
Monitor de seguimiento económico de la Fed

	Tasa de paro, %	Variación en empleo privado (MM 3 M, miles)	Inflación subyacente, %	Salarios medios por hora (var. Interanual), %
Objetivo	5,2-5,5	200K	2,0	2,5
QE3 inicio (sep-12)	7,8	157K	1,7	1,4
QE3 fin (oct-14)	5,7	228K	1,5	2,3
may/jun 2015	5,3	221K	1,2	1,9

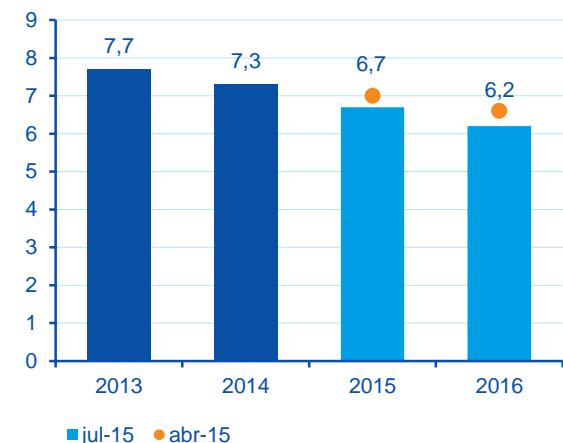
Fuente: BBVA Research y Haver

Las expectativas de mayor dinamismo económico recaen, en gran medida, en el crecimiento del consumo privado gracias a las ganancias sostenidas de empleo (EE.UU. sigue creando empleo a ritmos de 200.000 personas por mes y la tasa de paro ha caído hasta el 5,3%), la recuperación progresiva del precio de la vivienda y el alivio que supone el mantenimiento de tipos de interés en niveles bajos para la carga de deuda de los hogares. Con todo, el crecimiento moderado de los salarios reales, todavía ligeramente por debajo del 2% anual, y el aumento de la tasa de ahorro familiar explican el menor aumento del consumo en comparación con otros episodios de similar dinamismo del mercado laboral y bajos precios. En el crecimiento del consumo privado descansa también la convergencia gradual de la inflación hacia el objetivo de política monetaria del 2%; un objetivo que podría retrasarse hasta 2017 (0,5% y 1,8% son las previsiones de inflación general barajadas para 2015 y 2016) y que está determinando la función de reacción de la Fed.

China ha centrado la atención en el último trimestre con motivo de la fuerte corrección de su mercado bursátil y el potencial impacto que ello puede tener tanto sobre el ciclo económico interno como sobre la estabilidad financiera y el crecimiento global. Por el momento, el primer semestre del año se ha saldado con un incremento interanual del PIB del 7% pero es previsible que el ritmo de crecimiento económico se ralentice en los dos próximos trimestres debido al impacto del episodio reciente de tensiones financieras. Además del efecto negativo en la confianza de los agentes privados, también se puede dar un potencial retraimiento de las decisiones de consumo como consecuencia del descenso de la riqueza financiera en manos de los hogares². Pero, sobre todo, **es previsible un deterioro de las condiciones de financiación empresarial**, vinculado tanto a la suspensión de nuevas ofertas de acciones en el mercado bursátil como a la pérdida de valor del colateral en la obtención de préstamos bancarios. Es en estos factores en los que se sustenta la **revisión a la baja del pronóstico de crecimiento de China para 2015 y 2016, hasta situarse en el 6,7% y 6,2% respectivamente** (tres y cuatro décimas menos que en el escenario de abril).

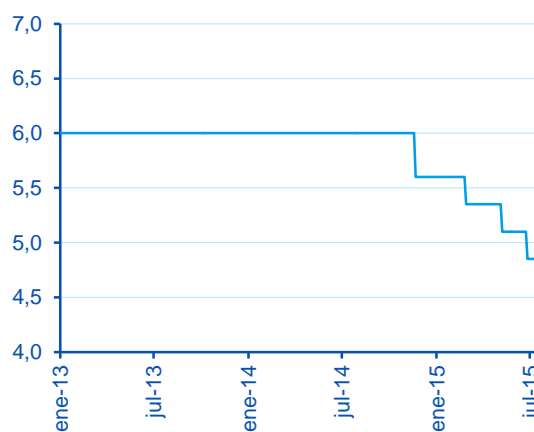
2: Con información disponible a 2012 de la Encuesta Financiera a los Hogares, el 8% de los hogares chinos reconocía tener inversiones en bolsa, siendo este porcentaje de casi el doble en el caso de hogares urbanos.

Gráfico 2.9
China: crecimiento económico, % a/a



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.10
China: tipos de interés de referencia, %



Fuente: BBVA Research y Haver

La batería de medidas de estímulo adoptadas por las autoridades del país para evitar que el contagio al ciclo de actividad sea mayor explica que no se contemple un ajuste más intenso de la senda de crecimiento, teniendo en cuenta el proceso de desaceleración en el que se encuentra inmersa la economía (la estabilización de las tasas de inflación general por debajo del 2% es un buen ejemplo de ello). A las tres bajadas de los tipos de interés de referencia y los dos recortes del coeficiente de caja desde finales de 2014, se suma el programa de inyección de liquidez al sector bancario a través del descuento de deuda pública local (pseudo *quantitative easing*) y las decisiones recientes de estabilización del mercado bursátil a la que contribuyeron de forma decisiva las empresas estatales. Es previsible que se mantenga el carácter laxo de la política monetaria en lo que resta de año, con una bajada adicional de los tipos de interés de referencia en 50pb, y se opte por flexibilizar gradualmente la política fiscal.

La eurozona sigue mostrando un patrón de recuperación sostenida, con tasas de crecimiento trimestral del PIB del orden del 0,4% en los dos primeros trimestres del año. La demanda doméstica, y en particular el consumo privado, continúa soportando la mejora de la actividad, que empieza a ser común al conjunto de principales economías. El mayor dinamismo de Francia e Italia se une a la fortaleza de Alemania y al avance del PIB español a ritmos próximos al 1% trimestral. La emergencia de algunos focos de riesgo con impacto diferencial en la región puede reducir ligeramente el crecimiento esperado para 2015 y 2016 pero, incluso así, los pronósticos siguen siendo positivos (+1,4% en 2015 y +1,9% en 2016, una y tres décimas inferiores a los de abril).

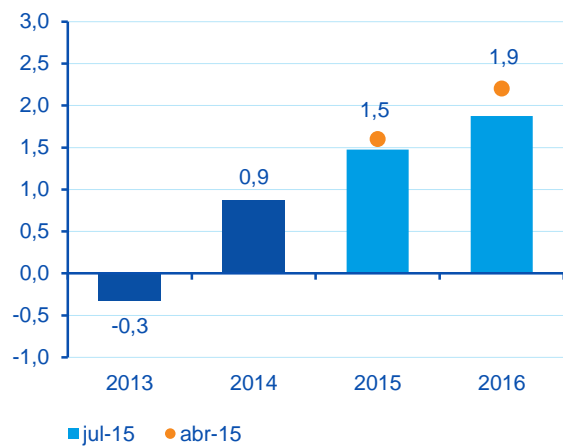
La recesión económica de Rusia y la desaceleración de China pueden afectar a la dinámica de exportaciones en un contexto en el que la depreciación del euro puede ser más contenida que lo previsto a principios de año. El crecimiento de la inversión es uno de los puntos pendientes del perfil de recuperación de la eurozona, al situarse en niveles todavía bajos (por debajo del 22% del PIB), por lo que un endurecimiento de las condiciones de financiación asociado a la incertidumbre sobre la crisis griega podría terminar lastrando las decisiones de nueva concesión de crédito (mayores costes y/o reducción de importes concedidos) y, por ende, de inversión. Por el contrario, **la caída del precio del petróleo y los estímulos monetarios del BCE³ constituyen elementos de soporte clave para que el crecimiento del PIB**

3: La autoridad monetaria ha vuelto a reiterar su intención de completar el programa de compra de activos y mantenerlo en vigor hasta, al menos, septiembre de 2016.

alcance las tasas previstas. De hecho, la mejora de la demanda y el tamaño de las inyecciones de liquidez del BCE están reduciendo el riesgo deflacionista a tenor de la estabilización de los registros de inflación y el repunte de las expectativas de precios a medio plazo. Sin embargo, todavía habrá que esperar a 2017 para asistir a tasas de inflación convergiendo al 2%.

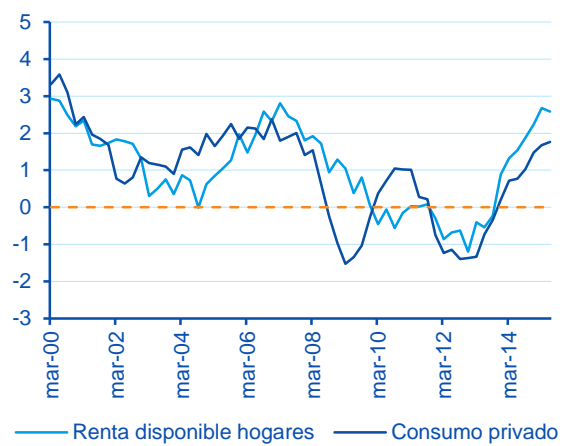
Además de lograr que la recuperación económica sea sólida, la eurozona enfrenta retos relevantes a medio plazo. Sin duda, el más significativo reside en evitar cualquier duda sobre la irreversibilidad del proyecto de unión monetaria. Los cortafuegos monetarios, los avances en el proceso de unión bancaria y las reformas emprendidas en distintas economías del área, así como el fortalecimiento del ciclo económico, han reducido significativamente el contagio financiero de la crisis griega respecto al que se dio en 2010 y en 2012. Sin embargo, en ausencia de avances adicionales en la unión bancaria y de los mercados de capitales que permitan desligar las condiciones de crédito de la localización y seguir reduciendo la fragmentación financiera, planes que muestren la voluntad de ir hacia una mayor integración fiscal y sin una reformulación de los potenciales programas de rescate, el riesgo de que emerjan escenarios disruptivos para el conjunto de la eurozona es elevado. Las discrepancias observadas en las negociaciones entre el gobierno griego y las autoridades europeas, y entre éstas y otros organismos oficiales como el FMI en relación, por ejemplo, a la necesidad de acometer procesos de reestructuración de deuda, evidencian la necesidad de definir un marco de gestión de ayudas a países con problemas de sostenibilidad de la deuda que vayan más allá de la consolidación fiscal.

Gráfico 2.11
Eurozona: crecimiento económico, % a/a



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.12
Eurozona: consumo privado y renta disponible real de los hogares (variación interanual, %)



Fuente: BBVA Research y Eurostat

3 China en el centro de atención económica: tamaño, interconexiones reales y financieras y riesgos de contagio

China ha centrado la atención con la formación y el estallido de la burbuja de su mercado bursátil, dado su potencial impacto sobre el ciclo económico doméstico y la estabilidad financiera y el crecimiento económico globales. **Los canales de contagio externo son fundamentalmente tres, y todos ellos de amplitud relevante o creciente.** El primero es un **deterioro de la confianza del sector privado local**, que lastre sus decisiones de gasto e **intensifique la desaceleración de la actividad, transmitiéndose al resto del mundo a través de comercio e inversión extranjera.** El segundo es el **endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación en el bloque de países emergentes**, potenciado por el efecto de la menor demanda china sobre el precio de las materias primas y por la próxima subida de tipos de interés de la Fed. El tercero, pero no menos significativo, está asociado a las **interconexiones financieras de la economía china**, tanto las que resultan de su papel como acreedor neto del resto del mundo como a sus posiciones en lo que se refiere a flujos de capital puramente financiero⁴.

Del análisis de la importancia relativa de China en los flujos económicos y financieros globales, se puede concluir que **el mayor riesgo para el crecimiento económico mundial reside en una contracción acusada de su actividad, que se traduzca, además, en un aumento de la aversión al riesgo en el bloque de países emergentes** y afecte diferencialmente a aquellas economías con mayor exposición comercial, mayor dependencia del ciclo de materias primas y/o mayores desequilibrio externos. **Una caída de las inversiones desde China en activos financieros del resto del mundo también podría generar un deterioro de las condiciones de financiación ya que es el mayor acreedor neto del resto del mundo y el mayor tenedor extranjero de bonos soberanos estadounidenses.**

En cuanto a la exposición financiera a China, se sitúa fundamentalmente en el sector bancario, clave en el incremento de la deuda externa del país durante la última década. Por tanto, y **atendiendo a métricas de centralidad financiera en desarrollo por BBVA Research, si el shock afectase al sector bancario local, el canal financiero podría tener dimensión global:** la interconectividad de la banca china con el sistema financiero mundial supera ampliamente el promedio de países emergentes y se sitúa incluso por encima del promedio de mercados desarrollados aunque a una distancia considerable de países como EE.UU.

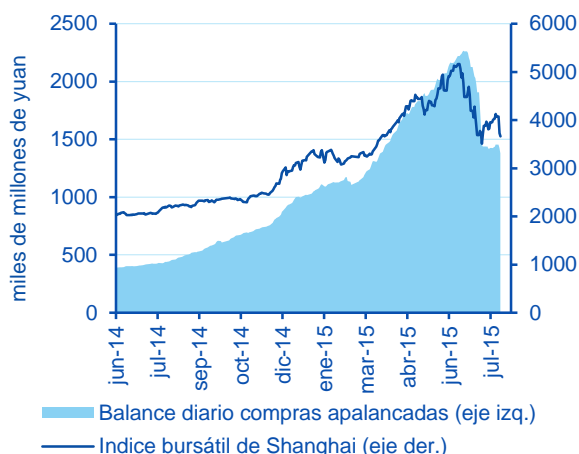
La bolsa china, auge y corrección

Cada crisis comienza con el auge previo y el caso de China no es una excepción. Antes de la caída desencadenada a mediados de junio, el índice de la bolsa de Shanghái se disparó en menos de un año de 2.181 a 5.166 puntos, incremento superado con creces en valores de baja capitalización.

4: La cuenta de capital china no está completamente cerrada. A través de algunos programas (IIEC y RQFII), los inversores extranjeros pueden invertir en el mercado de bonos y acciones chinos. A la vez, los inversores chinos pueden invertir en activos del resto del mundo a través del programa QDII. El programa que vincula las bolsas de Shanghái y Hong-Kong, implementado el año pasado, provee otro canal de inversión de doble vía entre Hong Kong y China. Adicionalmente, China ha establecido un mercado offshore de renminbi (RMB) en Hong Kong y otras plazas financieras. Estimamos que los depósitos offshore superan el billón de RMB (160 mil millones de dólares). Además, hay otros mercados offshore de RMB tales como el mercado de bonos "Dim Sum" y el mercado de derivados.

Gráfico 3.1

Las compras apalancadas alimentaron el boom del mercado de valores chino



Fuente: BBVA Research

Tabla 3.1

Medidas para estabilizar el mercado de valores chino

Regulador	Fecha	Medida
1 PBOC	24 Junio	PBOC relajó el ratio de préstamos a depósitos
2 PBOC	27 Junio	Recorte de tipos de 25 pbs y una reducción del objetivo de RRR de 50 pbs
3 CSRC	5 Julio	Suspenden OPAs
4 PBOC	5 Julio	Se crea el Fondo de Estabilización Financiera por \$19 mil millones con aporte de 21 brokers
5 PBOC	5 Julio	Aporte de liquidez para el China Securities Finance Corporate para comprar directamente acciones en el mercado
6 CSRC	7 Julio	QFII no permite tomar nuevas posiciones en los mercados de futuros
7 CFFEX	8 Julio	Se elevan los requisitos para realizar órdenes de venta sobre CSI 500 index futures

Fuente: BBVA Research

El rally de la bolsa china fue el resultado de diversas medidas de política económica. En primer lugar, el apoyo del gobierno a empresas de alta tecnología elevó las expectativas de los inversores; además durante la fase de desaceleración económica, el banco central chino implementó una política monetaria más laxa, incluyendo recortes en tasas de interés y del ratio de reservas (RRR). Finalmente, el gobierno, con el propósito de diversificar las fuentes de financiación de la deuda empresarial, fomentó intensamente la participación de inversores minoristas en el mercado bursátil. Además, esos inversores minoristas utilizaron cada vez más las compras apalancadas con préstamos del sistema bancario, de empresas de seguros y de otras instituciones de banca en la sombra para tratar de maximizar sus beneficios.

El rally de la bolsa terminó a mediados de junio al perder el apoyo de algunos factores que lo impulsaron. La valoración de muchos activos superó cualquier valor acorde con sus fundamentales de medio plazo, las expectativas de beneficios descontadas a una tasa razonable. En ese entorno, paradójicamente, signos positivos de crecimiento económico en el segundo trimestre del año hicieron que los inversores temieran un freno en las políticas de soporte de liquidez desde el banco central. Y finalmente, dados los niveles de deuda alcanzados por los inversores, las autoridades comenzaron a reducir el margen de compras apalancadas a través de la banca en la sombra.

Cuando una gran cantidad de inversores intentó reducir sus posiciones al mismo tiempo se produjo una venta masiva en la bolsa que generó un efecto bola de nieve dados los altos niveles de apalancamiento: **cuanta mayor necesidad de vender mostraban los inversores más apalancados, más se incrementaron las presiones a la baja sobre los precios de las acciones, estimulando aún más a vender a los inversores más apalancados.**

La estabilización de la bolsa china ha supuesto tomar medidas muy controvertidas

Con el fin de romper este círculo vicioso, las autoridades implementaron una serie de medidas para estabilizar el mercado, incluyendo la suspensión de nuevas OPAs, la subida del coste de las ventas en corto de futuros sobre el índice bursátil, y dirigió fondos de las aseguradoras hacia el mercado de valores. (Tabla 3.1). Además, casi lo más relevante es que las autoridades instruyeron a los bancos a prestar dinero a la *China Securities Finance Corporate* para que ésta institución tenga capacidad de sostener el precios de las acciones a través de compras en el mercado.

Aunque las medidas han permitido estabilizar el mercado por un tiempo, no han logrado acotar suficientemente los factores que dieron origen primero a la burbuja del precio de las acciones y luego a la acumulación de ventas: las compras apalancadas.⁵ Pero además, hay que destacar que **las intervenciones de las autoridades ponen en riesgo la confianza en la credibilidad de las autoridades y la estabilidad del entorno regulatorio y del sometimiento a las reglas de mercado**. Esta pérdida de confianza aleja a los inversores institucionales, lo que favorece la volatilidad en el mercado.

La caída de la bolsa china podría suponer una intensa recomposición de la cartera de inversores domésticos y extranjeros reduciendo sus posiciones en activos financieros chinos. Además, si se desencadenase una salida de capitales a gran escala, China necesitaría utilizar sus reservas para protegerse de la depreciación de su tipo de cambio. Esto significa que podría necesitar echar mano de parte de sus activos financieros en el exterior como los bonos del Tesoro de EE.UU., lo que tendría un impacto relevante en las condiciones de financiación globales.

La caída de la bolsa impactará negativamente en las perspectivas de crecimiento económico de China

La caída de la bolsa china afectará a la economía. Primero, por el impacto directo derivado del peso de los servicios de corretaje en el PIB, que son elevados en China. Segundo, y más importante, por la paralización de las OPAs, que dificultará la financiación de las empresas. Tercero, porque se ha evaporado una parte importante de riqueza financiera de las familias, lo que afectará a su consumo. Y en cuarto lugar el debilitamiento de la confianza del capital extranjero sobre la economía y el sistema financiero de China. De esta forma, disminuimos nuestra proyección de crecimiento para el 2015 al 6,7%, y al 6,2% para 2016.

Además, este episodio añade incertidumbre al proceso de liberalización de la cuenta de capital, dado que los fallos en el marco regulatorio puede hacer a las autoridades más reacias a la apertura del mercado a inversores institucionales extranjeros. Sin embargo, probablemente sería mejor ir en la dirección contraria: la liberalización de la cuenta de capitales mitigaría el peso de los inversores minoristas, fortaleciendo el mercado frente al impacto del “efecto rebaño” y permitiendo además a las familias chinas diversificar sus inversiones con activos de otras economías.

5: El 22 de julio las compras apalancadas eran de 1,44 billones de renminbis, por debajo de su pico de 2,27 billones el 18 de junio, pero aún muy por encima de su nivel promedio diario de 2014, 0,52 billones. Estas cifras no incluyen las compras apalancadas a través de la banca en la sombra.

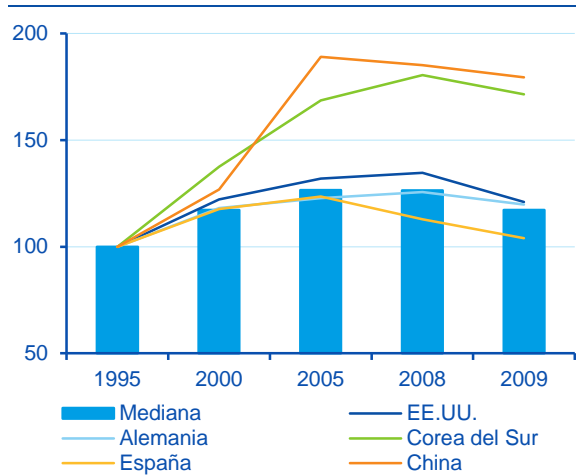
La economía de China aumenta su importancia global, también en el ámbito financiero

El análisis de la importancia relativa de China en los canales económicos y financieros globales es clave para determinar el carácter sistémico de potenciales episodios de inestabilidad financiera, independientemente de que pueda tener, además, impacto sobre su dinámica de crecimiento.

La participación de China en las cadenas globales de bienes y servicios (interconexión en los flujos económicos reales) ha crecido a un ritmo especialmente intenso desde mediados de los noventa. El modo más directo de medir el grado de interconexión de un país en el total de flujos económicos reales (participación en cadenas globales de valor –GVC por sus siglas en inglés-) es la suma de las importaciones de bienes y servicios necesarias para a su vez vender bienes y servicios al exterior, y del porcentaje de esas exportaciones que son inputs de las ventas de bienes y servicios de terceras economías⁶. De acuerdo al indicador elaborado por la OCDE⁷ China es la economía que más aumentó su grado de interconexión entre 1995 y 2009.⁸

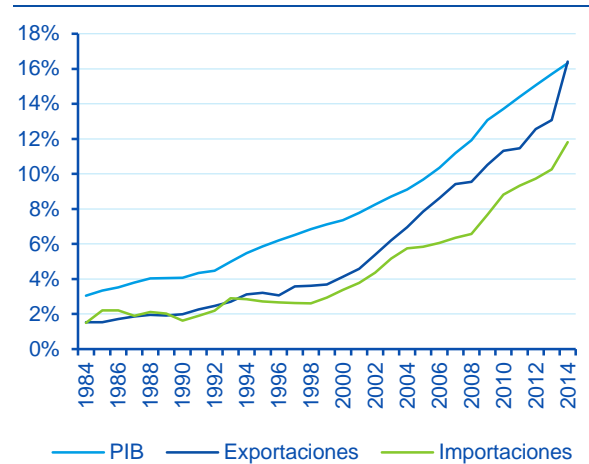
China es, desde 2014, la primera economía del mundo en términos de PIB, superando a EE.UU., con posiciones comparables en los flujos de comercio de bienes. A mediados de la década de los noventa, China representaba menos del 6% del PIB y cerca del 3,5% de las exportaciones e importaciones totales de bienes; **en 2014, concentraba el 16% de la producción y las exportaciones y un 12% de las importaciones.** La naturaleza de su estructura de comercio hace que, además, su participación en las cadenas globales de valor sea de las más elevadas entre los países comparables en cuanto a tamaño de su economía y apertura comercial.

Gráfico 3.2
Grado de conexión a través del comercio de bienes y servicios, 1995=100



Porcentaje de insumos importados en las exportaciones totales de un país y de sus bienes y servicios exportados utilizados como insumos para las exportaciones de otros países
Fuente: OCDE (2015), contenido importado de las exportaciones (indicador)

Gráfico 3.3
China: participación en el PIB mundial y el comercio mundial de mercancías,% del total



Fuente: BBVA Research, IMF y WTO

6: Para más detalles sobre Cadenas Globales de Valor, ver en la OCDE: <http://www.oecd.org/sti/global-value-chains-library.htm>

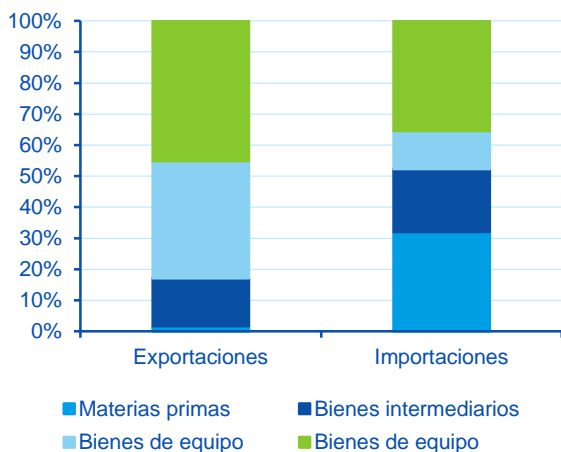
7: Detalles en: <https://data.oecd.org/trade/import-content-of-exports.htm>

8: Para el periodo más reciente, resulta razonable pensar que la intensidad de la participación de china en los flujos globales de bienes y servicios se ha mantenido si se considera que algo más de la mitad de sus importaciones y dos tercios de sus exportaciones son de bienes de capital e intermedios.

El hecho de que China importe más de 500 mil millones de dólares anuales en materias primas (el 30% del total de compras que realiza al exterior) pone de manifiesto su papel como uno de los mayores demandantes de estos bienes a escala global, por lo que una reducción de su actividad ejerce presiones significativas a la baja sobre el precio de algunos como el petróleo o el cobre.

Gráfico 3.4

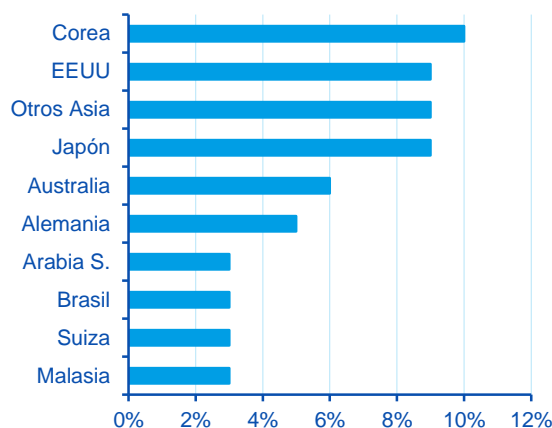
Estructura de las exportaciones e importaciones chinas por tipo de producto, %del total, 2013



Fuente: BBVA Research, UNCTAD

Gráfico 3.5

Importaciones de China por país, % del total, 2013



Fuente: BBVA Research, UNCTAD

Estados Unidos, Japón y el área de Asia emergente son los principales socios comerciales de China.

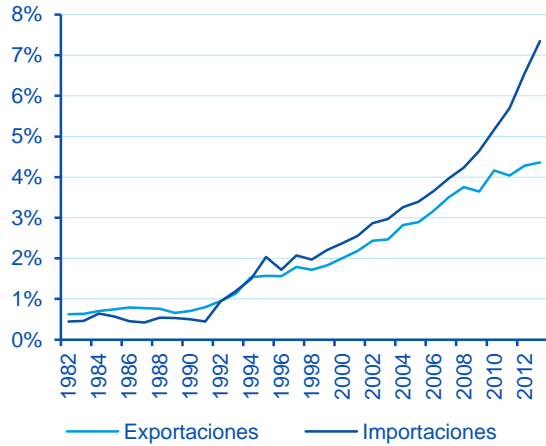
El primero concentra el 17% del total de exportaciones y el 9% de las importaciones, mientras que el segundo supone algo menos del 10% de ambos flujos. Hong Kong, Corea y otros países asiáticos como India también están entre los principales destinos de exportación de China. Australia, Alemania, Arabia Saudí y Brasil son, por el contrario, mercados de importación relevantes, sobre todo por sus compras de materias primas, pero también por las de bienes de capital. Con todo, a pesar de la no coincidencia en algunos de sus mercados exportadores e importadores, la centralidad de China en el comercio mundial es muy elevada, dado que comercia con prácticamente todos los países del mundo.⁹ Ello augura que, como señala el FMI¹⁰, en caso de un ajuste de la demanda china prime la difusión del ajuste a través de sucesivas rondas de caídas de demanda de terceros países frente al efecto moderador, de absorción del choque, que podrían mostrar sólo algunos de los socios comerciales de China, fundamentalmente productores petroleros.

En lo que se refiere a los intercambios de servicios, la presencia comercial de China en el mundo es menor que en el caso de los bienes, aunque su evolución reciente refleja su evolución desde una economía industrial y exportadora a otra más basada en el consumo y los servicios, en consonancia con el aumento de la renta per cápita del país. Algo más del 4% de las exportaciones totales de servicios son realizadas por China, que, a su vez, efectúa el 7% de las importaciones mundiales. Se trata de niveles todavía reducidos pero con un rápido crecimiento, sobre todo en el caso de las importaciones. Ambas cuotas duplican las de hace una década, presentando una concentración geográfica, por el momento, elevada, principalmente del flujo de exportaciones en el que Hong Kong aglutina más del 40% del total.

9: Véase Network Effects of International Shocks and Spillovers, IMF Working Paper, July 2015 <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15149.pdf>
10: Ver nota anterior.

Gráfico 3.6

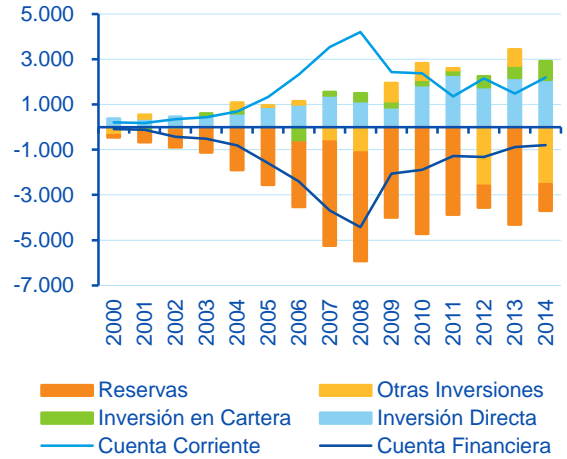
China: participación en el comercio global de servicios, % del total



Fuente: BBVA Research, UNCTAD

Gráfico 3.7

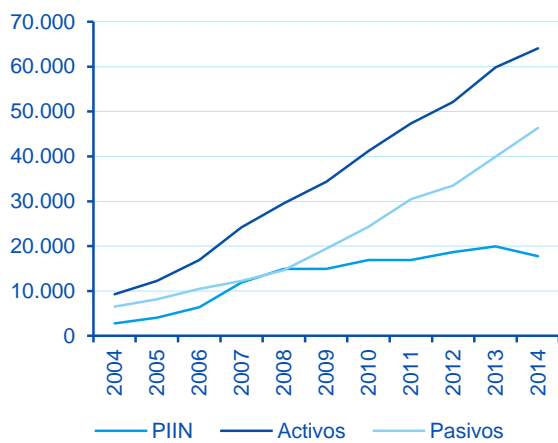
China: balanza de pagos, 100 millones de USD



Fuente: BBVA Research, SAFE

Gráfico 3.8

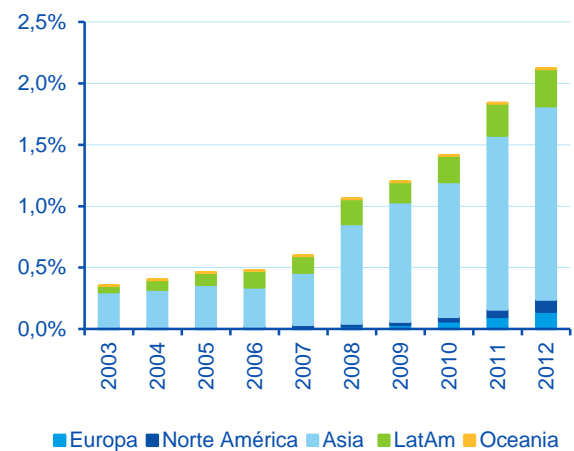
China: posición neta de inversión internacional, 100 millones de USD



Fuente: BBVA Research, SAFE

Gráfico 3.9

China: stock de IED, % del total



Fuente: BBVA Research, UNCTAD

Al margen del potencial impacto comercial, evidenciado por la dimensión de su economía y los flujos de exportación e importación, **China destaca también por ser el mayor tenedor neto de activos financieros del resto del mundo** (acreedor neto) como resultado de la acumulación continuada de superávits por cuenta corriente.¹¹ **Parte de estos superávits se ha canalizado al resto del mundo en forma de inversiones de cartera, principalmente, y una parte, más significativa, se ha destinado a la acumulación de reservas** que, a finales de 2014, sumaban 3,9 billones de dólares.

Como resultado, **la posición de inversión internacional neta de China** (diferencia entre el valor de sus activos y pasivos frente al exterior) **ha sido sistemáticamente positiva, rondando el 20% del PIB en 2014**. Las adquisiciones de activos en el resto del mundo, junto con su revalorización, han elevado a 6,4

11: Tras alcanzar 400 mil millones de dólares en 2008, se han estabilizado desde entonces alrededor de 200 mil millones, un 2% del PIB chino.

billones de dólares la posición inversora de China en el resto del mundo, más que compensando el aumento de los pasivos materializados en deuda externa y que, según SAFE (administración estatal de intercambios externos por sus siglas en inglés), rondaba 1,6 billones de dólares a cierre del primer trimestre de 2015 (apenas un 16% del PIB y un 35% del total de pasivos frente al exterior del país).

Ello nos lleva a hacer una doble distinción al aproximar los canales de interconexión financiera y potencial contagio en caso de que se dé una crisis de esta naturaleza en China. La primera reside en **una potencial venta de activos en el exterior y/o una reducción de las adquisiciones por parte de China** para preservar la estabilidad financiera doméstica y compensar la salida de flujos de capital al hilo de las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico. La segunda se centra en determinar, a partir de la estructura de endeudamiento externo chino, su **interconectividad financiera con los nodos globales**.

El grueso de la posición acreedora de China se materializa en activos de reserva, que representan más del 50% del total de activos del país frente al exterior. Una buena parte de estos activos de reserva está invertida en deuda pública estadounidense; de hecho, el 20% del total de deuda soberana de EE.UU. en manos extranjeras es propiedad china. Desde 2013 y en lo que va de 2015, las compras desde China han permitido compensar las ventas netas de deuda estadounidense por parte del resto de inversores extranjeros. Por tanto, una ralentización del ritmo de compras procedentes de China o un proceso de ventas netas puede propiciar un repunte de las rentabilidades de EE.UU. que suponga un endurecimiento de las condiciones globales de financiación.

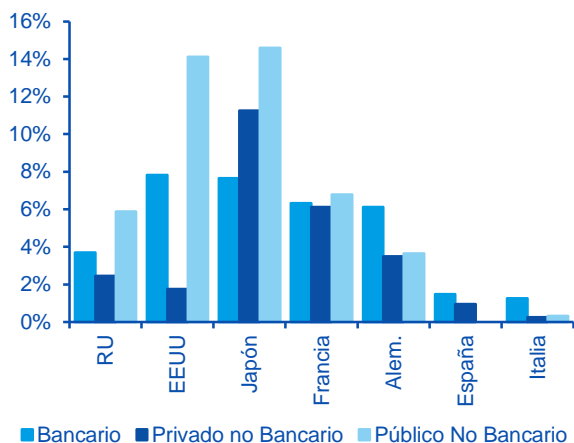
En términos de decisiones de inversión extranjera directa, la posición de China parece a priori menos comprometida para el contexto global (el stock de IED de China en el exterior supone apenas un 2,3% del total mundial, y está concentrado mayoritariamente en Asia), si bien un deterioro de la economía doméstica puede traducirse en un menor apetito inversor pese a que las autoridades chinas hayan apostado por reforzar el proceso de internacionalización a través de la compra de participaciones empresariales en regiones con baja presencia hasta el momento (es el caso de la Unión Europea).

En lo que se refiere a la participación en los flujos financieros globales, medida a partir del total de pasivos exteriores y tomando como fuente las estadísticas del BIS¹², China **apenas supone un 3% de los pasivos financieros mundiales**. Además, la mitad de la deuda externa de China está intermediada a través del sector financiero, representando **el 7% de los pasivos del sector bancario global, un porcentaje todavía reducido si se compara con la importancia relativa del país en la actividad y el comercio**. Japón, el Reino Unido, EE.UU., Francia y Alemania son los principales acreedores externos de China (gráficos 3.10 y 3.11). Sin embargo, en todos los casos excepto en el caso del sistema bancario del Reino Unido, la exposición que ello supone respecto al total de financiación otorgada al exterior es moderada.

12: Véase https://www.bis.org/statistics/r_qa1509_hanx9e_u.pdf

Gráfico 3.10

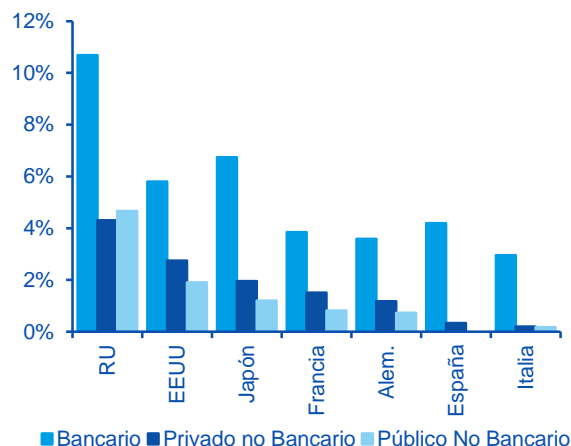
Concentración de los Pasivos de China
Proporción de Pasivos que cada país tiene de China respecto a la cantidad total de Pasivos de China



Fuente: BBVA Research y BIS CBS Tabla 9E

Gráfico 3.11

Exposición internacional a China
Activos mantenidos por cada país en China relativos al total



Fuente: BBVA Research y BIS CBS Tabla 9E

Sin embargo, de modo similar al de los flujos globales de bienes y servicios¹³, **la exposición a un choque financiero con origen en China no depende sólo del tamaño de los pasivos financieros de dicha economía o de quiénes son los tenedores de esos pasivos, sino que también depende del grado de interconexión, de centralidad en el sistema financiero global, de los acreedores.**

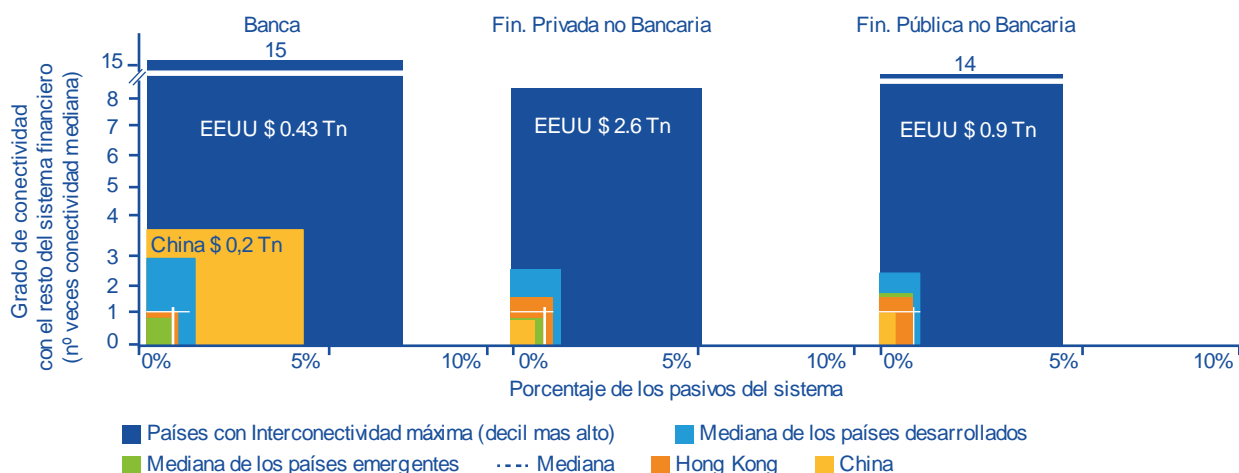
El cálculo de las medidas de interconectividad, en desarrollo por BBVA Research, parte del número de vínculos financieros de una economía con el conjunto del sistema, tanto los de entrada (pasivos del país) como los de salida (activos) y ponderados por el tamaño relativo de cada exposición. Esta medida ubica el grado de centralidad de cada país (nodo) en el conjunto pero no permite establecer la cercanía con la que cada uno de estos nodos se sitúa del centro del sistema. Para añadir esa dimensión ponderamos la importancia de cada vínculo por su relación con los grupos de nodos (clústeres) con mayor grado de interconexión con el resto. La síntesis de las dos métricas comentadas permite fusionar el criterio de conectividad con el grado de integración total en el sistema y dar una idea de la capacidad de contagio de una economía (nodo) al conjunto del sistema.

Los resultados para China (gráfico 3.12) ponen de manifiesto que **solo si el shock afecta al sector bancario el canal financiero puede adquirir dimensión global**: la interconectividad de la banca china con el sistema financiero mundial supera ampliamente la mediana de las economías emergentes y se sitúa incluso por encima de la referencia del conjunto de mercados desarrollados aunque a una distancia muy considerable de países como EE.UU. o incluso del grupo –el decil superior– de las economías más interconectadas financieramente.

13: Ver referencia del FMI en la nota 6.

Gráfico 3.12

Interconectividad y exposición de los sistemas financieros 4º trimestre 2014



Fuente: Fuente: BBVA Research, BIS Consolidated Banking Statistics Tabla 9E

Potencial impacto de un shock económico en China

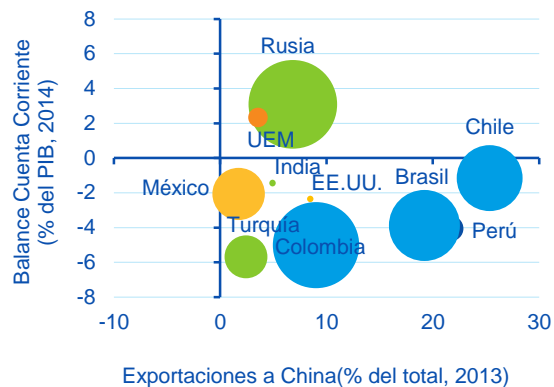
Del análisis de los canales de contagio arriba comentados, se deduce que el mayor riesgo para el contexto global de un deterioro de la situación económica de China es una contracción de su actividad a través de los nexos comerciales y de inversión, mientras que la vulnerabilidad a contagios de origen puramente financiero es menor.

Sin embargo, ese freno de la actividad china no descarta que pueda ir acompañado de un incremento de la aversión global al riesgo, más intenso en el caso de las economías emergentes con un aumento de los diferenciales cotizados por los bonos soberanos y una depreciación de sus divisas ante el posible retraimiento de las entradas de capital extranjero. Aquellos países con mayor exposición comercial a China, más dependientes del ciclo de materias primas y/o mayores desequilibrios en su posición exterior podrían experimentar un peor comportamiento relativo, tanto en términos económico como financieros. La evolución reciente del mercado de divisas avala este patrón (gráfico 3.13).

Una corrección acusada del ritmo de crecimiento económico de China junto con un repunte de la percepción de riesgo en el grueso de países emergentes hasta niveles similares a los observados en 2008-09, podría traducirse en una caída de la actividad global, pero con diferenciación entre distintas economías. En EE.UU. el deterioro de las condiciones financieras se vería mitigado por la consideración del dólar como activo de refugio, mientras que en economías emergentes y especialmente en aquellas con mayor vulnerabilidad financiera por su dependencia de flujos de capital externos el impacto sería mayor, incluso superior al choque inicial procedente de China¹⁴.

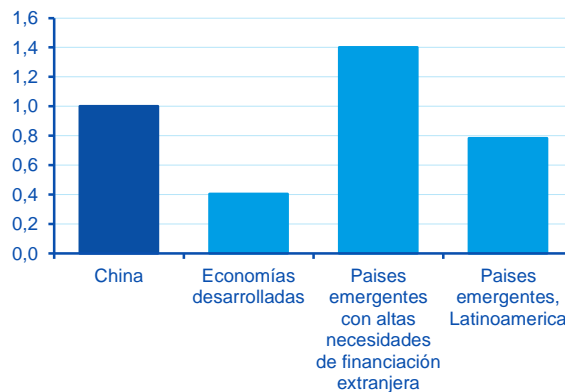
14: Cálculo de impactos a partir de un modelo GVAR de BBVA Research.

Gráfico 3.13
Exposición a China y necesidades de financiación*



* Tamaño de la burbuja: magnitud de depreciación de la moneda frente al USD desde el 15 de mayo
Fuente: BBVA Research, UNCTAD, IMF

Gráfico 3.14
Impacto en el PIB debido a un shock de actividad y prima de riesgo provocado China, %



Fuente: BBVA Research

4 Tablas

Tabla 4.1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

Promedio anual (%)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	2,3	2,2	2,4	2,5	2,8
Eurozona	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,9
Alemania	0,6	0,2	1,6	1,5	1,9
Francia	0,3	0,7	0,2	1,3	1,7
Italia	-2,8	-1,7	-0,4	0,7	1,3
España	-2,1	-1,2	1,4	3,2	2,7
Reino Unido	0,7	1,7	3,0	2,5	2,3
América Latina *	2,8	2,5	0,8	0,3	1,2
México	4,0	1,4	2,1	2,5	2,7
Brasil	1,8	2,7	0,2	-1,5	0,5
EAGLES **	5,7	5,6	5,2	4,8	5,2
Turquía	2,1	4,1	2,9	3,0	3,9
Asia-Pacífico	5,7	5,9	5,7	5,7	5,6
Japón	1,8	1,5	-0,1	1,3	1,2
China	7,8	7,7	7,3	6,7	6,2
Asia (exc. China)	4,1	4,5	4,3	4,9	5,1
Mundo	3,4	3,4	3,4	3,4	3,8

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

** Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 30 de julio de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 4.2

Previsiones Macroeconómicas: Inflación

Promedio anual (%)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	2,1	1,5	1,6	0,5	1,8
Eurozona	2,5	1,4	0,4	0,3	1,3
Alemania	2,1	1,6	0,8	0,5	1,4
Francia	2,2	1,0	0,6	0,3	1,2
Italia	3,3	1,3	0,2	0,2	1,1
España	2,4	1,4	-0,2	-0,2	1,3
Reino Unido	2,8	2,6	1,5	0,1	1,5
América Latina *	7,8	9,2	12,6	15,7	26,3
México	4,1	3,8	4,0	2,9	3,3
Brasil	5,4	6,2	6,3	8,7	6,1
EAGLES **	5,2	5,2	4,6	4,9	4,3
Turquía	8,9	7,6	8,9	7,5	7,5
Asia-Pacífico	3,9	4,1	3,4	2,6	3,0
Japón	0,0	1,6	2,7	1,0	1,6
China	2,6	2,6	2,1	1,6	2,0
Asia (exc. China)	4,8	5,2	4,4	3,5	3,9
Mundo	4,5	4,2	3,9	3,9	5,0

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

** Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 30 de julio de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 4.3

Previsiones Macroeconómicas: Saldo Cuenta Corriente

Promedio anual (% PIB)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	-2,8	-2,3	-2,9	-3,1	-2,7
Eurozona	1,2	1,8	2,1	2,6	2,5
Alemania	6,8	6,5	7,6	7,7	7,2
Francia	-1,5	-1,4	-0,8	-0,9	-0,8
Italia	-0,5	0,9	1,9	2,1	2,4
España	-0,3	1,4	0,8	1,3	1,4
Reino Unido	-3,7	-4,5	-5,9	-5,3	-4,7
América Latina *	-1,6	-2,5	-2,8	-3,1	-2,5
México	-1,3	-2,1	-2,1	-2,2	-2,0
Brasil	-2,4	-3,4	-4,5	-3,9	-3,1
EAGLES **	0,9	0,5	0,7	0,5	0,8
Turquía	-6,1	-7,9	-5,7	-5,0	-5,4
Asia-Pacífico	1,1	1,3	1,8	2,1	1,8
Japón	1,0	0,7	0,5	1,0	0,8
China	2,6	2,0	2,1	2,5	2,8
Asia (exc, China)	-0,1	0,8	1,5	1,7	1,0

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

** Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 30 de julio de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 4.4

Previsiones Macroeconómicas: Saldo Público

Promedio anual (% PIB)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	-6,8	-4,1	-2,8	-2,8	-2,5
Eurozona	-3,6	-2,9	-2,4	-2,2	-1,8
Alemania	0,1	0,1	0,7	0,3	-0,1
Francia	-4,8	-4,1	-4,0	-3,6	-3,0
Italia	-3,0	-2,9	-3,0	-3,0	-2,4
España	-6,6	-6,3	-5,7	-4,5	-3,0
Reino Unido	-8,3	-5,7	-5,7	-4,1	-3,5
América Latina *	-2,4	-2,5	-4,3	-3,8	-3,2
México	-2,6	-2,3	-3,2	0,0	0,0
Brasil	-2,5	-3,1	-6,7	-6,7	-5,8
EAGLES **	-1,3	-2,0	-2,6	-3,4	-2,9
Turquía	-2,1	-1,2	-1,6	0,0	0,0
Asia-Pacífico	-2,7	-3,0	-2,9	-3,1	-2,9
Japón	-7,6	-9,2	-7,9	-7,0	-6,5
China	-1,1	-1,5	-1,8	-2,5	-2,5
Asia (exc, China)	-3,9	-4,1	-3,7	-3,6	-3,2

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

** Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 30 de julio de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 4.5

Tipo de interés de la deuda pública a 10 años

Promedio anual (%)	2012	2013	2014	2015	2016
EEUU	1,8	2,3	2,5	2,3	2,6
Alemania	1,6	1,6	1,2	0,6	1,0

Fecha de cierre de previsiones: 30 de julio de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 4.6

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de cambio

Promedio anual	2012	2013	2014	2015	2016
USD-EUR	0,78	0,75	0,75	0,92	0,91
EUR-USD	1,29	1,33	1,33	1,09	1,10
GBP-USD	1,59	1,56	1,65	1,53	1,65
USD-JPY	79,8	97,5	105,8	123,3	131,7
USD-CNY	6,31	6,20	6,14	6,18	6,22

Fecha de cierre de previsiones: 30 de julio de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 4.7

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de interés de política monetaria

Fin de periodo (%)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,50	1,50
Eurozona	0,75	0,25	0,05	0,05	0,05
China	6,00	6,00	5,60	4,60	4,60

Fecha de cierre de previsiones: 30 de julio de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Escenarios Económicos

Economista Jefe de Escenarios Económicos

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Sara Baliña
mariasara.balina@bbva.com

Rodrigo Falbo
rodrigo.falbo@bbva.com

Rodolfo Mendez
rodolfo.mendez@bbva.com

Jorge Redondo
jorge.redondo.caballero@bbva.com

Con la colaboración de:

Asia
Le Xia
le.xia@bbva.com

Análisis Transversal de Economías Emergentes
Gonzalo de Cadenas
gonzalo.decadenas@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jimenez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

Análisis Transversal de Economías Emergentes
Alvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia
Le Xia
le.xia@bbva.com

México
Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Coordinación LATAM
Juan Manuel 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

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución
José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global
Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos
Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Calle Azul, 4
Edificio de la Vela - 4ª y 5ª plantas
28050 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