

# 1. Reevaluación de las perspectivas de la economía global

**Los efectos del ajuste fiscal sobre el crecimiento de Europa serán menores de lo que suele suponerse. Las repercusiones positivas sobre la credibilidad casi compensarán los efectos negativos de la reducción de la demanda pública. Por el contrario, los riesgos a medio plazo derivados de situaciones fiscales insostenibles en otras regiones desarrolladas posiblemente se estén subestimando.**

Uno de los canales más importantes a través de los cuales la crisis fiscal ha afectado a la economía europea ha sido la pérdida de confianza, y un requisito sine qua non para restablecerla es la prudencia fiscal. Los planes de consolidación de Europa se están implementando con arreglo a un calendario presentado a la CE a principios de 2010. La consolidación fiscal europea tiene que centrarse en el aspecto estructural, pero un factor positivo es que el ajuste es rápido y está orientado a reducir el gasto, lo que mejorará la confianza y prácticamente contrarrestará los efectos negativos sobre el crecimiento derivados de la reducción de la demanda pública. Así pues, mientras se persista en la consolidación fiscal, las repercusiones sobre la actividad económica europea serán limitadas y transitorias. Por otra parte, otras economías avanzadas en las que los estímulos fiscales han sido sustanciales y cuyos niveles de endeudamiento crecieron a igual ritmo que el europeo, se muestran relativamente lentas en hacer frente a la obligación de reducir sus déficits y, al menos, estabilizar los niveles de su deuda. Existe un riesgo a medio plazo que se está subestimando, ya que la experiencia demuestra que los efectos de una política fiscal laxa sobre los tipos de interés son altamente no lineales, existiendo el riesgo de un súbito incremento de los tipos a largo plazo y de un desplazamiento de la demanda privada, exactamente el efecto opuesto que pretenden los paquetes de estímulos fiscales.

**El principal riesgo para las perspectivas globales todavía procede de los mercados financieros. Las pruebas de solvencia han tenido repercusiones positivas, aunque asimétricas, en Europa. Si bien se han reducido los riesgos, las posibilidades de un retroceso siguen siendo significativas.**

Los riesgos financieros, derivados de los problemas de la deuda soberana, formaron un círculo vicioso que acabó aumentando el riesgo de mercado y absorbiendo la liquidez, en especial en Europa. No obstante, el fuerte aumento de las tensiones financieras en Europa durante el segundo trimestre está empezando a mermar (véase el Gráfico 1). La publicación de los resultados de las pruebas de solvencia de Europa (stress test) ha tenido el efecto positivo de bajar las tensiones, aunque se ha observado una clara diferenciación entre los países. En particular, pueden obrar como un potente impulso para disipar la incertidumbre sobre el sistema financiero español, ya que la implementación de las pruebas ha sido rigurosa y sus resultados, muy informativos, parecen creíbles. Indudablemente, los riesgos para Europa y para la economía mundial procedentes de los mercados financieros siguen siendo el principal motivo de preocupación.

**Creciente divergencia en las estrategias de políticas monetaria. El incremento de la incertidumbre llevará a la Fed y al BCE a retrasar el retiro de los estímulos monetarios. Por contraposición, en gran parte de Asia y en América Latina ya ha comenzado el alza de tipos.**

Las tensiones financieras de Europa y la incertidumbre con respecto al ritmo de recuperación de EE.UU. obligarán a los bancos centrales de ambas regiones a retrasar sus primeros aumentos de tipos de interés, así como a mantener tipos de referencia muy bajos durante un período

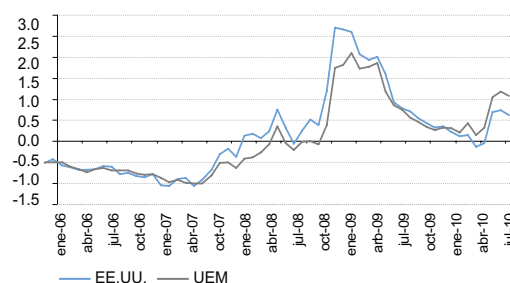
prolongado. Las presiones inflacionarias en ambas áreas seguirán controladas, lo que les permitirá mantener políticas monetarias flexibles. No obstante, una recuperación más rápida en EE.UU. llevará a una salida de la política monetaria antes que en Europa, y ambos factores pesarán sobre el euro. Aunque los dos bancos centrales demorarán los ajustes monetarios, la manera de comunicar y de evaluar los riesgos sigue diferenciando a ambas instituciones, lo que limita la relativa capacidad de reacción del BCE, en especial a los riesgos deflacionarios. Por otra parte, en las economías emergentes ya han comenzado las alzas de tipos de referencia, tras la pausa (en especial en Asia) que provocó la crisis de la deuda europea. Esto contribuirá a reducir las presiones inflacionarias en Asia —donde habían comenzado a dispararse— e impedirá que se produzcan posibles presiones en Sudamérica más avanzado el año. Una importante excepción es el Banco de México, que posiblemente mantendrá los tipos de interés hasta el segundo trimestre de 2011. La inflación aumentará a lo largo del segundo semestre de 2010, pero se situará en el 4T10 en el 5%, en el centro de la banda prevista por Banxico, y con unas perspectivas de largo plazo bien ancladas en el entorno del 3.5%. Ese anclaje, por encima del 3%, la paulatina reducción de la brecha de producto negativa y las rigideces existentes en la formación de precios de algunos mercados permiten descartar bajadas adicionales de tasas en el escenario previsto.

**La economía mundial marcha hacia una desaceleración suave y diferenciada. Esta situación será conveniente para China y el resto de los países emergentes de Asia, ya que se producirá una convergencia del crecimiento hacia tasas más sostenibles. No obstante, la demanda privada estadounidense seguirá siendo frágil sin apoyo oficial, en tanto que en Europa la confianza se verá negativamente afectada por las consecuencias de la crisis financiera.**

Los ecos de la crisis financiera europea en otras regiones geográficas han sido relativamente limitados. No obstante, en los próximos tiempos la economía global se desacelerará (véase la gráfica 6). La gravedad de las tensiones financieras europeas afectará a la confianza y reducirá el crecimiento en el segundo semestre de 2010 y a principios de 2011. Además, la demanda externa no será tan sólida como lo fue el primer semestre, aunque aportará cierto apoyo a la actividad económica. En EE.UU. es probable que la recuperación pierda impulso como resultado de la situación en los mercados de trabajo y de la vivienda. Esto muestra los límites de la demanda privada como motor autónomo del crecimiento. En China, la desaceleración del crecimiento del PIB en el segundo trimestre y algunos indicadores de moderación de la actividad demuestran que las medidas de ajuste de las autoridades están siendo eficaces para dirigir la economía hacia tasas de crecimiento más sostenibles. La economía también se desacelerará en América Latina durante 2011, aunque manteniendo altos índices de crecimiento. Por consiguiente, las divergencias seguirán ampliándose entre las economías avanzadas y emergentes, y también dentro de cada uno de estos grupos.

Gráfica 1

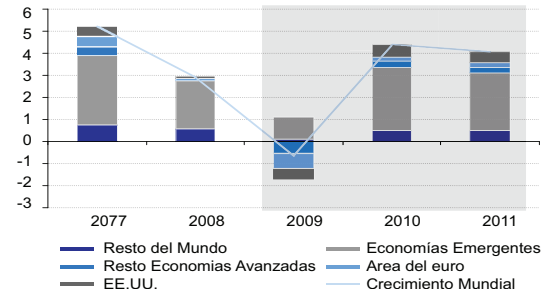
**Índice de tensiones financieras\***



\* Indicador compuesto de tensiones financieras en tres mercados de crédito (soberano, corporativo y financiero), restricciones de liquidez y volatilidad de los tipos de interés, tipos de cambio y mercados de renta variable.  
Fuente: BBVA Research

Gráfica 2

**Aportaciones al crecimiento del PIB mundial**



Fuente: BBVA Research, basándose en cuentas nacionales

**Aunque se han tomado algunas medidas en la dirección correcta, de cara al futuro sigue pendiente el necesario reequilibrio global de la demanda y la reducción de los desequilibrios globales.**

El reequilibrio de la economía china hacia un aumento de la demanda interna (especialmente el consumo) ha empezado y el reinicio de la flexibilización del tipo de cambio debería contribuir en ese proceso. No obstante son necesarias más reformas para ajustar mejor el peso del consumo hacia niveles similares a los de la región. También otras economías avanzadas con superávit deben implementar reformas para aumentar la demanda interna, notablemente en el sector servicios. Por otra parte, EE.UU. y otros países con importantes necesidades de financiación externa deberán pasar desde un modelo basado en el consumo a otro fundamentado en la inversión, en especial en los sectores transables. La reciente crisis financiera ha mostrado los límites de la financiación exterior del crecimiento. Las economías con altas necesidades de financiación externa son muy vulnerables al recrudecimiento de las tensiones financieras internacionales, y las consiguientes fluctuaciones súbitas de los tipos de cambio pueden minar la estabilidad financiera global.

## 2. Anexo

Cuadro 1

### Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2008	2009	2010	2011	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10
<b>Actividad Económica</b>									
PIB (miles de millones de dólares)	14441.4	14256.3	<b>14760.6</b>	<b>15291.4</b>	14453.8	14592.4	<b>14767.5</b>	<b>14803.0</b>	<b>14879.6</b>
Crecimiento nominal (%)	2.6	-1.3	<b>3.5</b>	<b>3.6</b>	4.2	0.7	<b>2.9</b>	<b>4.4</b>	<b>3.9</b>
Crecimiento real (%)	0.4	-2.4	<b>3.0</b>	<b>2.5</b>	2.4	0.1	<b>2.4</b>	<b>3.3</b>	<b>3.4</b>
Deflactor del PIB	2.1	1.2	<b>0.3</b>	<b>0.7</b>	1.8	0.7	<b>0.5</b>	<b>1.0</b>	<b>0.5</b>
Consumo personal (var. % real)	-0.2	-0.6	<b>2.3</b>	<b>1.9</b>	1.6	1.0	<b>1.6</b>	<b>2.6</b>	<b>2.5</b>
Consumo gobierno (var. % real)	3.1	1.8	<b>0.6</b>	<b>1.9</b>	1.8	1.3	<b>1.5</b>	<b>0.3</b>	<b>0.0</b>
Inversión fija bruta (var. % real)	-5.1	-18.3	<b>1.6</b>	<b>6.7</b>	8.5	-13.8	<b>-2.6</b>	<b>2.2</b>	<b>3.6</b>
Construcción (inversión residencial)	-22.9	-20.5	<b>1.2</b>	<b>8.4</b>	10.3	-12.6	<b>-4.0</b>	<b>4.6</b>	<b>1.8</b>
Prod. industrial (var. % real anual)	-3.3	-9.2	<b>4.7</b>	<b>3.5</b>	2.5	-3.8	<b>2.7</b>	<b>7.2</b>	<b>4.5</b>
<b>Sector Externo (miles de millones de dólares constantes)</b>									
Balanza comercial	-494	-356	<b>-382</b>	<b>-383</b>	-397	-348	<b>-373</b>	<b>-384</b>	<b>-386</b>
Exportaciones totales	1629	1472	<b>1648</b>	<b>1786</b>	1924	1557	<b>1599</b>	<b>1630</b>	<b>1663</b>
Importaciones totales	2124	1828	<b>2030</b>	<b>2169</b>	2320	1905	<b>1972</b>	<b>2014</b>	<b>2049</b>
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-4.9	-3.0	<b>-3.7</b>	<b>-3.9</b>	-4.2	-3.3	<b>-3.6</b>	<b>-3.4</b>	<b>-3.6</b>
<b>Precios (variación % anual)</b>									
Inflación anual (fin de periodo)	0.1	2.7	<b>1.0</b>	<b>2.2</b>	2.0	2.7	<b>2.3</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>
Inflación anual (promedio del periodo)	3.8	-0.4	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>	2.2	1.4	<b>2.4</b>	<b>1.8</b>	<b>1.1</b>
<b>Otros Indicadores</b>									
Balance fiscal primario (% del PIB)	-3.2	-9.9	<b>-10.7</b>	<b>-8.5</b>	-5.3	-9.9	-	-	-

Nota: pronóstico aparece en **negritas**

Fuente: BBVA Research con datos de Buró del Censo, Reserva Federal, Buró de Estadísticas Laborales

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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