

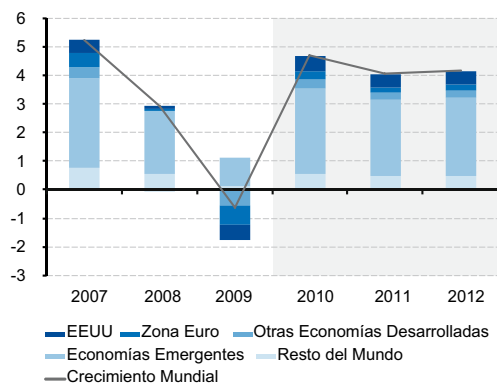
Entorno global: lento el Norte, rápido el Sur

La economía global sigue creciendo con fuerza, fundamentalmente en los países emergentes, mientras que las preocupaciones cíclicas y financieras predominan entre las economías avanzadas.

El crecimiento mundial sigue siendo fuerte y se espera que alcance el 4.7% en 2010 y el 4.1% en 2011 (Gráfica 1), permaneciendo prácticamente sin cambios con respecto a nuestras perspectivas de hace tres meses. Este buen comportamiento se debe fundamentalmente a la solidez de las economías emergentes, que se han visto menos afectadas por la crisis financiera y por tanto se han recuperado con mayor rapidez. Por el contrario, las renovadas preocupaciones por el ciclo en Estados Unidos se han unido a las preocupaciones financieras que siguen predominando en Europa, en donde los ajustes macroeconómicos y financieros aún siguen pendientes. En este sentido, las perspectivas para los próximos dos años siguen poniendo de manifiesto importantes brechas entre el crecimiento de las economías avanzadas y las emergentes (Gráfica 2), incluso aunque estas últimas estén iniciando una desaceleración controlada que disminuirá el riesgo de recalentamiento de sus economías.

Gráfica 1

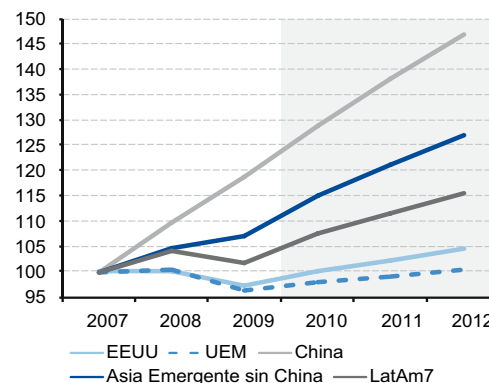
Crecimiento del PIB global y contribuciones



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2

Nivel del PIB: 2007=100



Fuente: BBVA Research y Datastream

Además, existen importantes diferencias en materia de políticas dentro de cada uno de estos grupos. En Estados Unidos está previsto que se intensifique la expansión monetaria en términos relativos con respecto a Europa (y a la mayoría del resto de países), lo que ha generado ya una depreciación del dólar frente al euro y complicado un poco más la recuperación en Europa. En las economías emergentes, continúa existiendo una fuerte asimetría entre las políticas cambiarias entre Asia y Latinoamérica, lo cual obliga a los países latinoamericanos a soportar (junto con el euro) una parte desproporcionada de la apreciación del tipo de cambio derivado de la renovada relajación de la política monetaria en Estados Unidos.

El crecimiento en Estados Unidos mantendrá su debilidad debido al proceso continuado de desapalancamiento de los hogares, si bien es muy improbable que se produzca una recaída en la recesión.

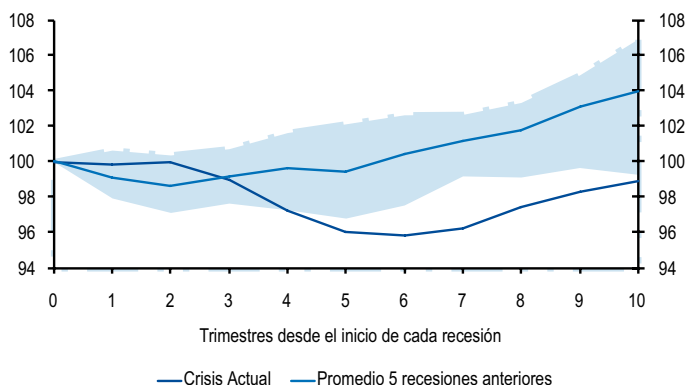
En el último trimestre, la existencia de indicadores de actividad económica relativamente débiles en Estados Unidos ha planteado la posibilidad de una recaída en una nueva fase de recesión. La debilidad observada en algunos sectores clave que se habían beneficiado directamente del apoyo fiscal proporcionado a través de incentivos para la compra (vivienda y bienes duraderos) constituye una señal relevante de que la demanda privada en Estados Unidos no puede recuperarse a un ritmo rápido. Y esto no es sino el resultado del proceso de desapalancamiento que actualmente están llevando a cabo los hogares, así como de la debilidad del mercado laboral. Ello seguirá favoreciendo la existencia de unos niveles de ahorro superiores a los observados desde la segunda mitad de la década de los 90. Si bien esta tendencia se sitúa en la dirección correcta para reequilibrar el modelo de crecimiento de Estados Unidos, también aumenta las preocupaciones cíclicas dado que el consumo (uno de los pilares de la recuperación en las anteriores recesiones y el principal componente del PIB desde el lado de la demanda) se mantendrá en niveles relativamente bajos, compensado sólo de manera parcial por un aumento de la inversión en equipo por parte de las empresas.

Las recientes preocupaciones sobre la situación del sector de la vivienda en EE.UU. son excesivas y la posibilidad de que se produzca una recaída en los precios de los inmuebles es muy escasa. Es evidente que siguen existiendo elementos preocupantes, como el aumento de la oferta disponible de vivienda, que puede incrementarse adicionalmente por nuevas ejecuciones hipotecarias (bien sean consecuencia del aumento de la morosidad o porque los propietarios desistan en los pagos ante un valor de las hipotecas superior al valor de la vivienda –negative equity-). Pero también existen elementos de soporte favorables, como la gran mejoría de los indicadores de accesibilidad desde que comenzara la crisis y, con perspectiva de medio plazo, unas tendencias demográficas que deberían contribuir a impulsar la demanda. Por tanto, el escenario más probable es que nos encontremos con un periodo relativamente estable de los precios de la vivienda, mientras se vayan reabsorbiendo los excesos anteriores. En todo caso, el sistema bancario debería ser capaz de asumir una caída moderada de los mismos.

En definitiva, los lastres existentes sobre el consumo y la baja probabilidad de que se produzcan nuevos estímulos fiscales –teniendo en cuenta las dimensiones actuales del déficit y especialmente si se produce un cambio en el equilibrio de poderes tras las elecciones al Congreso de noviembre – implican una salida de la crisis para Estados Unidos a un ritmo mucho menor al experimentado en ciclos anteriores (Gráfica 3), en línea con nuestras

Gráfica 3

PIB en EE. UU.: ciclo actual vs. recesiones anteriores*. Inicio de cada recesión=100.



* Zona sombreada: rango de PIB durante las últimas 5 recesiones
Fuente: BBVA Research y NBER

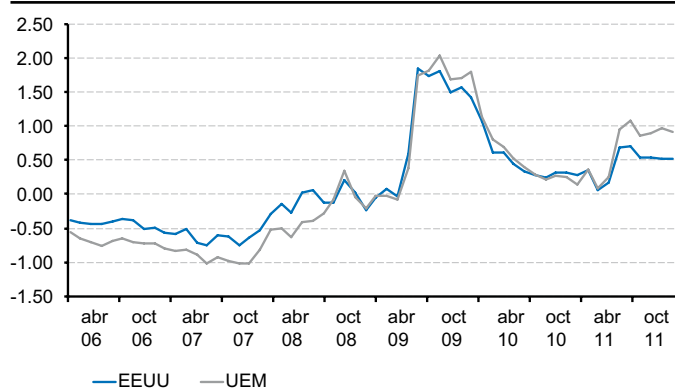
previsiones previas. La posibilidad de que se produzca una recaída en una nueva fase de recesión en Estados Unidos es muy baja. En cualquier caso, la falta de solidez de la demanda interna inducirá a Estados Unidos a ejercer una presión cada vez mayor sobre el resto del mundo (especialmente sobre los países con superávit por cuenta corriente) para aumentar su demanda y contribuir al necesario reequilibrio global. La renovada expansión monetaria de Estados Unidos puede interpretarse en este contexto como una fórmula para inducir parte de este ajuste sobre el resto del mundo.

Las tensiones financieras en Europa siguen siendo la principal fuente de preocupación, aunque el riesgo sistémico es menor que antes del verano. La consolidación fiscal sigue siendo fundamental para sostener la confianza y no tendrá un impacto negativo significativo sobre el crecimiento más allá del corto plazo.

Tras los decisivos avances experimentados en materia de consolidación fiscal, las medidas adoptadas para apoyar a los gobiernos con mayores dificultades y, sobre todo, tras las pruebas de resistencia del sector financiero, se ha producido un cambio cualitativo en la dinámica experimentada por la crisis en Europa. Por un lado, aún a pesar de que los diferenciales de deuda soberana se hayan mantenido relativamente estables, los mercados han comenzado a diferenciar entre los distintos activos soberanos, reduciendo así el riesgo de que se produzca un acontecimiento sistémico. Asimismo, los mercados financieros han comenzado a abrirse de manera selectiva y las nuevas emisiones de deuda son una señal evidente de la relajación de las tensiones.

A pesar de todo ello, la tensión de los mercados financieros en Europa sigue siendo la principal fuente de riesgo de la región (Gráfica 4), especialmente debido a la relación existente entre las preocupaciones por la deuda soberana y los riesgos del sector financiero. Asimismo, el reciente fortalecimiento del euro constituye un reto cíclico añadido dado que las economías que han experimentado un mejor comportamiento son las que se han visto respaldadas por la demanda externa. Esto implica que sea aún más importante abordar con decisión a corto plazo las fuentes de vulnerabilidad macroeconómica de la región: la sostenibilidad fiscal y los desequilibrios externos, evitando además mayores retrasos en la reestructuración de las partes más débiles de los sistemas bancarios. La clave es seguir tomando medidas que contribuyan a restablecer la confianza y reducir así las tensiones en los mercados, contribuyendo a restituir la solidez y autonomía de la demanda del sector privado. Asimismo, para poder sostener el crecimiento a largo plazo, será fundamental llevar a cabo reformas, estructurales e institucionales y entre estas últimas, las especialmente orientadas a evitar y resolver potenciales desequilibrios fiscales en los países.

Gráfica 4

Índice de tensiones financieras

Fuente: BBVA Research

La política monetaria de las economías avanzadas será laxa durante mucho tiempo, añadiendo presión sobre los tipos de cambio en todo el mundo

Las perspectivas de crecimiento muy bajo y de unas débiles presiones inflacionarias en las economías avanzadas se traducirán en unas bajas tasas de interés durante un periodo prolongado de tiempo en las tres principales economías avanzadas (Estados Unidos, Europa y Japón). Sin embargo, en un contexto marcado por unas renovadas preocupaciones cíclicas y por el escaso espacio para estímulos fiscales adicionales, la atención de los mercados se centra en la nueva ronda de medidas no convencionales de expansión monetaria (habitualmente conocidas por su denominación en inglés como Quantitative Easing 2, o QE2). Las expectativas de este nuevo aumento de la liquidez han reducido el tipo de cambio del dólar de forma generalizada, incluso en relación con el euro. De cara al futuro, dado que la mayor parte de las medidas de expansión monetaria ya han sido descontadas por los mercados, los tipos de cambio deberían empezar a moverse en mayor medida con arreglo a los fundamentales de largo plazo, lo cual significa un fortalecimiento del dólar con respecto al euro por sus mejores perspectivas de crecimiento y una mayor entrada de flujos de inversión. Al mismo tiempo, se seguirán manteniendo las presiones alcistas sobre los tipos de cambio de las economías emergentes debido al aumento de la liquidez global, a la mayor solidez de sus fundamentos económicos y a los diferenciales positivos de rentabilidad que favorecen las nuevas entradas de flujos de capital.

Los mercados emergentes se enfrentan a dilemas cada vez mayores en materia de políticas derivados del sólido crecimiento experimentado, de la abundante liquidez mundial y de las intervenciones competitivas en los tipos de cambios.

Las economías emergentes siguen creciendo con fuerza y Asia se mantiene a la cabeza de la recuperación mundial. Tanto en Asia como en Latinoamérica, la demanda interna privada está sustituyendo a los estímulos inducidos por las políticas adoptadas como fuente principal de la recuperación. En adelante, el crecimiento se desacelerará en Asia a medida que los países traten de controlar el crecimiento crediticio interno, reduciendo así el riesgo de recalentamiento de la economía. Pero la región seguirá siendo el principal contribuyente al crecimiento mundial.

Tanto Asia como Latinoamérica se enfrentan a unos dilemas cada vez mayores en materia de política monetaria y cambiaria, al debatirse entre enfriar la fuerte demanda interna y evitar así las fuertes entradas de capital y mantener su competitividad con respecto a los mercados extranjeros. Algunos países han empezado a introducir medidas administrativas para desalentar la fuerte entrada de flujos de capital mientras que otros países han retrasado la prevista senda de endurecimiento de su política monetaria.

Teniendo en cuenta la falta de flexibilidad de los tipos de cambio en Asia (y en China en particular), Latinoamérica se enfrenta a tener que asumir una parte desproporcionada del ajuste, hasta el punto de que las futuras apreciaciones en los tipos de cambio podrían empezar a constituir un problema para el crecimiento. Por tanto, muchos países de la región están considerando nuevas intervenciones en los mercados cambiarios, aunque la experiencia demuestra que su efectividad es limitada, contribuyendo fundamentalmente a ralentizar la apreciación de los tipos de cambio, pero no a evitarla. Con todo, existe el riesgo de que el aumento de la intervención en los mercados de divisas termine por provocar represalias comerciales. Esto pone de manifiesto la importancia de aplicar una mayor flexibilidad en materia de tipos de cambio en Asia, con vistas a proporcionar un mayor margen de actuación en materia de políticas al resto del mundo.

Previsiones

Cuadro 1

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2008	2009	2010	2011	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11
Actividad Económica												
PIB (miles de millones de dólares)	14.369	14.119	14.585	15.019	14.446	14.579	14.641	14.675	14.793	15.003	15.108	15.171
Crecimiento nominal (%)	2,2	-1,7	3,3	3,0	2,8	3,9	3,7	2,8	2,4	2,9	3,2	3,4
Crecimiento real (%)	0,0	-2,6	2,7	2,3	2,4	3,0	3,0	2,3	1,9	2,1	2,4	2,5
Deflactor del PIB	2,1	1,2	0,6	0,9	0,5	0,8	0,9	0,7	0,6	0,9	0,9	1,0
Consumo personal (var. % real)	-0,3	-1,2	1,5	1,8	0,8	1,7	1,7	1,9	1,8	1,7	1,8	1,7
Consumo gobierno (var. % real)	2,8	1,6	1,0	1,9	1,1	0,6	0,7	1,5	2,3	1,8	1,8	1,8
Inversión fija bruta (var. % real)	-6,4	-18,3	5,3	6,3	-2,0	5,1	8,0	10,3	10,4	6,7	4,6	3,7
Construcción (inversión residencial)	-24,0	-22,9	0,9	3,8	-6,2	4,9	2,2	3,3	7,5	2,2	2,9	2,8
Prod. industrial (var. % real anual)	-3,3	-9,2	5,7	4,6	2,7	7,2	6,5	6,2	5,5	4,7	4,3	3,8
Sector Externo (miles de millones de dólares constantes)												
Balanza comercial	-710	-386	-568	-632	-479,8	-539,2	-576,9	-675,6	-700,6	-594,8	-581,5	-651,6
Exportaciones totales	1.843	1.578	1.861	2.108	1.757,8	1.817,9	1.908,8	1.957,9	2.012,2	2.066,2	2.155,5	2.197,8
Importaciones totales	2.554	1.965	2.428	2.547	2.237,6	2.357,1	2.485,7	2.633,5	2.712,8	2.661,0	2.737,0	2.849,4
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-4,6	-2,7	-3,8	-4,4	-3,1	-3,4	-4,0	-4,8	-5,0	-4,1	-3,9	-4,5
Precios (variación % anual)												
Inflación anual (fin de periodo)	0,1	2,7	0,9	1,1	2,3	1,1	1,1	0,9	1,0	1,6	1,2	1,1
Inflación anual (promedio del periodo)	3,8	-0,4	1,6	1,2	2,4	1,8	1,2	1,0	1,0	1,4	1,3	1,2
Otros Indicadores												
Balance fiscal primario (% del PIB)	-3,2	-10,0	-10,8	-8,9	-	-	-	-10,8				-8,9

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 / Gobierno Corporativo".