

# Situación Global

Tercer Trimestre 2010

## Análisis Económico

- Los efectos del ajuste fiscal sobre el crecimiento de Europa serán menores de lo que se supone en el debate público. Las repercusiones positivas sobre la credibilidad casi compensarán los efectos negativos de la reducción de la demanda del sector público. Por el contrario, los riesgos a medio plazo derivados de posiciones fiscales insostenibles en otras regiones desarrolladas se están subestimando.
- 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, el impacto de un potencial nuevo incremento de las tensiones financieras sería considerable.
- Creciente divergencia en las estrategias de políticas monetaria. La Fed y el BCE retrasarán el retiro de los estímulos monetarios. Por contraposición, en gran parte de Asia y en América Latina ya ha comenzado el aumento de tipos oficiales.
- La economía mundial marcha hacia una desaceleración suave y diferenciada. En China y el resto de Asia, la moderación del crecimiento reducirá los riesgos de recalentamiento. En EEUU la demanda privada permanecerá débil sin el impulso de las políticas económicas. En Europa la confianza se verá negativamente afectada por las consecuencias de la crisis financiera.
- Aunque se han tomado algunas medidas en la dirección correcta, sigue pendiente el reequilibrio global de la demanda y la reducción de los desequilibrios globales.

# Índice

1. Revaluando los riesgos para la economía global.....	3
2. Impacto limitado de la consolidación fiscal europea.....	5
3. Las tensiones financieras disminuyen, pero siguen siendo el principal riesgo.....	9
4. Creciente divergencia en las estrategias de política monetaria .....	13
5. Una leve y heterogénea desaceleración.....	15
6. Tablas.....	18

**Fecha de cierre: 31 de julio de 2010**

# 1. Revaluando los riesgos para la economía global

**Los efectos del ajuste fiscal sobre el crecimiento de Europa serán menores de lo que se supone en el debate público. Las repercusiones positivas sobre la credibilidad casi compensarán los efectos negativos de la reducción de la demanda del sector público. Por el contrario, los riesgos a medio plazo derivados de posiciones 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 al calendario presentado a la CE a principios de 2010. La consolidación fiscal europea tiene que centrarse en el componente 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 sus niveles de deuda. Este es un riesgo a medio plazo que se está subestimando, ya que la experiencia histórica 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 estímulo fiscal.

**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, el impacto derivado de un potencial nuevo incremento de las tensiones financieras sería considerable**

Los riesgos financieros, derivados de los problemas de la deuda soberana, formaron un círculo vicioso que acabó aumentando el riesgo de mercado y secando la liquidez, en especial en Europa. No obstante, el fuerte aumento de las tensiones financieras en Europa durante el segundo trimestre está empezando a remitir (véase el gráfico 1). La publicación de los resultados de las pruebas de estrés en Europa (stress test) ha tenido el efecto positivo de rebajar las tensiones, si bien ha habido diferencias evidentes entre los distintos países. La publicación de los resultados de las pruebas de estrés en Europa ha tenido efectos positivos al rebajar las tensiones, si bien ha habido diferencias evidentes entre los distintos países. En particular, puede que sirva como revulsivo para eliminar la incertidumbre existente en torno al sistema financiero español, ya que la implementación de las pruebas ha sido rigurosa y los resultados parecen creíbles y son muy informativos. Sin duda alguna, el riesgo para Europa y la economía mundial derivado de los mercados financieros sigue siendo la principal fuente de preocupación, pues si bien disminuyen los riesgos, el impacto derivado de un potencial nuevo incremento de las tensiones financieras sería considerable.

**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 aumento de tipos oficiales**

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 inflacionistas en ambas áreas seguirán controladas, lo que les permitirá mantener políticas monetarias laxas. 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 de deflación. 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 en algunos países— e impedirá que se produzcan posibles presiones en Sudamérica a finales de año. Una importante excepción es el Banco de México, que posiblemente mantendrá los tipos de interés hasta el segundo trimestre de 2011.

**La economía mundial marcha hacia una desaceleración suave y diferenciada. En China y el resto de Asia, la moderación del crecimiento reducirá los riesgos de recalentamiento. Sin embargo, en EEUU la demanda privada permanecerá débil sin el impulso de las políticas económicas, mientras 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, la economía global se desacelerará levemente en 2011 (véase el gráfico 2). La gravedad de las tensiones financieras en Europa 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 la moderación de algunos indicadores de actividad demuestran que las medidas de ajuste de las autoridades están siendo eficaces para dirigir la economía hacia una suave desaceleración en el segundo semestre. La actividad económica también se desacelerará en América Latina durante 2011, aunque manteniendo un crecimiento robusto. En este contexto, las divergencias seguirán ampliándose entre las economías avanzadas y emergentes, y también dentro de cada uno de estos grupos.

Gráfico 1

**Índice de Tensiones Financieras\***

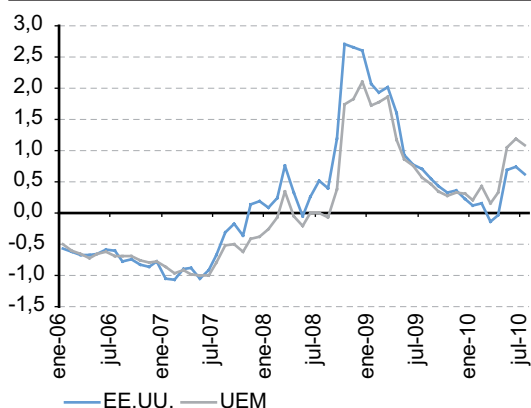
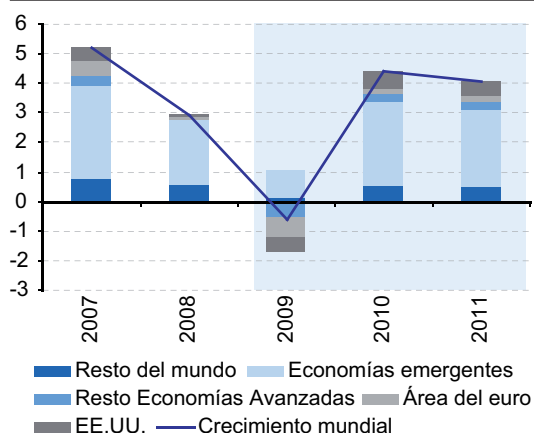


Gráfico 2

**Contribuciones al crecimiento global**



\* 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

Fuente: BBVA Research y FMI

**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 elevar 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 comercializables. 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. Impacto limitado de la consolidación fiscal europea

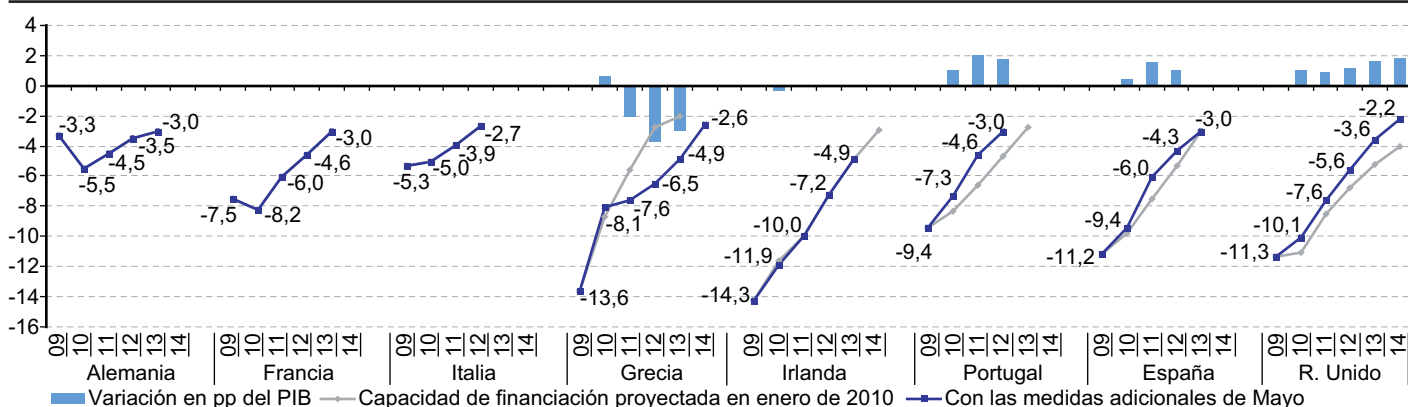
Uno de los canales más importantes a través de los cuales la crisis financiera ha afectado a la economía europea ha sido la pérdida de confianza, por lo que un requisito previo para restablecer dicha confianza es la prudencia fiscal, a la vista del elevado déficit público experimentado en muchos de estos países. Los planes de consolidación en Europa se están implementando según los plazos presentados a la CE a principios de 2010, y necesitan centrarse en el componente estructural

En un contexto, de déficits fiscales nunca vistos fuera de periodos de guerra, se han puesto de relieve los temores de que se produzca una situación insostenible en materia fiscal, aumentando el riesgo soberano y minando la confianza en la salud de las entidades financieras que se sospecha que puedan tener cantidades significativas de activos soberanos. Esto ha provocado que muchos de estos países hayan diseñado e implantado planes de consolidación fiscal antes de que se haya completado la recuperación, para restablecer la confianza del mercado.

Estos planes de consolidación ya se habían presentado a la Comisión Europea a finales de 2009. El objetivo que perseguían era reducir el déficit a niveles inferiores al 3% para el año 2013 ó 2014, pero retrasando el grueso del ajuste más allá de finales de 2010 (gráfico 3). Desde el inicio de la crisis soberana, dos de los países más afectados por la falta de confianza de los mercados (España y Portugal) han anunciado medidas adicionales para adelantar el ajuste, mientras que el Reino Unido ha presentado un programa completamente nuevo tras las elecciones de mayo que también conlleva un ajuste más rápido –algo muy necesario, teniendo en cuenta que los planes anteriores presentados a Bruselas no lograban un objetivo por debajo del 3% ni siquiera para 2014. En el caso de Grecia, las medidas de consolidación han sido distribuidas a lo largo de un horizonte temporal más amplio en el contexto del programa del FMI/CE/BCE, aportando por tanto una mayor credibilidad que el ajuste excesivamente reducido previsto en el plan original presentado por el gobierno griego. En el caso de otros países, a pesar de la oleada de noticias de los últimos meses sobre la consolidación fiscal, las sendas de reducción del déficit siguen siendo las mismas, y se han anunciado algunos detalles sobre las medidas específicas que se adoptarán, especialmente de cara al presupuesto de 2011. La realidad es que para las principales economías de la Eurozona, el ajuste no comenzará hasta 2011, mientras que para aquellos países con unos puntos de partida más debilitados, las medidas de reducción del déficit ya han empezado.

Gráfico 3

### Europa: Planes de reducción del déficit fiscal



Nota: Planes de los gobiernos nacionales remitidos a la CE en enero de 2010, y anunciados en mayo y junio. Las cifras del Reino Unido hacen referencia al déficit del Tratado.

Fuente: BBVA Research y CE.

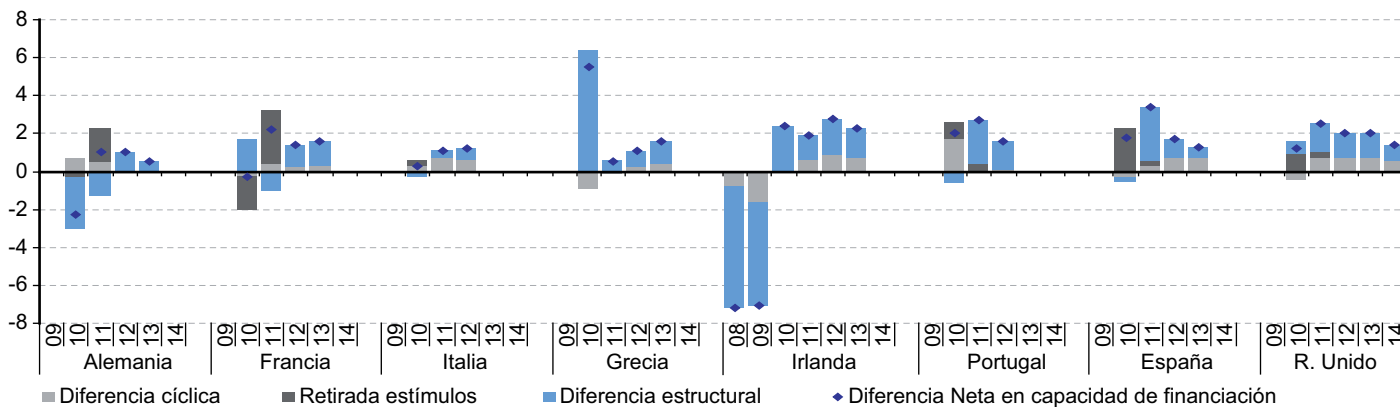
Los planes de estímulo fiscal aprobados a finales de 2008 e implantados durante el pasado año y medio han conllevado, por sí solos, un aumento del déficit público que, en principio, era asumible: el tamaño de los programas de estímulo en todos los países europeos han sido inferiores al 2% del PIB y el deterioro cíclico de las cuentas públicas ha aumentado el déficit en líneas generales en no más de 2 puntos porcentuales del PIB. Sin embargo, se ha producido un deterioro adicional del déficit estructural, debido fundamentalmente a la pérdida permanente de ingresos derivada del estallido de las burbujas de los precios de algunos activos. Esto se ha traducido en déficits muy elevados en varios países del sur de Europa, así como en Irlanda y el Reino Unido. El hecho de que una parte significativa del aumento del



déficit fiscal pueda atribuirse al aumento del déficit estructural exige unos planes de consolidación que se centren en el ámbito estructural. Y eso es precisamente lo que prevén los planes presentados a la CE (véase el gráfico 4). No obstante, tal y como hemos indicado anteriormente, la mayor parte de los planes de consolidación siguen sin aportar detalles fundamentales sobre cómo se llevará a cabo este ajuste estructural, especialmente después de 2011, lo cual pone en riesgo la credibilidad de dichos planes.

Gráfico 4

**Europa: Tamaño y composición de la consolidación fiscal: variación interanual**



Fuente: BBVA Research y CE

**El ajuste previsto es rápido y orientado hacia la reducción del gasto, lo cual impulsará la confianza y compensará prácticamente en su totalidad el efecto negativo que la reducción de la demanda del sector público pueda tener en el crecimiento. Por tanto, siempre y cuando se mantenga la determinación prevista sobre la consolidación fiscal, el impacto sobre la actividad económica en Europa será limitado y transitorio**

La consolidación fiscal terminará teniendo un impacto limitado sobre el crecimiento económico si se acompaña de las políticas adecuadas y si la incertidumbre que actualmente afecta a los mercados financieros internacionales remite de manera significativa. En concreto, la evidencia empírica muestra que, tras un decidido programa de consolidación fiscal algunos países incluso experimentaron un mayor crecimiento económico gracias a que el aumento de la demanda privada superó con creces la caída del consumo público. El efecto positivo sobre la riqueza y la renovada confianza suelen ser mayores cuando el proceso de consolidación fiscal (i) se percibe como un “cambio de régimen”, esto es, cuando se ve acompañado de una serie de reformas estructurales destinadas a impulsar el crecimiento económico y, por tanto, la sostenibilidad fiscal; (ii) se basa en gran medida en la reducción del gasto público, más que en el aumento de los ingresos (y por tanto, evita las distorsiones asociadas al aumento de la fiscalidad); (iii) es significativo y se percibe como permanente, aumentado así la credibilidad, por ejemplo, al centrarse en recortes del gasto, incluir legislación que cree objetivos vinculantes durante varios años y fortalecer las instituciones fiscales, y (iv) se lleva a cabo en una economía que ha alcanzado niveles extremos de inestabilidad macroeconómica, por ejemplo, debido al aumento de los niveles de deuda pública o a las dificultades de balanza de pagos.

Es importante destacar que los planes aprobados hasta ahora en Europa, a pesar de que carecen de un sólido nivel de detalle (especialmente de 2012 en adelante) se basan fundamentalmente en los recortes del gasto, especialmente en Alemania, Italia e Irlanda (véanse los gráficos 5 y 6). En otros países, en parte debido a los mayores esfuerzos que se necesitan, también se han aprobado o se han previsto medidas tributarias, como es el caso de Portugal, España o especialmente Grecia. Francia cuenta con una combinación de ambos tipos de medidas, mientras que el Reino Unido ha aprobado un aumento de impuestos para 2011 y ha dejado una gran parte de las cuestiones más difíciles de recortes de gastos a partir de 2012. En todos los casos, debe tenerse en cuenta que los planes fiscales a partir de 2011 son sólo propósitos de intención, y la mayor parte de ellos aún deben explicarse en detalle y han de ser aprobados, lo cual implica que podrían estar sujetos a cambios significativos en los próximos años.

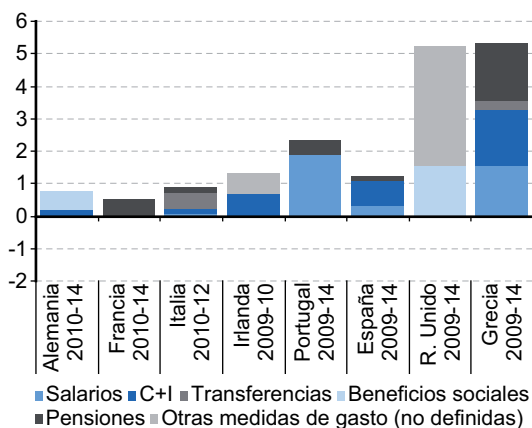
En relación con los efectos a corto y largo plazo que puedan ocasionar los programas de reducción del déficit sobre la actividad económica, el gráfico 7 muestra que el menor crecimiento que pueda suponer la reducción del déficit primario ajustado por el ciclo se ve atenuado (llegando incluso a invertir su tendencia a largo plazo) cuando dicha reducción se lleva a cabo en el contexto de un programa de consolidación (definido como una reducción del déficit de al menos 1% del PIB). Asimismo, los efectos beneficiosos

de una consolidación fiscal son mayores cuando se parte de un elevado nivel de deuda pública, tal y como hemos expuesto anteriormente. Los casos de reformas fiscales llevadas a cabo en Irlanda (1985-1989), Dinamarca (1983-1986) y España (1993-1999) son buenos ejemplos de cómo un ajuste fiscal creíble acompañado de una mejora del entorno macroeconómico puede dar como resultado que el aumento del consumo privado y la inversión -ambos como resultado de la mejora de las expectativas- y las exportaciones netas pueden compensar con mucho la caída del gasto público y, por tanto, tener un impacto positivo en el crecimiento, incluso a corto plazo.

En definitiva, el hecho de que en la mayoría de países el ajuste será rápido y significativo (véase el gráfico 3), orientado más hacia la reducción del gasto que hacia la subida de impuestos (gráfico 5 y 6) y -en algunos países- se verá acompañado de reformas estructurales, muestra que las autoridades económicas han asimilado las lecciones del pasado. Estas características de los planes de ajuste aumentan las posibilidades de éxito y minimizan su impacto a largo plazo en el crecimiento económico. Por tanto, esperamos que el efecto de la consolidación fiscal en Europa sea limitado y transitorio, mucho menos de lo supuesto habitualmente.

Gráfico 5

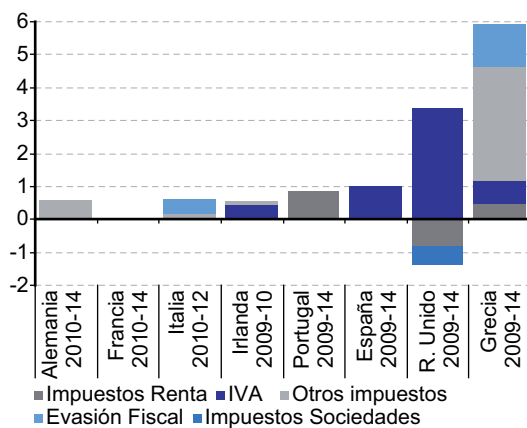
**Medidas de gasto en % del PIB**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6

**Medidas de ingresos en % del PIB**



Fuente: BBVA Research

**Por otro lado, otras economías avanzadas, en las que los impulsos fiscales han sido significativos y los niveles de deuda han aumentado a un ritmo parecido al de Europa, están actuando de forma relativamente lenta a la hora de reducir el déficit y estabilizar sus niveles de deuda**

En el caso específico de Estados Unidos, el déficit fiscal como porcentaje del PIB alcanzará un máximo de 10,7% en 2010. Posteriormente, se espera que esta diferencia se reduzca pero el ratio seguirá siendo elevado en comparación con Europa (véase el gráfico 8). Una recuperación lenta lastrará la recaudación fiscal dado que el aumento del desempleo conllevará una reducción de los ingresos en concepto de impuestos sobre la renta. Por su parte, un entorno económico debilitado conllevará que el Gobierno tenga que mantener su gasto en unos niveles relativamente elevados. De hecho, el gasto público como porcentaje del PIB seguirá situándose en un 25% en 2010 y 2011, uno de los niveles más elevados de la historia de Estados Unidos.

No obstante, los riesgos asociados a esta previsión están sesgados a la baja. Por otro lado, una tasa de desempleo excesivamente elevada retrasará el repunte previsto de los ingresos públicos, incrementando la probabilidad de que se tengan que ampliar los recortes fiscales. De hecho, a mediados de julio se ampliaron las prestaciones por desempleo. Un segundo factor tiene que ver con las dificultades fiscales experimentadas por las economías de algunos Estados, entre los que se incluyen California e Illinois. Se espera que muchos Estados experimenten fuertes déficits en sus presupuestos de los próximos años a medida que vayan finalizando los programas federales de estímulo fiscal. Dado que los Estados están obligados al equilibrio presupuestario, la falta de fondos federales les obligará a reducir los recursos destinados a escuelas, hospitales e infraestructuras públicas. Por tanto, el Gobierno federal podría terminar inyectando más dinero en las economías de los Estados para aliviar la crisis.

**Se trata de un riesgo a medio plazo que está siendo infravalorado, ya que la experiencia demuestra que los efectos de una política fiscal laxa sobre los tipos de interés son altamente no lineales, y existe el riesgo de que, en algún momento difícil de predecir, se produzca una subida repentina de tipos de interés a largo plazo y que la demanda privada se vea gravemente afectada; justo el efecto contrario al que persiguen los paquetes de estímulo fiscal**

Existen tres canales principales mediante los cuales el aumento del déficit presupuestario podría incrementar los tipos de interés a largo plazo. En primer lugar, unos niveles de deuda pública muy elevados y al alza pueden terminar aumentando las expectativas de inflación, provocando un incremento de los rendimientos nominales de los bonos. Además de esto, el aumento de la presión sobre los bancos centrales para que asuma unos déficits fiscales superiores podría aumentar la prima de riesgo de inflación, empujando los tipos de interés al alza aún más.

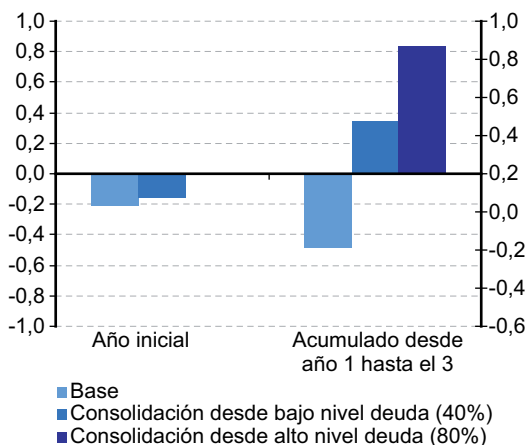
En segundo lugar, el ahorro nacional se reduce, lo cual da como resultado una ausencia de financiación disponible para satisfacer las necesidades de inversión, lo cual, a su vez, obliga a que se ajusten al alza los tipos de interés reales. Obviamente, parte de este efecto –en concreto el desplazamiento de la inversión– podría verse mitigado a través de las entradas de capital, y en el caso de las economías desarrolladas esto se traduce en una mayor dependencia de los ahorros procedentes de las economías de los mercados emergentes. El tercer canal es la prima de riesgo soberano, esto es, un aumento del riesgo de impago en la deuda pública, es especial cuando se espera que los elevados niveles de deuda generen una constante presión sobre la financiación de los Estados.

Los tipos de interés reales en todo el mundo han permanecido en niveles bajos desde hace ya algún tiempo debido a una serie de factores: (i) un aumento del ahorro en todo el mundo; (ii) una débil demanda de inversión por parte del sector privado; (iii) un aumento de la demanda de deuda pública por parte de los bancos debido a los cambios en la regulación, y (iv) el crecimiento continuo de las reservas de divisas invertidas en deuda soberana. Todos estos factores han mitigado el impacto del aumento de la deuda pública sobre los tipos de interés a largo plazo. Las expectativas de inflación en Estados Unidos y en la zona euro siguen siendo bajas, lo cual sugiere que los inversores no están especialmente preocupados por el riesgo de inflación. Sin embargo, la prima de riesgo se basa en las expectativas del mercado sobre la capacidad de los gobiernos para devolver su deuda en el futuro, y la evidencia histórica generalmente indica que su efecto en los tipos de interés tiene un impacto altamente no lineal, propenso al contagio y potencialmente comportado como profecías que se autocumplen si los inversores se muestran reticentes a refinanciar la deuda existente. La relación no lineal entre las variaciones de la deuda pública y los tipos de interés resulta aún más fuerte a medida que la deuda del país aumenta por encima de un determinado umbral. Por tanto, un entorno de mercado aparentemente benigno puede dar un giro con gran rapidez a medida que un país se acerca a su techo de deuda y hasta Estados Unidos puede llegar a esa situación si no estabiliza su deuda pública.

De hecho, los resultados que se desprenden de una serie de estudios empíricos indican que, en el caso de Estados Unidos, un aumento de 1 punto porcentual en el déficit presupuestario previsto con respecto al ratio del PIB incrementa los rendimientos nominales de los bonos a largo plazo en torno a unos 25 puntos básicos. En términos del ratio de deuda sobre PIB, un incremento de un punto porcentual en este ratio aumenta los rendimientos de los bonos en 3-4 puntos básicos. Este último resultado sugiere que el incremento proyectado de en torno a 40 puntos porcentuales en el ratio de deuda sobre PIB de Estados Unidos de 2007 a 2015 se traduciría en último término en un aumento de 1-1,5 puntos porcentuales en los tipos de interés a largo plazo, con unos efectos adversos significativos en la demanda del sector privado.

Gráfico 7

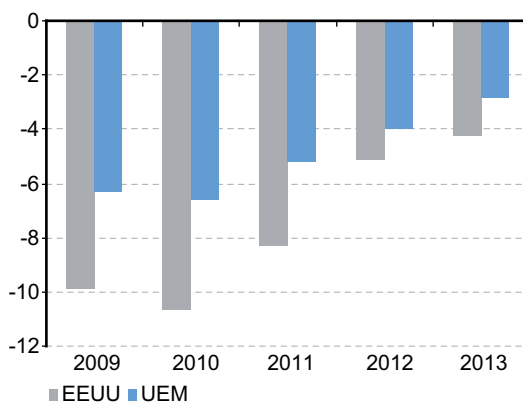
**Respuesta del crecimiento a un aumento del superávit primario (ajustado por el ciclo) de 1% del PIB**



\* Coeficientes de una regresión basada en una muestra de 15 países europeos en el periodo 1970-2010, incluidos 63 episodios de consolidación, definidos como aquellos años en los que el déficit primario ajustado cíclicamente se redujo en al menos un 1% del PIB.  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 8

**EE. UU. vs UEM: Sendas de déficit fiscal**



Fuente: BBVA Research



### 3. Las tensiones financieras disminuyen, pero siguen siendo el principal riesgo

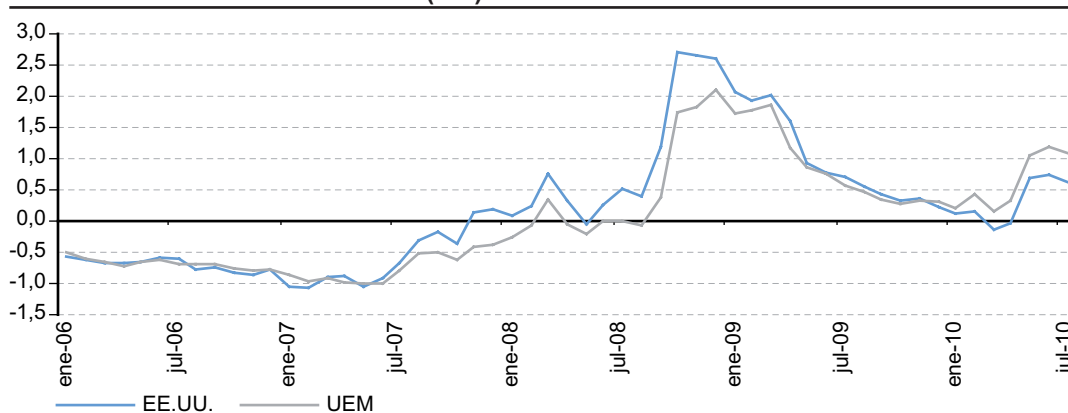
**Los riesgos financieros, derivados de los problemas de la deuda soberana, formaron un círculo vicioso que acabó aumentando el riesgo de mercado y secando la liquidez, en especial en Europa. No obstante, el fuerte aumento de las tensiones financieras en Europa durante el segundo trimestre está empezando a remitir**

La revaluación del riesgo soberano en la zona euro se tradujo en un aumento de las tensiones en los mercados financieros durante la mayor parte del segundo trimestre. En parte, las presiones soportadas por los mercados de deuda pública reflejaban las importantes necesidades de refinanciación y, a su vez, estas presiones conllevaban unos posibles efectos colaterales para las entidades financieras, a través de la exposición de los bancos europeos a la deuda soberana (no sólo doméstica). Por el contrario, el impacto que provocaba en los balances de los gobiernos la potencial necesidad de tener que rescatar a los bancos más débiles provocaba también efectos de arrastre procedentes de las tensiones en el sector financiero sobre los problemas de la deuda pública. Estos dos tipos de efectos de arrastre aumentaron el riesgo de que las dificultades en el sector financiero y en el sector soberano se alimentaran las unas a las otras, lo que se vio reflejado en la fuerte correlación entre los movimientos experimentados por los CDS soberanos y los de los bancos desde principios de año. Las exposiciones transfronterizas de los bancos son los canales a través de los cuales las tensiones en algunos países europeos se comenzaron a transmitir a otros sistemas bancarios en Europa y –en menor medida– más allá de las fronteras europeas.

El aumento de la tensión en los mercados financieros se ha circunscrito fundamentalmente a Europa, con un contagio reducido sobre otras regiones. Nuestro Índice de tensiones Financieras (ITF) mostrado en el gráfico 9 muestra que el nivel de tensiones es mucho mayor en Europa que en Estados Unidos pero, al mismo tiempo, ha permanecido por debajo de los niveles extremos de estrés experimentados tras la quiebra de Lehman Brothers en 2008. Dado que el ITF es un indicador agregado de tensiones en siete segmentos del mercado financiero, también podemos examinar en detalle dónde se han concentrado las tensiones en esta ocasión. La Tabla 10 muestra que las tensiones actuales se han concentrado fundamentalmente en los mercados de crédito financiero y soberano de Europa, a diferencia de la crisis experimentada en 2007-8, en la que apenas hubo dificultades soberanas –ni siquiera en Europa– y en la que los problemas generalizados de liquidez fueron también mucho más importantes, especialmente antes de que se adoptaran medidas decisivas y relativamente coordinadas por parte de los principales bancos centrales.

Gráfico 9

#### Índice de Tensiones Financieras (ITF)\*



\* 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

Gráfico 10

**Nivel de tensión en cada componente del ITF**

	EE.UU.			UEM		
	2007	2008	2010	2007	2008	2010
Crédito Soberano	Bajo	Medio	Medio	Bajo	Medio	Alto
Crédito Corporativo	Medio	Extremo	Medio	Medio	Extremo	Medio
Crédito Ent. Financieras	Medio	Extremo	Medio	Medio	Alto	Alto
Liquidez	Alto	Extremo	Bajo	Medio	Extremo	Bajo
Volatilidad Bolsa	Medio	Extremo	Medio	Medio	Extremo	Medio
Volat. Tipo de Interés	Bajo	Alto	Medio	Bajo	Alto	Alto
Volat. Tipo de Cambio	Bajo	Extremo	Medio	Bajo	Extremo	Medio
<b>Total (ITF)</b>	<b>Medio</b>	<b>Extremo</b>	<b>Medio</b>	<b>Medio</b>	<b>Extremo</b>	<b>Alto</b>

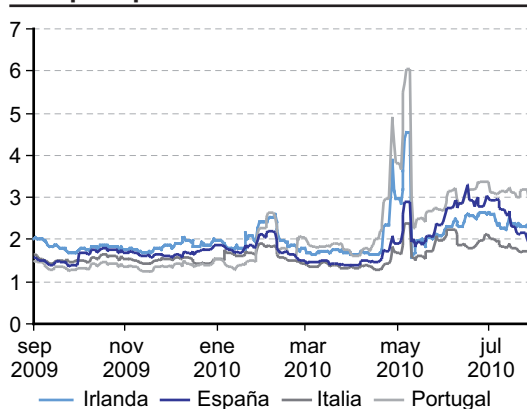
Fuente: BBVA Research

Existen tres factores adicionales que apuntan al hecho de que esta última crisis no se ha convertido en un evento sistémico, y recuerda más a la crisis de 2007 que al episodio de Lehman de 2008. En primer lugar, el grado de apalancamiento en el sector financiero es actualmente mucho menor que en 2008, lo cual implica un menor riesgo de contagio y de ventas forzadas. En segundo lugar, las correlaciones cruzadas en los mercados financieros (especialmente en los instrumentos de crédito, un buen indicador de qué tan sistémicas son las tensiones financieras) son mucho menores que tras la crisis de 2008. Finalmente, el efecto en los mercados emergentes ha sido bastante limitado, tanto en términos de precios –los diferenciales han aumentado tan sólo ligeramente, mucho menos que en 2008– como de flujos de capitales, en los que las reversiones han sido parciales e inferiores a las experimentadas durante el aumento de las tensiones en 2007 ó 2008. De hecho, los países emergentes se han enfrentado a la incertidumbre de si las tensiones en Europa reducían la disposición de los inversores extranjeros a apostar por la región –debido a un aumento generalizado de la aversión al riesgo– o si se retomaban los flujos de inversión hacia los mercados emergentes como alternativa a los mercados más volátiles de los países de la periferia europea. En adelante, esto se traducirá en un aumento de la volatilidad de los flujos de capital dirigidos a las economías emergentes en torno a una tendencia general al alza.

A partir de julio, las tensiones financieras han remitido ligeramente en la zona euro (gráfico 9) y especialmente en España (gráfico 11), a medida que los mercados de capital se vuelven a abrir parcialmente en el caso de los países de la periferia europea y de las empresas financieras europeas (gráfico 12) y al tiempo que los resultados de las pruebas de estrés son bien recibidos por los mercados.

Gráfico 11

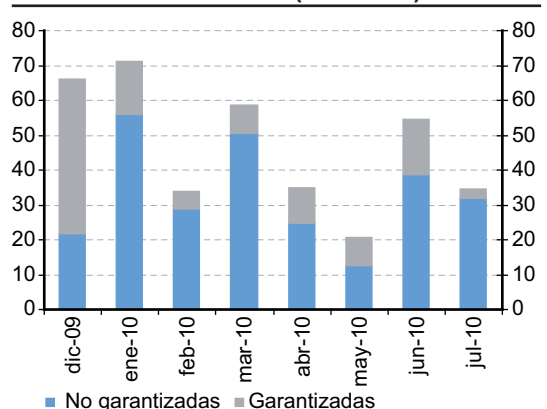
**Europa: tipo de interés soberano a 2 años**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 12

**Emisión de deuda por parte de los bancos de la UEM (mm EUR)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

**La publicación de los resultados de las pruebas de estrés en Europa ha tenido efectos positivos al rebajar las tensiones, si bien ha habido diferencias evidentes entre los distintos países. En particular, puede que sirva como revulsivo para eliminar la incertidumbre existente en torno al sistema financiero español, ya que la implementación de las pruebas ha sido rigurosa y los resultados parecen creíbles y son muy informativos**

Dado que España y los países periféricos de Europa se han situado en el centro del desarrollo de la crisis financiera, es importante que se tomen medidas decisivas en la dirección adecuada. Aparte de embarcarse en un proceso inmediato de consolidación fiscal, en España se están produciendo avances en cuanto a la reforma del mercado laboral y en la reestructuración del sistema financiero, especialmente en entidades no cotizadas, reduciendo en cierta medida los obstáculos para su recapitalización. Pero, sin lugar a dudas, el factor más importante ha sido la publicación a finales de julio de los resultados de las pruebas de estrés en toda Europa, destinadas a aumentar la transparencia y reducir la incertidumbre sobre la exposición individual de cada banco, incluida la exposición a la deuda soberana.

Las pruebas de estrés han aportado una diferenciación positiva a España –en comparación con otros países de la UE– que contribuirá a restablecer la confianza en su sistema financiero y a reducir las tensiones de los mercados. Existen cuatro elementos fundamentales que generan esta diferenciación positiva. En primer lugar, el escenario macroeconómico es, en general, robusto y lo suficientemente detallado como para ser creíble. De hecho, el escenario macro es severo, en línea con el desarrollado en Estados Unidos. La caída acumulada de PIB europeo antes de las pruebas de estrés es mayor que en Estados Unidos. Sin embargo, el impulso cíclico es claramente distinto en ambos ejercicios: en la actualidad, la economía global se enfrenta a una fase de recuperación, lo cual impide que la caída adicional del PIB en la UE sea más agresiva. Además, las pruebas de estrés desarrolladas en Europa incluyen un impacto específico adicional en la curva de rendimientos, basado en la crisis de la deuda soberana, que da como resultado un escenario más adverso. El escenario es claramente más severo para España, en donde la caída general del PIB es ligeramente superior a la caída total considerada en Estados Unidos, e incluye un ajuste significativo en el sector inmobiliario –mucho mayor que en otros países y con una mayor rapidez y alcance que en el promedio de las burbujas inmobiliarias anteriores.

El segundo elemento en esta diferenciación favorable para España se refiere a las estimaciones de márgenes. Se trata de una cuestión fundamental en este ejercicio ya que existe un alto componente de discreción en su evaluación, que ha provocado importantes diferencias entre países. De hecho, en el sistema financiero español, los márgenes se reducen un 18%, una hipótesis severa en línea con nuestras estimaciones, mientras que en países como Francia aumentan un 6% y en Alemania permanecen relativamente estables (véase el gráfico 13). La adopción de un enfoque más riguroso en España puede explicar estas diferencias, lo cual debería servir para disipar las preocupaciones de los mercados sobre las necesidades de capital de las entidades financieras españolas.

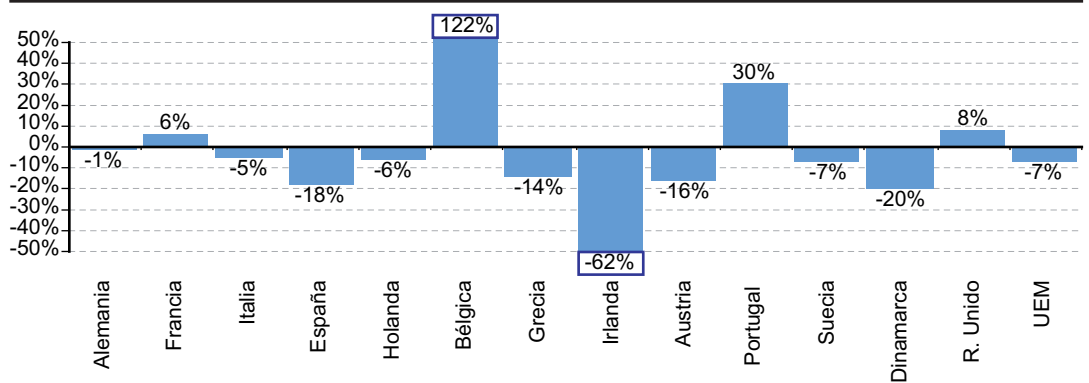
En tercer lugar, el alcance del ejercicio llevado a cabo en España es mayor que en otros países, al cubrir prácticamente el 100% del sistema financiero, que explica por qué es el país que presenta mayores pérdidas potenciales en el sistema financiero –lo cual no es una señal de debilidad sino de mayor transparencia.

El cuarto elemento es la mayor diferenciación existente en España entre entidades, en donde las cajas de ahorro muestran unos menores márgenes y mayores deterioros de valor y pérdidas que los bancos comerciales.

En definitiva, las necesidades de capital en España se pueden asumir y las pérdidas y márgenes son razonables, lo cual refuerza la solvencia del sistema financiero español.

Gráfico 13

**Pruebas de estrés:  
Márgenes de explotación - variación anual media entre 2010-2011 y 2009**



Fuente: BBVA Research y CEBS

**Sin duda alguna, el riesgo para Europa y la economía mundial derivado de los mercados financieros sigue siendo la principal fuente de preocupación, pues si bien disminuyen los riesgos, el impacto derivado de un potencial nuevo incremento de las tensiones financieras sería considerable**

A pesar de que las tensiones de los mercados financieros se han reducido ligeramente durante el mes de julio, la posibilidad de que las dificultades fiscales y las tensiones del sector financiero fomen un círculo vicioso que provoque efectos adversos en ambos ámbitos sigue siendo elevado. Esta confluencia del riesgo soberano y el riesgo bancario podría extenderse rápidamente a la actividad económica a través de nuevas restricciones en la financiación al sector privado o incluso en recortes fiscales adicionales para tratar de restablecer la confianza. Asimismo, las tensiones pueden ser potencialmente transmitidas a otras regiones a través de las pérdidas derivadas del deterioro de los activos y la incertidumbre generalizada sobre el grado de exposición que puedan tener las entidades financieras a dichos activos deteriorados. Éste sería un escenario con un coste muy elevado que debe evitarse avanzando de forma decidida en la consolidación fiscal y en la reestructuración del sector financiero.

## 4. Creciente divergencia en las estrategias de política monetaria

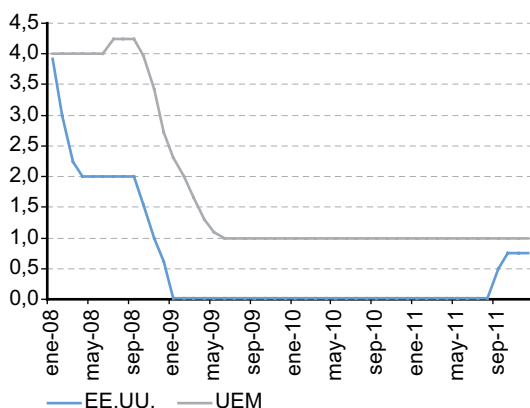
**La crisis financiera en Europa y la incertidumbre en torno a la velocidad de la recuperación en EE.UU. llevará a los bancos centrales de ambas regiones a posponer sus primeras subidas de tipos y mantener unas políticas de tipos muy bajas durante un período más prolongado. Las presiones inflacionistas en ambas zonas seguirán siendo débiles, lo que les permitirá mantener unas políticas monetarias laxas**

Cada vez está más claro que persistirá una importante debilidad en la economía estadounidense cuando el crecimiento se relaje en el segundo semestre de 2010. El consumo se frenará arrastrado por la debilidad del mercado laboral y su dependencia del soporte ofrecido por las políticas fiscales, en el contexto del proceso de desapalancamiento de los hogares aún en marcha. Además, las exigentes condiciones crediticias pasarán factura a la inversión. Por tanto, hemos aplazado hasta fin de 2011 la fecha en la que pensamos que se producirá la primera subida de tipos y esperamos unas subidas graduales después de esa fecha (véase el gráfico 14). Las últimas declaraciones de Bernanke han confirmado que la Reserva Federal ve un incremento creciente de los riesgos y está adoptando un enfoque mucho más prudente. La persistencia de unas elevadas tasas de desempleo sigue siendo una de las máximas preocupaciones de este organismo y ése es uno de los principales motivos por los que va a conservar los tipos a un nivel bajo durante algo más de tiempo, dado que el nivel elevado de capacidad ociosa va a mantener las expectativas de inflación ancladas en el medio plazo y la inflación subyacente bajo control en 2012. Adicionalmente, los riesgos que han surgido como consecuencia de los problemas de deuda soberana en la UE han añadido un importante factor de incertidumbre en los mercados financieros y las perspectivas económicas. De hecho, es muy probable que la Reserva Federal pueda volver a poner en marcha medidas de expansión monetaria si se agravan los riesgos. Los mercados también descuentan este retraso en la normalización de la política monetaria estadounidense y cuentan con que las subidas de tipos por parte de la Reserva Federal se pospondrán aún más en el tiempo.

Por supuesto, la elevada incertidumbre en torno a la resolución de la crisis de la deuda europea ha tenido un gran impacto en el BCE. Aunque en el mes de julio las tensiones financieras han cedido algo en la eurozona, las incertidumbres siguen siendo muy elevadas y el crecimiento será débil a medio plazo, por lo que el BCE mantendrá su tipo de interés oficial a unos niveles históricamente bajos al menos hasta que finalice 2011.

Gráfico 14

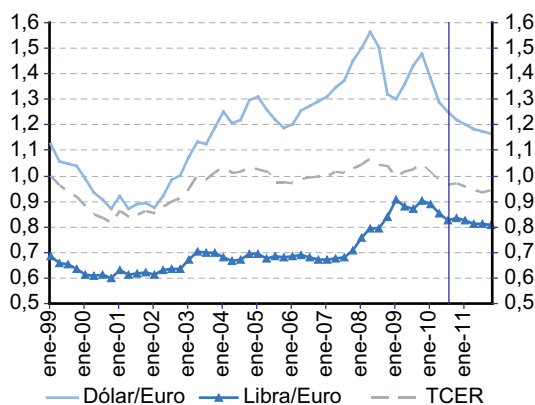
**Tipos de interés oficiales en EE.UU. y la UEM**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 15

**Tipos de cambio del euro**



Fuente: Datastream y BBVA Research

**Sin embargo, una recuperación más rápida en EE.UU. hará que la salida monetaria se produzca antes que en Europa y ambos factores presionarán a la baja al euro**

Dado que las perspectivas de crecimiento son mejores para EE.UU. que para la zona del euro y puesto que los riesgos financieros son más elevados en la UEM, la normalización de la política monetaria se producirá antes en EE.UU. Como consecuencia de ello, los tipos de interés y los diferenciales de crecimiento van a pesar cada vez más sobre el euro. Además, la puesta en marcha anticipada del



proceso de consolidación fiscal por parte de la eurozona, también tenderá a debilitar la divisa común. Por otra parte, el euro sigue por encima de su nivel de equilibrio a largo plazo. Todos estos factores ejercerán una continua presión sobre el euro haciendo que pierda valor frente al dólar, alcanzando el nivel de 1,21 USD/EUR a finales de 2010 (véase el gráfico 15).

**Aunque los dos bancos centrales demorarán el endurecimiento de sus políticas monetarias, la comunicación y la evaluación de los riesgos sigue diferenciando a ambas organizaciones, limitando la capacidad relativa de reacción del BCE, especialmente ante los riesgos de deflación**

La implementación por parte del BCE de su mandato de mantener la estabilidad de precios presenta algunos inconvenientes vinculados a su evaluación asimétrica de los riesgos inflacionistas y su estrategia de comunicación. Estas deficiencias para hacer frente a algunos riesgos - especialmente los vinculados a las presiones deflacionistas - se han hecho más patentes con la aparición de la crisis financiera. En primer lugar, el BCE parece más reacio a admitir los riesgos deflacionistas que los inflacionistas y, por tanto, es menos flexible que la Reserva Federal a la hora de enfrentarse a escenarios de debilitamiento de la actividad económica y reducción de la inflación. A diferencia de la Reserva Federal, no ha fijado abiertamente unos tipos de interés muy cercanos a cero ni ha utilizado explícitamente políticas monetarias no convencionales para bajar los tipos más allá del impacto derivado de un tipo oficial reducido. En lo que respecta a la comunicación, el BCE no ha logrado comunicar el mensaje de tipos "muy bajos durante mucho tiempo" a los mercados ni el objetivo real de la compra de activos y otras herramientas para promover la liquidez, es decir, bajar la curva de tipos más allá de lo que permite el límite del cero para los tipos oficiales. De cara al futuro, estas diferencias entre el BCE y la Reserva Federal implicarán unos mayores riesgos deflacionistas en la eurozona respecto a EE.UU.

**Por otra parte, en las economías emergentes, las políticas monetarias se están volviendo a endurecer tras un período de pausa (sobre todo en Asia) a la luz de la crisis de la deuda europea. Esto contribuirá a prevenir las presiones inflacionistas en Asia - donde estaban empezando a surgir en algunos países - e impedirá que se desarrollen posibles presiones más adelante este año en Sudamérica. Una excepción importante es el Banco de México, que probablemente mantenga sus tipos hasta el segundo trimestre de 2011**

En general, los países emergentes se han mantenido relativamente aislados de las tensiones financieras europeas, pero ciertas señales de contagio a finales de mayo y principios de junio llevaron a algunos bancos centrales a posponer o ralentizar su ciclo de endurecimiento de las políticas monetarias. Sin embargo, los últimos datos apuntan hacia un sólido crecimiento en muchos países, especialmente en Asia, donde han surgido presiones inflacionistas en algunos de ellos, impulsando la reactivación del endurecimiento de las políticas monetarias tal y como demuestra la reciente subida del tipo oficial en la India. China parece ir por buen camino para conseguir un "aterrizaje suave" de su economía ya que las recientes medidas restrictivas por parte de las autoridades parecen haber logrado frenar el rápido crecimiento del crédito y contener las burbujas inmobiliarias. En Sudamérica, a pesar de la decisión del banco central de Brasil de subir su tipo oficial 50 pb en lugar de los 75 pb previstos, la región se encuentra en general inmersa en un rápido cambio del tono de sus políticas monetarias, que sigue siendo muy acomodaticia. Con la desaparición de las tensiones financieras en Europa, se espera otro ciclo de endurecimiento de las políticas monetarias en estas economías emergentes con altas tasas de crecimiento. La excepción será el Banco de México, que mantendrá sus tipos de interés al menos hasta el segundo trimestre del año próximo. Incluso si la inflación repunta en los últimos meses de este año, ésta se mantendrá dentro de los niveles previstos por Banxico y las expectativas de inflación a largo plazo siguen estando ancladas.

## 5. Una leve y heterogénea desaceleración

**El contagio de la crisis financiera europea a otras zonas geográficas ha sido relativamente limitado. No obstante, la economía global se desacelerará en 2011**

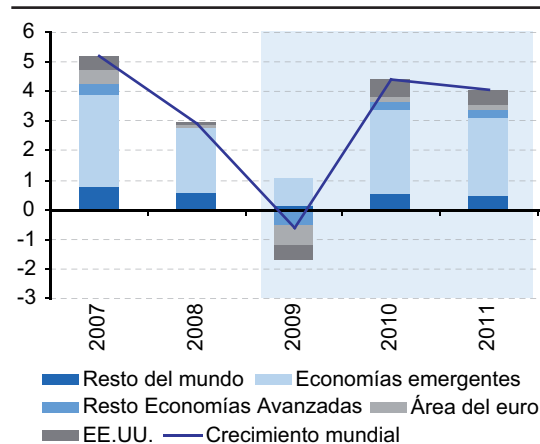
Las turbulencias recientes en los mercados financieros han sembrado la duda sobre la recuperación en Europa y ha incrementado los riesgos a la baja sobre las perspectivas globales. La crisis financiera va a afectar al crecimiento en Europa a través de varios canales, pero de forma más destacada a través de una mayor incertidumbre y una menor confianza de hogares y empresas, lo que lastrará al consumo e inversión privados. En principio, el contagio a otros países y regiones puede ser significativo por los vínculos comerciales y financieros existentes. En efecto, un menor apetito por el riesgo puede reducir los flujos financieros hacia las economías emergentes y en desarrollo y de forma global afectar negativamente a los precios de los activos.

Con todo, resulta importante señalar que en las principales regiones fuera de Europa dichos efectos negativos sólo se han sentido de forma limitada. Tal y como se menciona en el apartado anterior, el contagio financiero a otras regiones se ha circunscrito a ciertas clases de activos, y su impacto sobre los flujos de capital hacia los mercados emergentes ha sido pequeño y temporal. Además, hasta ahora sólo ha habido escasas evidencias de contagio negativo sobre la actividad económica mundial.

Por lo tanto, nuestras previsiones permanecen en su mayor parte inalteradas respecto al Situación Global de hace tres meses. El crecimiento global va a sufrir una desaceleración suave entre 2010 y 2011, pero se seguirá situando por encima del 4% en ambos años (ver gráfico 16), debido a una reducción de las tasas de crecimiento hasta niveles más sostenibles en China y en el resto de países emergentes de Asia. La ralentización en EE.UU. y Europa no puede considerarse un síntoma positivo dado que, en EE.UU., refleja una demanda aún débil si no contara con el apoyo de las políticas económicas; y en Europa será consecuencia de los efectos negativos sobre la confianza por las tensiones financieras de la primera mitad del año. Esa suave ralentización también implica que el comercio internacional va a seguir creciendo de forma ligeramente más moderada después de que el rebote de los mínimos alcanzados en 2008 y 2009 se estabilice después de 2010 (ver gráfico 17).

Gráfico 16

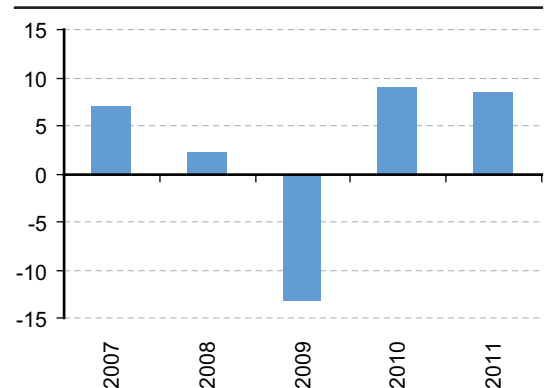
### Contribuciones al crecimiento del PIB mundial



Fuente: BBVA Research sobre la base de las cuentas nacionales

Gráfico 17

### Crecimiento del comercio mundial



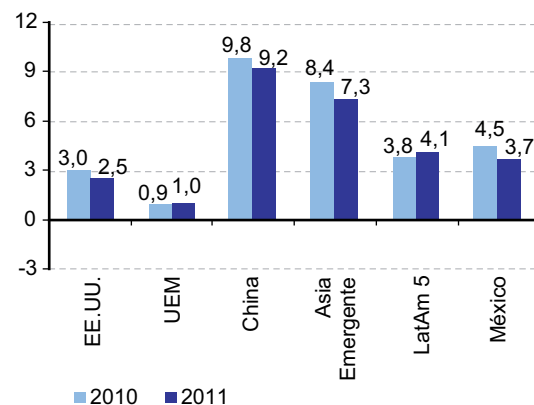
Fuente: BBVA Research

**La gravedad de las tensiones financieras en Europa acabará afectando a la confianza de la región provocando un menor crecimiento en la segunda mitad de 2010 y en el comienzo de 2011. Además, la demanda externa no será tan fuerte como lo ha sido en la primera mitad del año aunque seguirá ofreciendo cierto apoyo a la actividad económica**

A pesar de que esperamos que haya habido un crecimiento relativamente fuerte en la Eurozona en el segundo trimestre de 2010 -debido al impulso de las exportaciones-, las perspectivas para el resto de 2010 y 2011 siguen siendo de lenta recuperación en la región (ver gráfico 18). Si al impacto de la consolidación fiscal (que, aunque resultará moderada, probablemente terminará pesando sobre la actividad) le sumamos el efecto de la crisis soberana, la confianza va a mantenerse relativamente atenuada y la incertidumbre en el sistema financiero alta, incluso si consideramos que la inestabilidad financiera pueda remitir después del verano. La demanda doméstica sigue plana y esperamos que se mantenga así en la segunda mitad del año, mientras que la fuerza de la demanda de exportaciones, por su parte, posiblemente se modere a pesar de los efectos retrasados de la depreciación reciente del euro. Con todo, es probable que el crecimiento se ralentice en la segunda mitad del año y que vuelva a aumentar lentamente en 2011 hasta el alcanzar el 1%, cuando las exportaciones netas continuarán siendo la principal fuerza impulsora de la zona y todos los componentes de la demanda doméstica aún permanecerán rezagados.

Gráfico 18

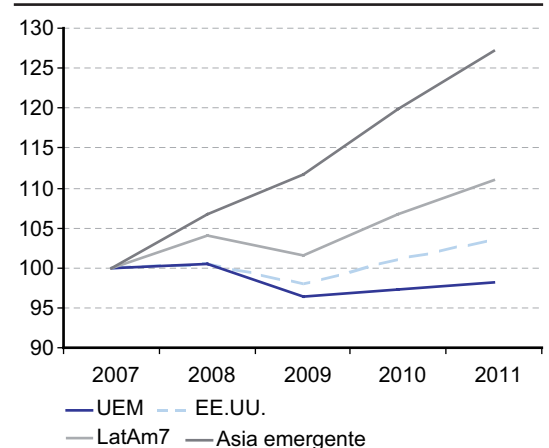
**Previsiones de crecimiento para 2010-2011**



Fuente: BBVA Research sobre la base de las cuentas nacionales

Gráfico 19

**Niveles de PIB: 2008=100**



Fuente: BBVA Research

**En EE.UU., es probable que la recuperación pierda inercia debido al debilitamiento de los mercados laboral e inmobiliario, lo que pone de manifiesto los límites de la demanda privada para tomar el testigo como impulsor autónomo del dinamismo de la actividad económica**

Los indicadores económicos en EE.UU. siguen mostrando resultados mixtos, lo que subraya la incertidumbre que pesa sobre la sostenibilidad de la recuperación así como el hecho de que las políticas de estímulo (tanto fiscal como monetario) siguen siendo cruciales como elemento de apoyo de la actividad económica. En ese contexto, el proceso de recuperación podrá continuar en la medida en que las empresas incrementen su gasto de capital y su demanda de mano de obra, lo que resulta esencial para apoyar el consumo privado. No obstante, el proceso no se está produciendo a un ritmo consistente con una recuperación rápida y en algunos sectores incluso dista mucho de ser una realidad. Las empresas se muestran renuentes a invertir y, por tanto, no se puede garantizar que se vaya a producir una recuperación económica sostenible impulsada por el sector privado. La falta de una inversión privada más dinámica refleja una incertidumbre creciente y una alta aversión al riesgo vinculados con las condiciones económicas globales, los posibles cambios normativos, la política fiscal futura, la débil recuperación de los precios inmobiliarios y la fragilidad de las condiciones financieras.

En el mercado laboral siguen existiendo importantes retos toda vez que la demanda aún no es robusta, que la incertidumbre sobre las perspectivas empresariales futuras persisten y que las opciones de financiación siguen siendo limitadas para las pequeñas empresas, que históricamente han sido una fuente de creación de puestos de trabajo durante las fases de recuperación. Por lo tanto, la recuperación será lenta y propensa a sufrir shocks adversos y la tasa de desempleo se mantendrá por encima del 9% en 2010. El mercado laboral también se está debilitando tras finalizar las deducciones tributarias. La consiguiente caída de la demanda inmobiliaria y el stock de viviendas sin vender han reducido la confianza de los constructores, lo que apunta hacia una nueva caída de la demanda residencial en el tercer trimestre de 2010.

**En China, la ralentización del crecimiento del PIB en el segundo trimestre y la moderación de los indicadores de actividad constituyen la prueba de que las medidas de endurecimiento adoptadas por las autoridades están dirigiendo la economía hacia un escenario de aterrizaje suave que reducirá el riesgo de sobrecalentamiento y de burbujas de precios inmobiliarios. Latinoamérica también se desacelerará en 2011, aunque manteniendo tasas de crecimiento robustas**

El crecimiento económico en China se está moderando en línea con nuestro escenario de aterrizaje suave. Tras establecer un máximo en 11,9% (interanual) en el primer trimestre, el crecimiento chino se ha moderado hasta el 10,3% interanual en el segundo trimestre ya que las medidas restrictivas adoptadas por las autoridades han conseguido frenar el crédito y el crecimiento de la inversión. Esa tendencia de moderación ha reducido los riesgos de sobrecalentamiento a corto plazo. Además, los esfuerzos recientes de las autoridades por restringir el rápido crecimiento del crédito y contener las burbujas en los precios inmobiliarios parecen estar dando sus frutos. Se ha producido un declive significativo en el volumen de transacciones inmobiliarias y el ritmo de crecimiento de los precios de la vivienda se ha moderado. Prevedemos que las autoridades vigilarán de cerca la evolución de los precios inmobiliarios y no descartamos la adopción de nuevas medidas para enfriar el mercado. Nuestras perspectivas a medio plazo siguen considerando un reequilibrio gradual del crecimiento hacia el consumo privado. Las autoridades han dado pasos en esa dirección a través de políticas de impulso del consumo privado, de mejoras en la red de seguridad social (lo que reduciría la necesidad de ahorros por motivo de precaución) y de apreciación divisadable tipo de cambio, lo que debería contribuir a impulsar el crecimiento a través de la demanda interna.

En Sudamérica, el crecimiento va a ralentizarse ligeramente -más próximo a su nivel potencial- desde los fuertes niveles de 2010 (en particular en Brasil) ya que la retirada esperada de las políticas de estímulo (tanto fiscales como monetarias) va a pesar sobre la demanda doméstica. También México va a ajustarse ligeramente a la baja, fuertemente sometido a la influencia del ciclo norteamericano, pero beneficiándose también de un escaso contagio de Europa y de su compromiso de adoptar una política fiscal prudente y predecible.

**En este contexto, las divergencias van a seguir ampliándose tanto entre las economías avanzadas y las domésticas como entre las economías de cada uno de esos grupos**

La discusión anterior pone de manifiesto que la economía global va a seguir saliendo de la crisis a distintas velocidades (ver gráfico 19), lo que va a generar tensiones en las políticas monetarias de las economías emergentes por el temor a que sus tipos de cambio se aprecien demasiado rápido respecto de las principales divisas y el miedo a unas entradas volátiles de capital. Pero lo que quizás sea más importante es que va a minar los esfuerzos de coordinación internacional de política que se iniciaron después de la crisis de 2008 en un contexto de necesidad urgente de responder a una caída sincronizada de la actividad económica. Ahora que ese sentido de urgencia se ha perdido, una salida de la crisis a distintas velocidades supone un escollo añadido al proceso del G20.

Si adoptamos una perspectiva más larga, en la medida en que las distintas tasas de crecimiento reflejen un proceso de convergencia de renta entre las economías emergentes y las desarrolladas, estaremos ante un proceso natural y bienvenido. No obstante, si esa divergencia también se pone de manifiesto entre dos regiones desarrolladas similares como EE.UU y la UEM, sería la prueba de la necesidad de acometer reformas significativas sobre los mercados de factores y productos en la UE, con el fin de eliminar los límites del crecimiento potencial en Europa.

## 6. Tablas

Tabla 1

### Previsiones macroeconómicas: producto interior bruto

(Tasas interanuales, %)	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	2,1	0,4	-2,4	3,0	2,5
UEM	2,7	0,4	-4,1	0,7	1,3
Alemania	2,6	1,0	-4,9	1,1	1,3
Francia	2,3	0,1	-2,5	1,2	1,3
Italia	1,4	-1,3	-5,1	0,7	1,1
Reino Unido	2,6	0,5	-4,9	1,4	1,7
América Latina *	5,8	4,0	-2,4	5,2	4,2
Asia	7,6	4,2	2,0	6,4	5,5
China	14,2	9,6	9,1	9,8	9,2
Asia (exc. China)	5,2	2,2	-0,7	5,1	4,1
Mundo	5,3	3,0	-0,6	4,4	4,1

Fecha cierre de previsiones: 31 de Julio de 2010

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

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

### Previsiones macroeconómicas: inflación (promedio)

(Tasas interanuales, %)	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	2,9	3,8	-0,4	1,6	1,8
UEM	2,1	3,3	0,3	1,3	1,2
Alemania	2,3	2,8	0,2	0,9	1,1
Francia	1,6	3,2	0,1	1,6	1,4
Italia	2,0	3,5	0,8	1,5	1,6
Reino Unido	2,3	3,6	2,2	3,0	2,5
América Latina *	6,0	9,0	7,4	8,1	8,4
Asia	2,8	4,9	0,3	2,9	2,8
China	4,8	5,9	-0,7	2,9	3,3
Asia (exc. China)	2,1	4,6	0,6	2,8	2,6
Mundo	4,1	6,1	2,0	3,5	3,3

Fecha cierre de previsiones: 31 de Julio de 2010

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

Fuente: BBVA Research



Tabla 3

**Previsiones macroeconómicas: cuenta corriente (% PIB)**

	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	-5,2	-4,9	-3,0	-3,7	-3,9
UEM	0,1	-0,9	-0,6	-0,5	-0,2
Alemania	7,9	6,6	5,0	4,8	4,8
Francia	-2,3	-3,3	-3,0	-3,4	-3,6
Italia	-2,4	-3,1	-3,1	-2,9	-2,6
Reino Unido	-2,7	-1,3	-1,1	-1,6	-1,3
América Latina *	0,9	-0,4	-0,2	-0,7	-1,5
Asia	5,6	4,1	3,9	3,3	2,9
China	10,9	9,6	6,0	5,6	5,0
Asia (exc. China)	3,6	2,1	3,1	2,3	2,0

Fecha cierre de previsiones: 31 de Julio de 2010

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

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

**Previsiones macroeconómicas: déficit público (% PIB)**

	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	-1,2	-3,2	-9,9	-10,7	-8,5
UEM	-0,6	-2,0	-6,3	-6,8	-5,5
Alemania	0,2	0,0	-3,3	-5,4	-4,8
Francia	-2,7	-3,3	-7,5	-8,3	-6,6
Italia	-1,5	-2,7	-5,3	-5,1	-4,2
Reino Unido	-2,8	-4,9	-11,5	-10,0	-8,3
América Latina *	-0,7	-1,1	-3,2	-2,4	-2,3
Asia	-0,3	-2,4	-5,5	-5,6	-5,0
China	2,2	-0,4	-2,2	-2,8	-2,8
Asia (exc. China)	-1,3	-3,8	-7,2	-5,8	-5,5

Fecha cierre de previsiones: 31 de Julio de 2010

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

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

**Previsiones macroeconómicas: tipos de interés a 10 años (promedio)**

	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	4,6	3,6	3,2	3,4	3,7
UEM	4,2	4,0	3,3	2,8	3,0

Fecha cierre de previsiones: 31 de Julio de 2010

Fuente: BBVA Research

Tabla 6

**Previsiones macroeconómicas: tipos de cambio (promedio)**

<b>Dólares (\$) por moneda nacional</b>	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos (EUR por USD)	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
UEM	1,4	1,5	1,4	1,3	1,2
Reino Unido	2,0	1,8	1,6	1,5	1,4
China	7,6	6,9	6,8	6,7	6,4

Fecha cierre de previsiones: 31 de Julio de 2010

Fuente: BBVA Research

Tabla 7

**Previsiones macroeconómicas: tipos de interés oficiales (fin del período)**

	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	4,3	0,6	0,3	0,1	0,8
UEM	4,0	2,5	1,0	1,0	1,0
China	7,5	5,3	5,3	5,6	6,1

Fecha cierre de previsiones: 31 de Julio de 2010

Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Escenarios Económicos

*Economista Jefe para*

**Mayte Ledo**

+34 91 374 40 75

teresa.ledo@grupobbva.com

*Chief Economist for Economic Scenarios*

**Juan Ruiz**

+34 91 374 58 87

juan.ruiz@grupobbva.com

**Rodrigo Falbo**

+34 91 537 39 77

rodrigo.falbo@grupobbva.com

**Alejandro Fernandez Cerezo**

+34 91 374 99 24

alejandro.fernandez.cerezo@grupobbva.com

**Jaime Martinez-Martin**

+34 91 537 47 54

j.martinez.martin@grupobbva.com

**Jorge Rodriguez Valez**

+34 91 537 48 90

jorge.rv@grupobbva.com

Con la colaboración de:

*Escenarios Financieros*

**Marcos Dal Bianco**

+34 91 538 63 49

marcosjose.dal@grupobbva.com

*Equity y Crédito*

**Ana Munera**

+34 91 374 36 72

ana.munera@grupobbva.com

*Europa*

**Miguel Jiménez**

+34 91 537 37 76

mjimenezg@grupobbva.com

*Sistemas Financieros*

**Ana Rubio**

+34 91 374 33 42

arubiog@grupobbva.com

## BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo*

**José Luis Escrivá**

*Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:*

*Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:*

**Mayte Ledo**

teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos

**Juan Ruiz**

juan.ruiz@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**

maria.abascal@grupobbva.com

*España y Europa:*

**Rafael Doménech**

r.domenech@grupobbva.com

España

**Miguel Cardoso**

miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**

mjimenezg@grupobbva.com

*Economías Emergentes:*

**Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

**Daniel Navia**

daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones

**David Tuesta**

david.tuesta@grupobbva.com

Asia

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica

**Joaquín Vial**

jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

**Alejandro Puente**

apuente@grupobbva.cl

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com.co

Perú

**Hugo Perea**

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

**Oswaldo López**

oswaldo\_lopez@provincial.com

*Market & Client Strategy:*

**Antonio Pulido**

ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito

**Ana Munera**

ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

**Luis Enrique Rodríguez**

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management

**Henrik Lumholdt**

henrik.lumholdt@grupobbva.com

*Estados Unidos y México:*

**Jorge Sicilia**

j.sicilia@bbva.bancomer.com

Estados Unidos

**Nathaniel Karp**

nathaniel.karp@bbvacompass.com

México

**Adolfo Albo**

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research**

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta

28046 Madrid (España)

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

Fax: +34 91 374 30 25

bbvaresearch@grupobbva.com

www.bbvaresearch.com

Depósito legal: 31256-2000