

# Desaceleración global y mayores riesgos

Situación Global - Cuarto trimestre de 2011

Madrid, 7 Noviembre de 2011

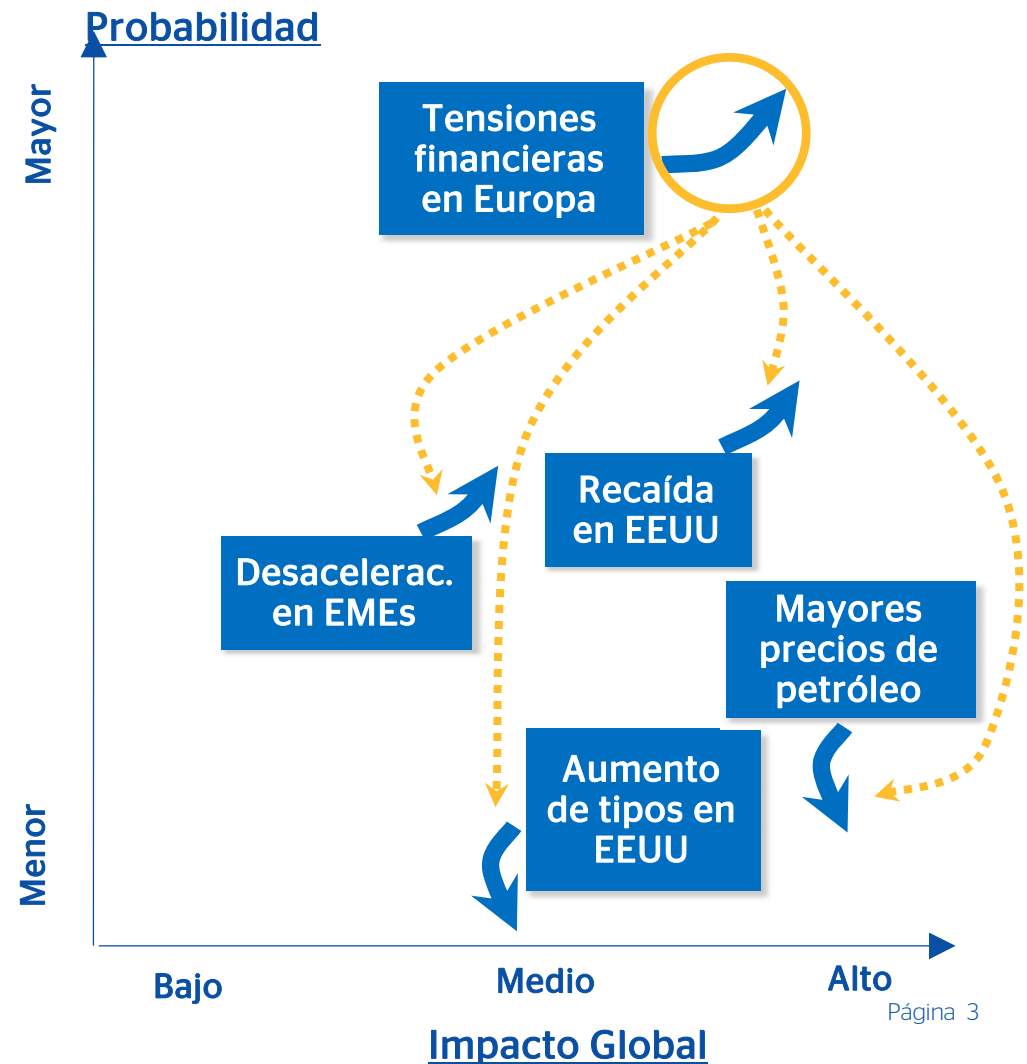
# Principales mensajes

- 1 La economía mundial se desacelera** especialmente en las economías desarrolladas. Las previsiones de crecimiento mundial se revisan a la baja al 3.9% en 2011 y 4.1% en 2012, aún apoyadas por un crecimiento sólido en las economías emergentes.
- 2 Los riesgos de esta previsión están fuertemente sesgados a la baja y dependen de la evolución de la crisis de deuda Europea.** Una resolución rápida de las tensiones financieras en Europa es esencial para evitar una recesión, con contagio a otras regiones.
- 3 Las cumbres de octubre en la UE aún dejan elementos clave sin resolver.** Las soluciones parciales, el riesgo de implementación y la fatiga reformadora y de rescates contribuirán a mantener las tensiones elevadas en los mercados en el corto plazo.
- 4 La perspectiva de crecimiento en EEUU mejora, pero se mantienen las debilidades estructurales,** incluido el *impasse* político.
- 5 Los mercados emergentes continúan en marcha hacia un aterrizaje suave,** pero con riesgos a la baja procedentes del entorno exterior.

# La crisis de deuda europea representa el principal riesgo global

Cambio en las previsiones de crecimiento

	2011	2012
EEUU	↓	↓
Europa	↓	↓
LatAm7	↓	↓
China	↓	↓
Asia emerg.	↓	↓
Mundial	↓	↓





# Índice

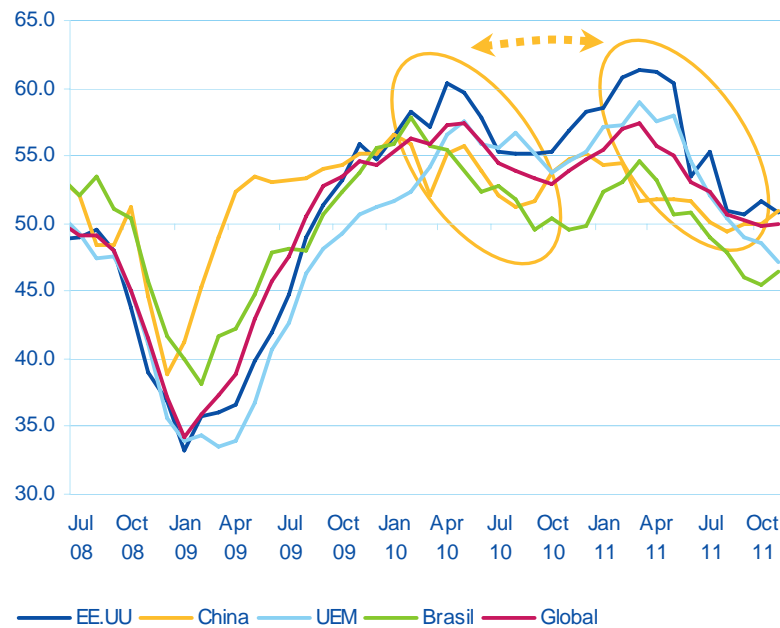
- 1 La actividad mundial se desacelera**
- 2 Riesgos fuertemente sesgados a la baja, dependiendo de Europa
- 3 Recuperación lenta en EEUU y aterrizaje suave en emergentes
- 4 Revisión de previsiones

# El panorama global empeora desde el verano: (i) débiles datos macro.

La actividad se desacelera de forma generalizada, en parte por factores temporales (terremoto en Japón, precios del petróleo), pero también aumenta la incertidumbre sobre el futuro.

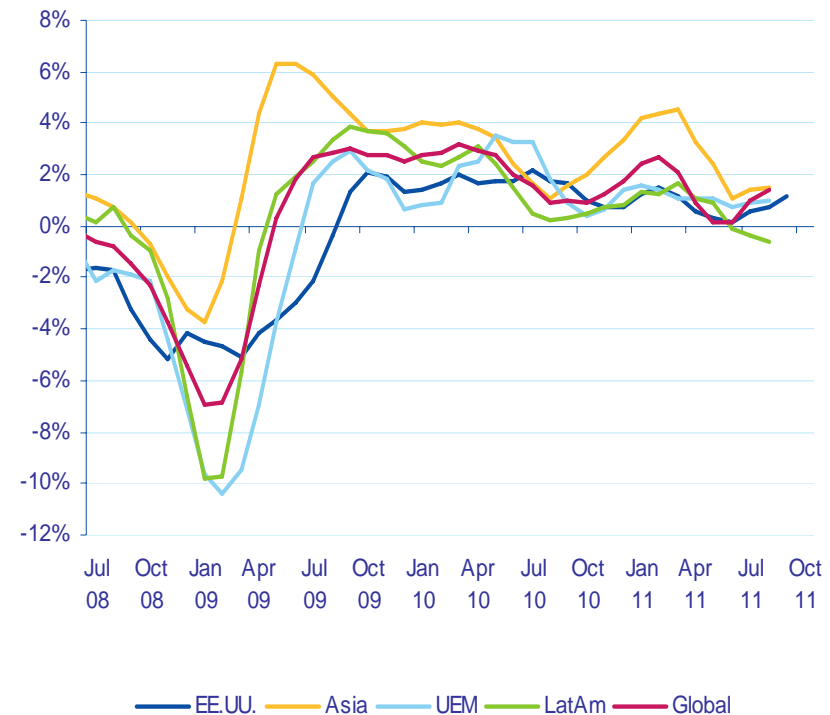
## Expectativas empresariales (PMI)

Fuente: BBVA Research y Bloomberg



## Producción industrial (% trimestral de la media móvil de 3 meses)

Fuente: BBVA Research, CPB y fuentes nacionales

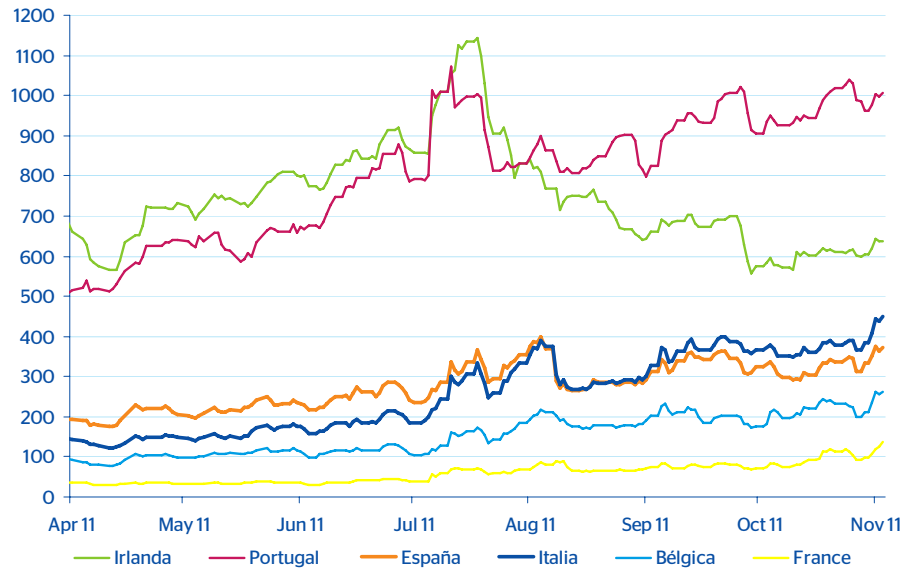


# (ii) Dudas crecientes sobre una solución integral a la crisis soberana en Europa

El Europa, la crisis soberana se profundiza y se vuelve más sistémica, extendiéndose a Italia y amenazando a los países centrales.

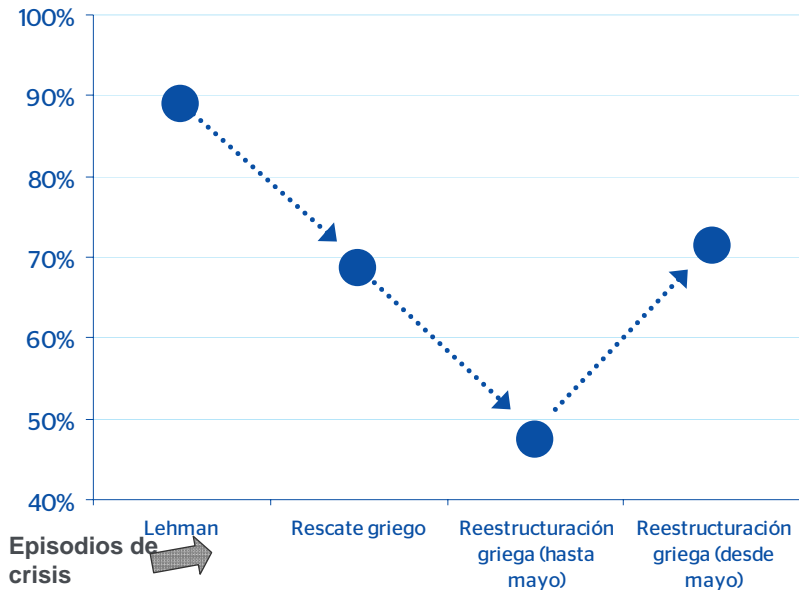
## Prima de riesgo soberana: diferencial del bono a 10 años con Alemania (pb)

Fuente: Bloomberg y BBVA Research



## CDS a 10 años: porcentaje de la varianza explicada por un factor común (riesgo global)\*

Fuente: BBVA Research,



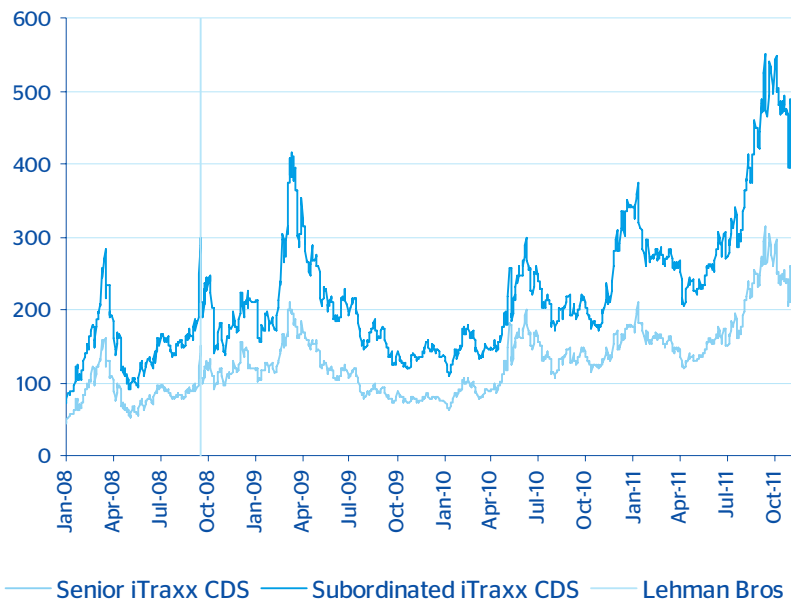
\*Primer componente principal del CDS soberano a 10 años de los siguientes países: Global: US, Francia, Japón, España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y Reino Unido. Episodios: Lehman (Junio08-Dic09), Rescate griego (2010) y reestructuración griega (2011)

## (iii) Retroalimentación con el riesgo bancario

La retroalimentación entre mayor riesgo soberano y un debilitamiento del sistema bancario se ha intensificado, y corre el riesgo de afectar a la actividad económica e iniciar un círculo vicioso.

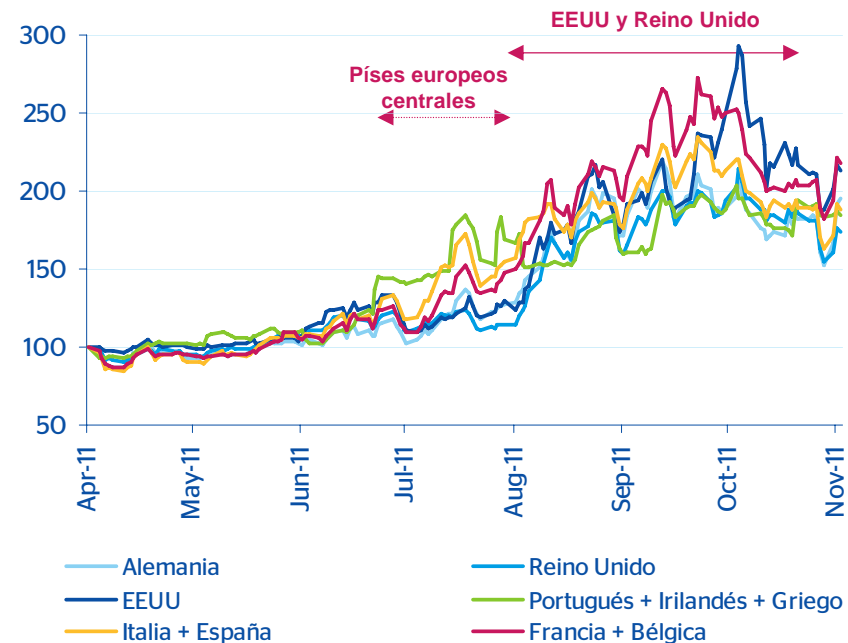
### Mercados de crédito: Itraxx CDS (%)

Fuente: Bloomberg y BBVA Research



### Cambio en CDS bancario a 5 años 1 Abril 2011=100

Fuente: Datastream, BBVA Research

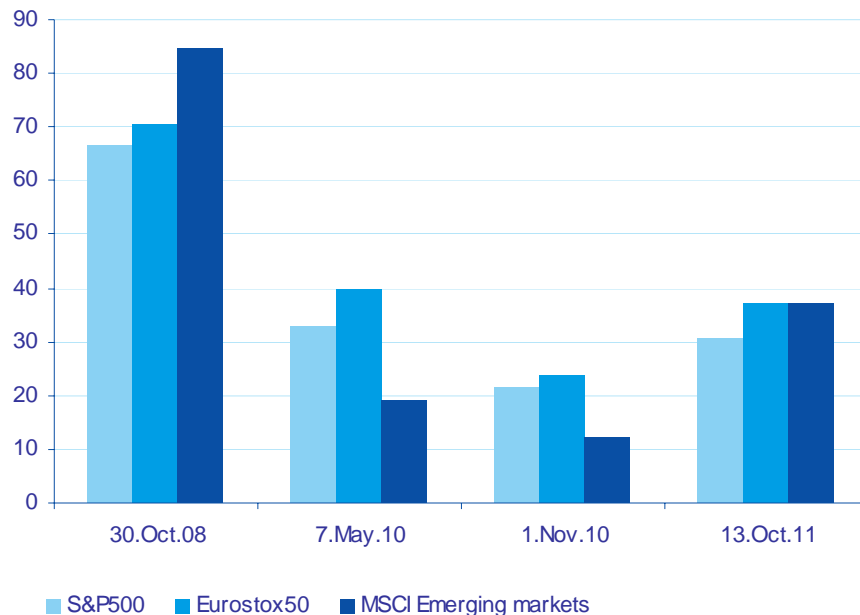


# (iv) El aumento de la aversión global al riesgo afecta a diferentes activos, incluyendo EMEs

La volatilidad en el mercado de renta fija y variable ha aumentado significativamente en Europa y EEUU, a niveles no vistos desde octubre de 2008. El aumento de la aversión global al riesgo se ha trasladado también a los mercados emergentes, reflejado en menores flujos de entrada de capitales.

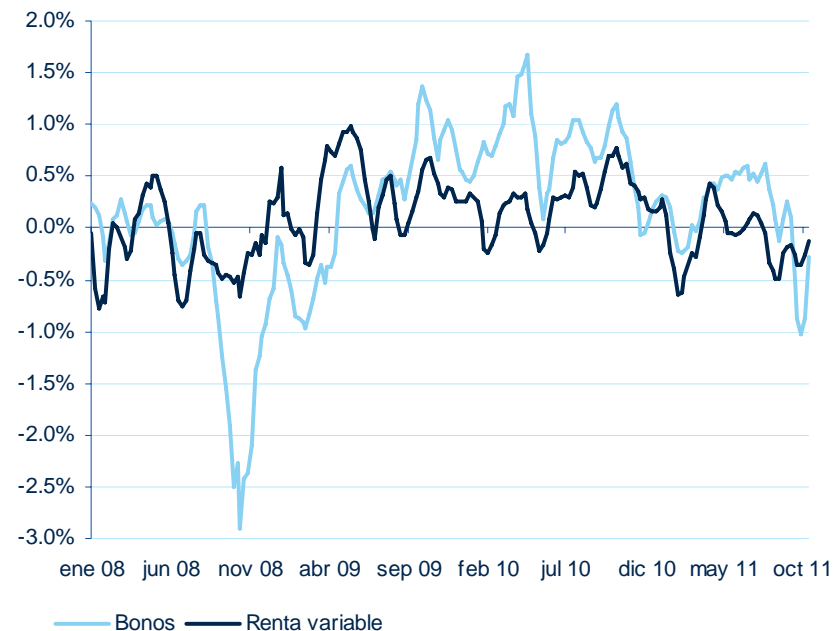
## Volatilidad implícita de bolsas (VIX & V2X & MSCI)

Fuente: Bloomberg



## Flujos de capitales a ec. emergentes como porcentaje de activos bajo gestión (media de 4 semanas)

Fuente: BBVA Research y EPFR



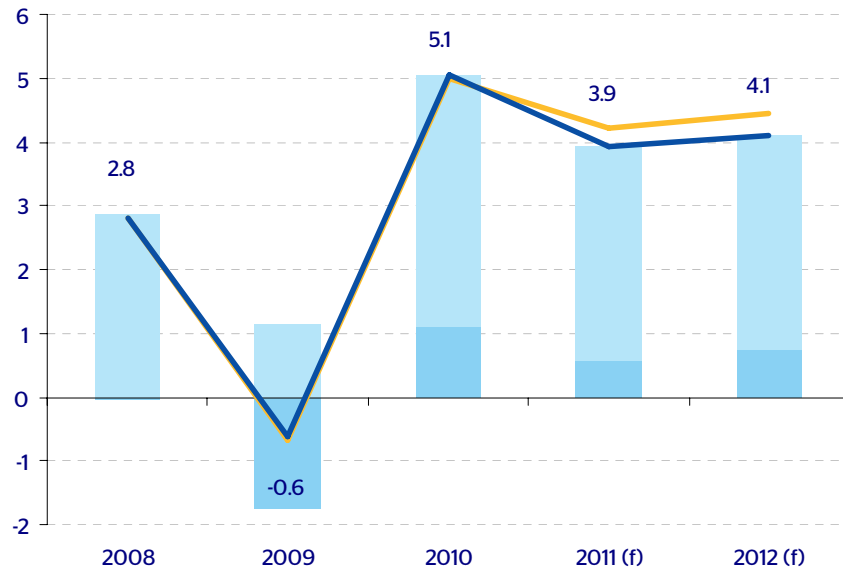


# El crecimiento mundial continuará apoyándose en las economías emergentes.

Los débiles datos desde el verano confirman un ajuste a la baja de las previsiones de crecimiento, especialmente en las economías desarrolladas. La probabilidad asociada al escenario de riesgo proveniente de la crisis Europea aumenta. El empeoramiento del entorno exterior representa un reto para las economías emergentes, pero aún están en curso hacia un aterrizaje suave.

## Contribución al crecimiento mundial (%)

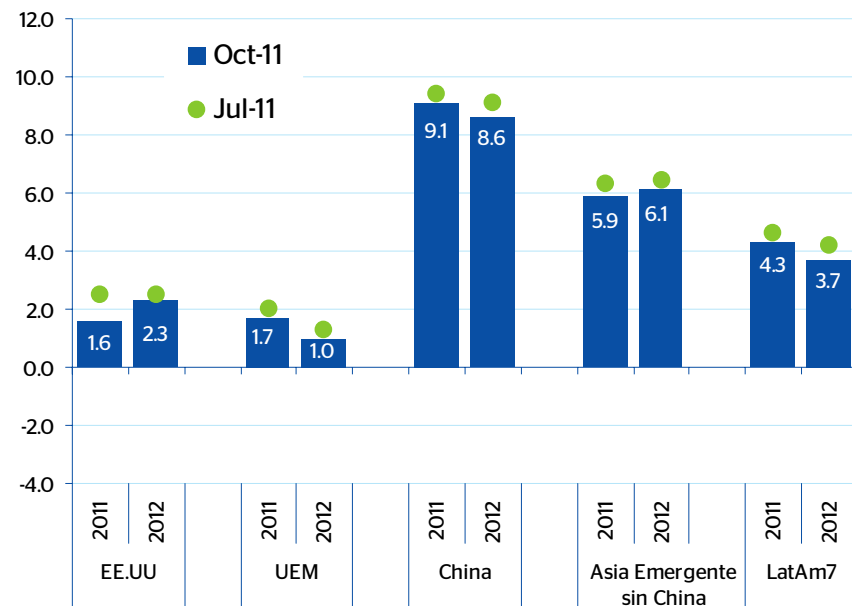
Fuente: BBVA Research



■ Ec. Avanzadas ■ Ec. Emergentes — GEO Julio — GEO Noviembre

## Crecimiento del PIB (%ia)

Fuente: BBVA Research





# Índice

- 1 La actividad mundial se desacelera
- 2 **Riesgos fuertemente sesgados a la baja, dependiendo de Europa**
- 3 Recuperación lenta en EEUU y aterrizaje suave en emergentes
- 4 Revisión de previsiones

# Europa: guía para la salida de la crisis

## Medidas necesarias en el corto plazo

- Distinguir ente insolvencia e iliquidez: proteger a las economías e implementar reformas. El reto ahora es Italia
- Abordar problemas de liquidez: romper el círculo vicioso soberano-bancario
- Limpiar balances bancarios

**Principal disyuntiva:  
Inestabilidad versus incentivos**

Reestructuración de deuda y aislar a Grecia

EFSF: apoyo con condicionalidad a cambio de reformas

ECB: apoyo de liquidez flexible e ilimitado

Test de estrés bancarios específicamente focalizados

## Soluciones posibles en el largo plazo

- **En cualquier caso:** Se necesita vigilancia reforzada para el sector público y privado
  1. Mantener el tratado actual y profundizarlo
  2. Unión fiscal: un "Gran Acuerdo" centro-periferia con cesión de soberanía fiscal
- **Escenario extremo:** ruptura del Euro

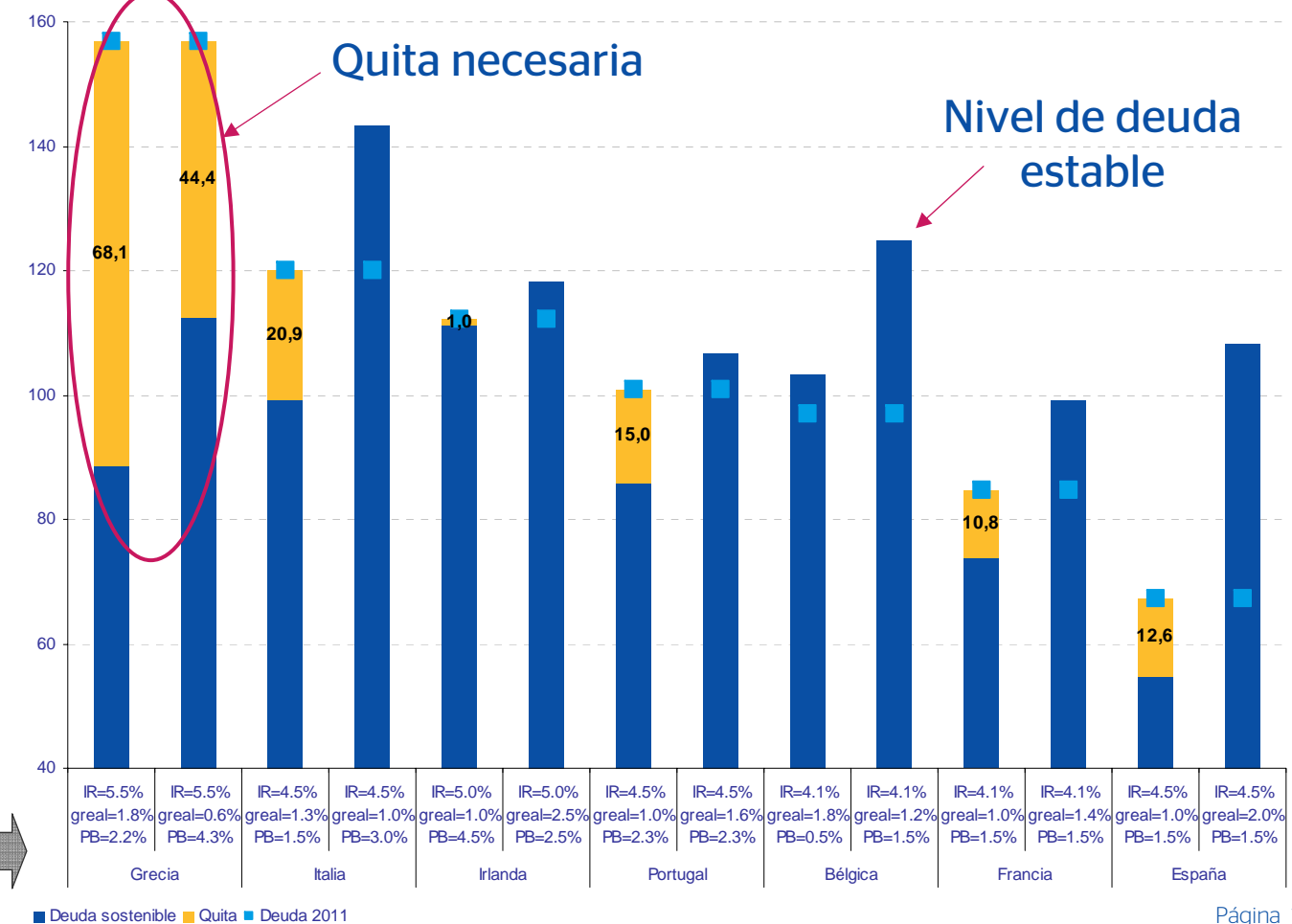
**Un diseño económico delicado, pero principalmente una decisión política.**

# La deuda pública de Grecia no es sostenible, pero sí la de otros países.

La deuda griega tiene que reestructurarse, con una condicionalidad muy estricta para prevenir que otros países tengan incentivos a seguir la misma ruta de Grecia.

**Nivel de deuda sostenible**

Fuente BBVA Research



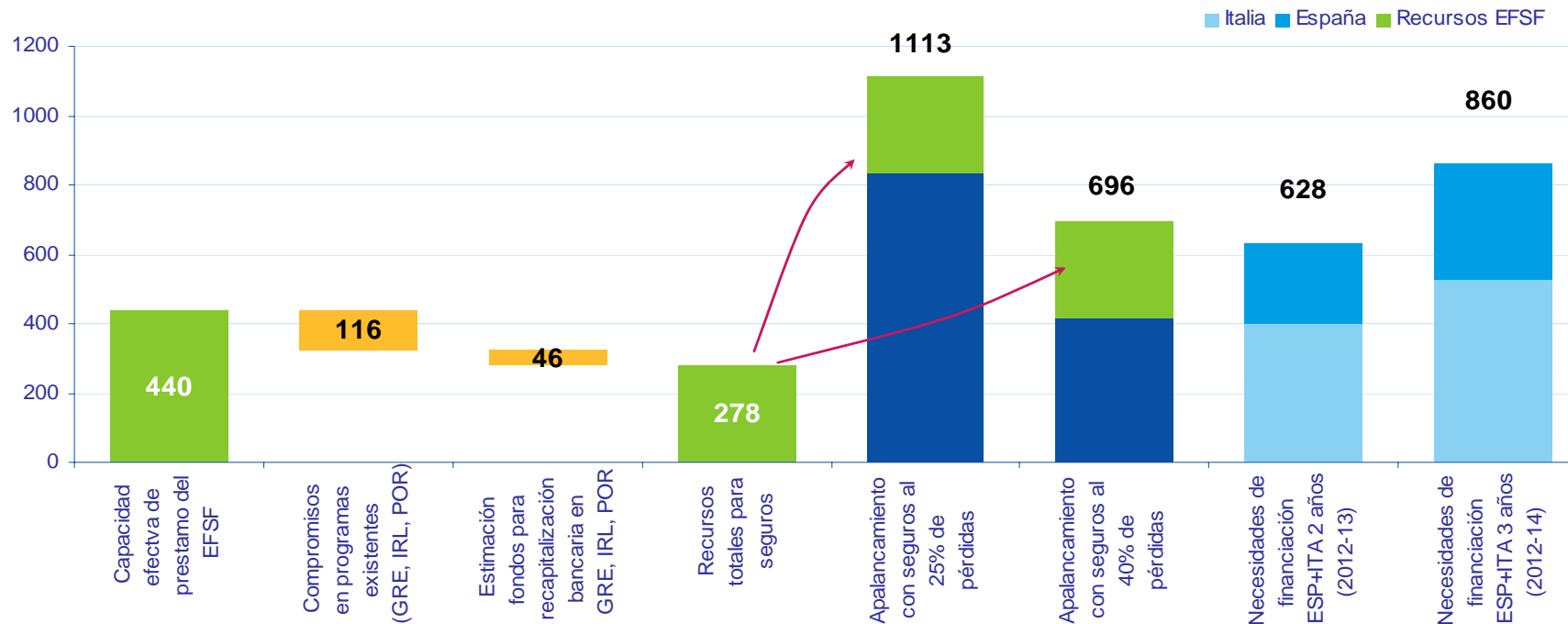
Para cada país, presentamos dos escenarios posibles, combinando los parámetros de crecimiento real (g), saldo primario (PB) y tipos de interés (IR).

# Un EFSF apalancado podría funcionar, pero su implementación aún demorará tiempo

Un nivel de apalancamiento razonable para Italia y España (4 veces, para una garantía del 25%) sería suficiente para cubrir las emisiones en los próximos 3 años. Pero el BCE puede ser necesario como comprador de última instancia para restaurar la confianza del mercado.

## Recursos del EFSF resources disponibles bajo un esquema de aseguramiento de emisiones soberanas (mm EUR)

Fuente: BBVA Research



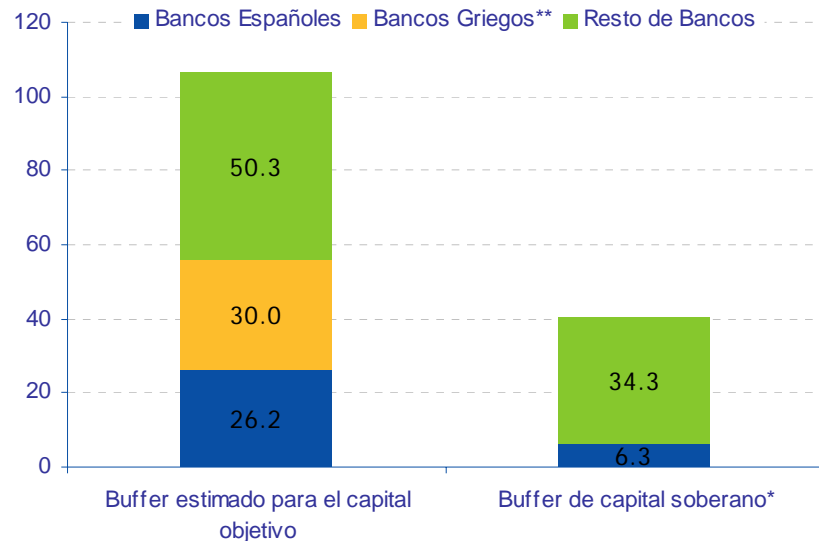
**BCE necesario como comprador de última instancia?**

# La recapitalization no aborda los problemas de financiación bancaria ni los activos dañados

La propuesta de la UE para una recapitalización bancaria trata de compensar un test de estrés moderado (usando precios de mercado para la deuda soberana pero no para activos dañados) con un fuerte aumento de los requerimientos de capital. Esta es una forma muy ineficiente de resolver los problemas del sector bancario.

## Necesidades de capital incluyendo pérdidas debido a la exposición a deuda soberana (mmEUR)

Fuente: BBVA Research basado en EBA y Bloomberg



\* Es indicativo y podría estar ya cubierto por el capital core tier 1 si el ratio excede 9%.

\*\* No se proporcionó información para los bancos griegos, para evitar conflictos con los pre-acuerdos del programa de UE/FMI

## Riesgos/inconvenientes

No aborda el problema de los bancos con activos tóxicos

Puede incluso empeorar el problema soberano en algunos países

No resuelve el problema de acceso a liquidez de los bancos

Riesgo de una reducción de activos y contracción del crédito

# Cumbre UE de octubre: aún a la espera de una solución definitiva a la crisis.

La cumbre de octubre solo da soluciones parciales para los tres temas principales bajo negociación (deuda griega, EFSF, recapitalización bancaria). Alto riesgo de implementación. Además, aumenta la fatiga de reformas en Grecia y la fatiga por más rescates en el centro de Europa. Esto mantendrá las tensiones financieras elevadas en Europa en el corto plazo.

¿Qué se necesitaba de la cumbre?

¿Hecho?

Resultado

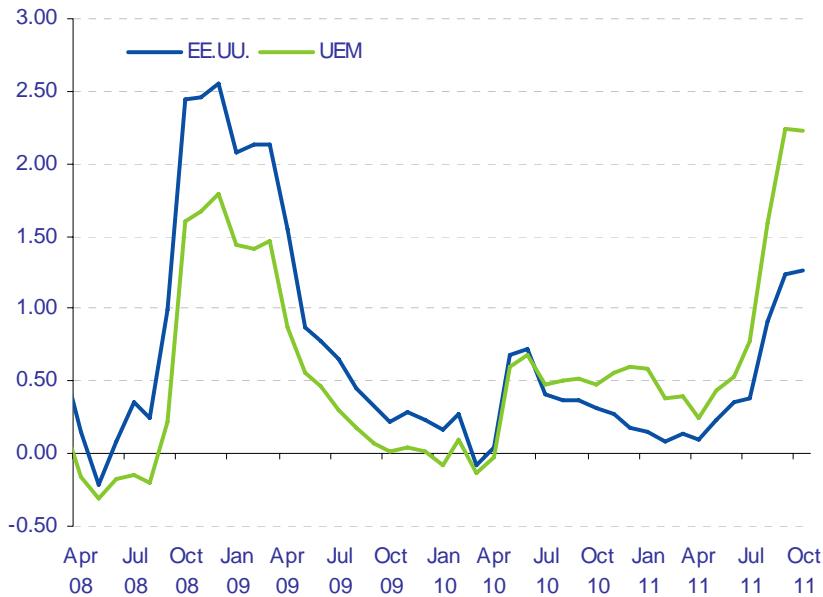
Respuesta clara a la sostenibilidad de la deuda griega		Quita del 50%. Aún dudas sobre la participación voluntaria y sobre la solvencia
Fortalecer los cortafuegos para la deuda soberana en la UEM		EFSF apalancado como un de seguro y un SPV, pero incertidumbre sobre su suficiencia
Empuje para más reformas		Más reformas, especialmente en Italia
Fortalecer al sistema bancario: capital y liquidez		Recapitalización generalizada e ineficiente Garantías para emisión de deuda bancaria
Avance en la gobernanza de la zona del euro		Sin una hoja de ruta clara hacia la unión fiscal o los eurobonos.

# El escenario de riesgo global depende de la evolución de la crisis de deuda europea

El incremento de las tensiones financieras reduce el crecimiento hasta un año después de que se incrementan. Tensiones persistentemente elevadas (a los niveles de octubre) reduciría al menos 2,5pp de crecimiento en Europa en 2012

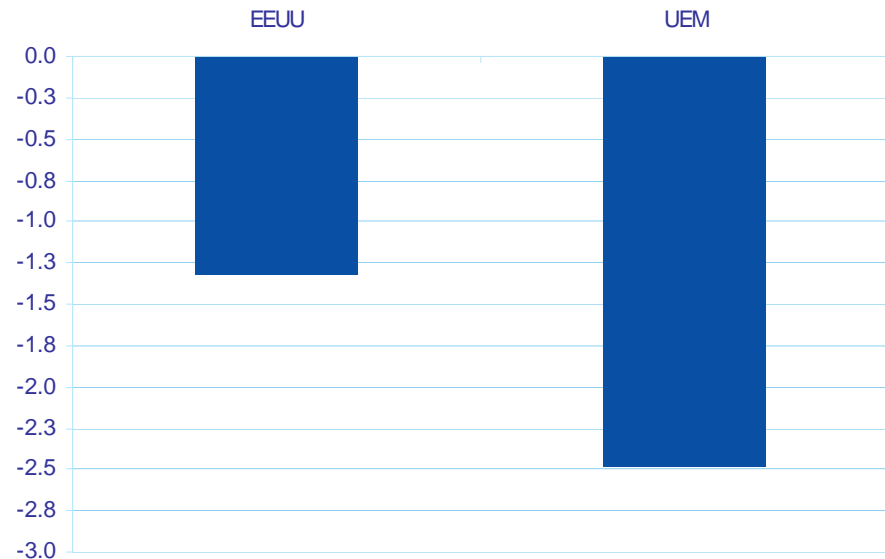
**Índice de tensiones financieras BBVA**

Fuente: BBVA Research



**Impacto en el crecimiento de 2012 de un shock permanente en el ITF a los niveles de octubre 2011, pp**

Fuente: BBVA Research



El efecto sería peor aún si:



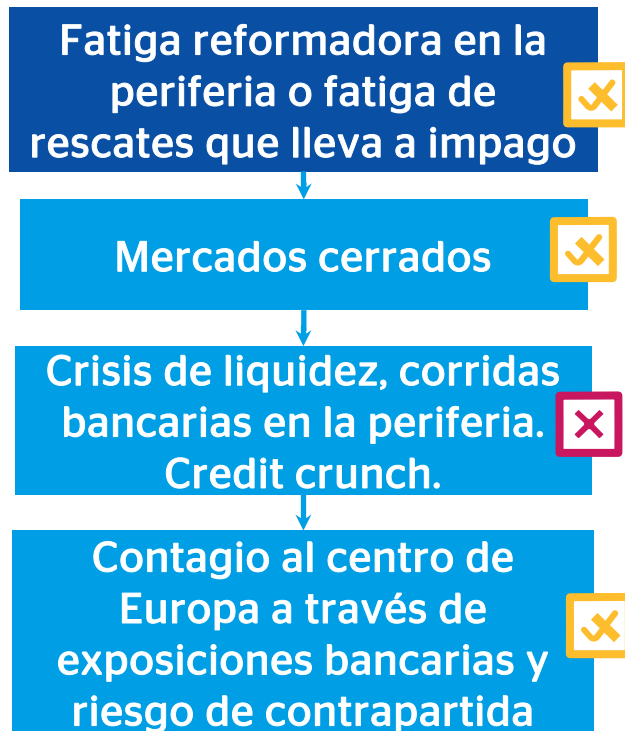
- Opción de “esperar y ver” para decisiones de política
- Escaso margen para mayores estímulos
- Desaceleración de la actividad económica



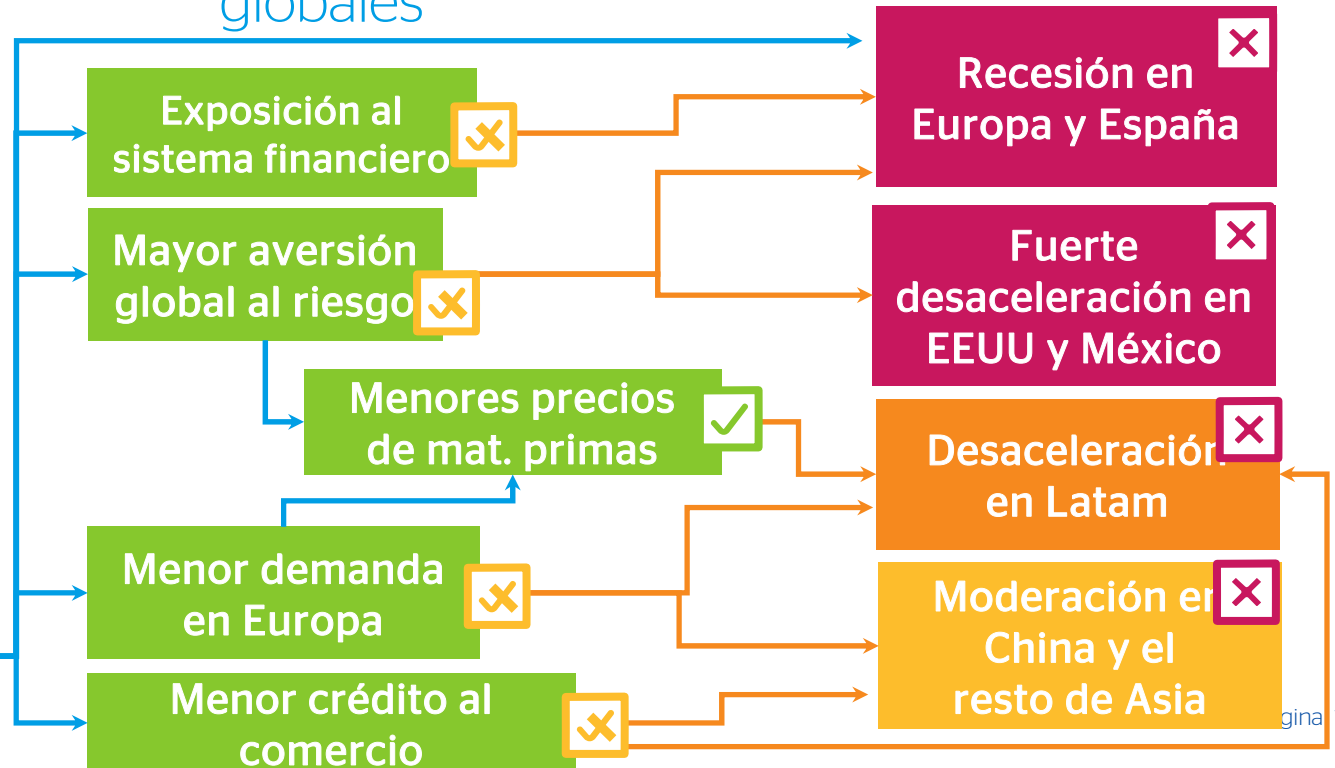
# Algunos elementos que pueden marcar un escenario de riesgo

Hay el riesgo de un “accidente” debido a la fatiga por las reformas en la periferia y la fatiga por los rescates en los países del centro. Los efectos globales serían elevados.

Reestructuración desordenada de la deuda



Canales de transmisión globales



- ✓ Casi todo materializado
- ✗ Materializado en parte
- ✗ Aún no materializado



# Índice

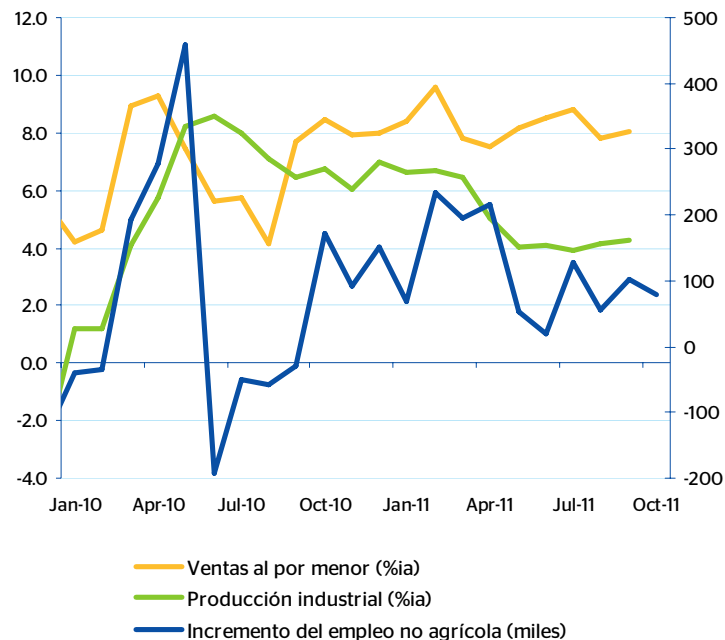
- 1 La actividad mundial se desacelera
- 2 Riesgos fuertemente sesgados a la baja, dependiendo de Europa
- 3 Recuperación lenta en EEUU y aterrizaje suave en emergentes**
- 4 Revisión de previsiones

# El crecimiento mejora en EEUU en T3, pero la recuperación no es aún autosostenida

El crecimiento aumentó en T3, pero la debilidad estructural en EEUU continúa (mercado laboral e inmobiliario) y lo hace vulnerable a un shock desde Europa. Adicionalmente, las negociaciones políticas pueden llevar a una contracción fiscal no deseada en el corto plazo, lo que añade riesgos al crecimiento. Al mismo tiempo, dado el fuerte desacuerdo político, es poco probable que se implemente una reducción creíble del déficit en el largo plazo.

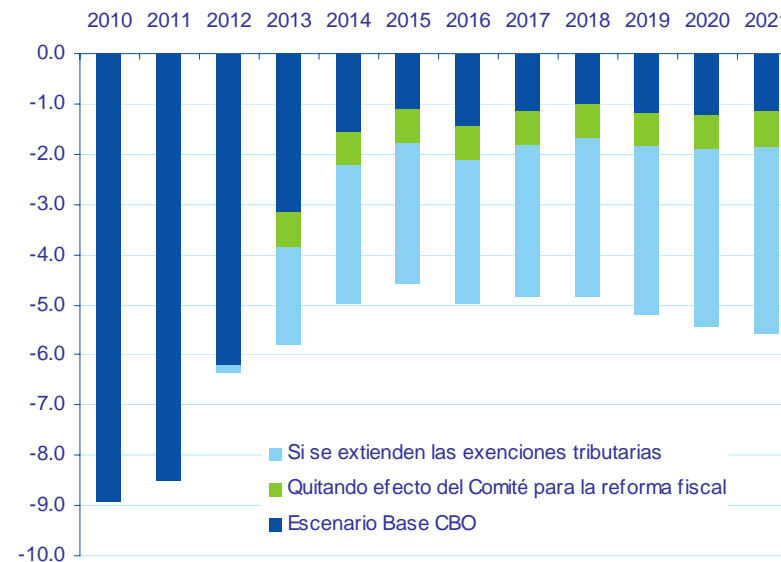
## EEUU: empleo, ventas y producción industrial

Fuente: BBVA Research, BLS y Fed



## EEUU déficit público (%PIB)

Fuente: BBVA Research y CBO



# Las economías emergentes van hacia un aterrizaje suave, pero los riesgos aumentan.

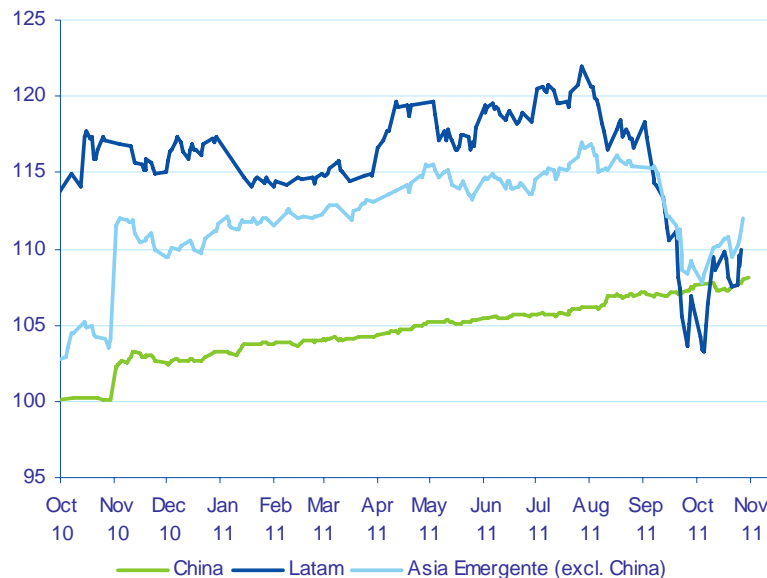
El crecimiento en las economías emergentes se mantiene robusto, a pesar de la incertidumbre global, por la fortaleza de la demanda interna.

El escenario más probable es el de un aterrizaje suave en Asia y América Latina, a pesar de que ya han sido alcanzados por un aumento de la turbulencia financiera, lo que refleja en una depreciación de sus tipos de cambio y menores flujos de capital.

Si la crisis europea aumentara más la aversión global al riesgo y redujera más los precios de las materias primas como en 2008, las economías emergentes lo soportarían mejor que en 2008, aunque el impacto sería grande.

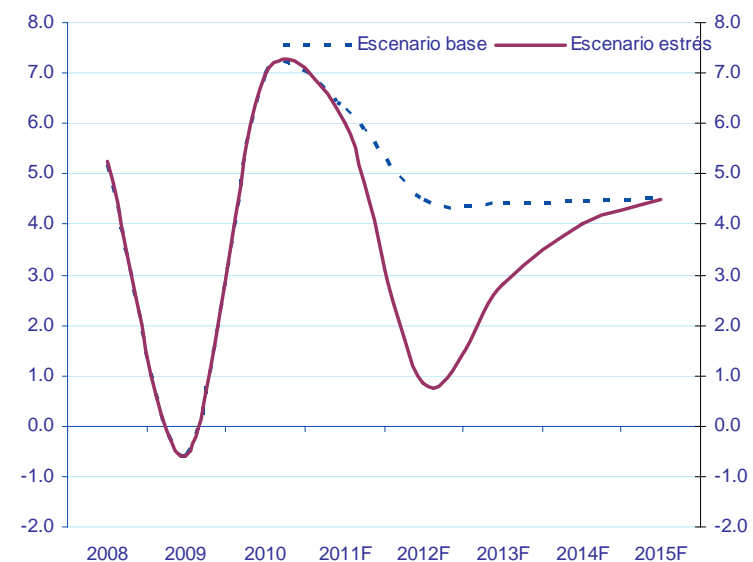
## Economías emergentes: tipo de cambio frente al dólar (Índice ene 2009=100)

Fuente: BBVA Research



## Crecimiento en las economías emergentes en un escenario de alto estrés (%ia)

Fuente: BBVA Research



Fuente: BBVA Research y Bloomberg



# Índice

- 1 La actividad mundial se desacelera
- 2 Riesgos fuertemente sesgados a la baja, dependiendo de Europa
- 3 Recuperación lenta en EEUU y aterrizaje suave en emergentes
- 4 **Revisión de previsiones**

# Previsiones de crecimiento

Europa: crecimiento claramente desacelerándose en T3 y T4.

EEUU: recuperación pero con riesgos a la bajare, después del bajo crecimiento en el primer semestre.

Economías emergentes en curso para un aterrizaje suave.

Los riesgos están fuertemente sesgados a la baja

	Previsiones Crecimiento PIB			
	2009	2010 (e)	2011 (p)	2012 (p)
<b>EEUU</b>	-3.5	3.0	1.6	2.3
<b>UEM</b>	-4.2	1.7	1.7	1.0
<b>LatAm 7</b>	-2.3	6.2	4.3	3.7
<b>China</b>	9.2	10.4	9.1	8.6
<b>Asia Emergente</b>	6.7	9.2	7.5	7.4
<b>EAGLES</b>	4.0	8.3	6.7	6.5
<b>Mundo</b>	-0.6	5.1	3.9	4.1

# Desaceleración global y mayores riesgos

**Situación Global - Cuarto trimestre de 2011**

Madrid, 7 Noviembre de 2011