

Situación Global

Primer trimestre 2012
Análisis Económico

- **La economía mundial se desacelera.** El crecimiento se recuperará en la segunda mitad de 2012, liderado por las economías emergentes.
- **Los riesgos a las previsiones de crecimiento mundial están fuertemente sesgados a la baja,** dada la continuación de la crisis soberana y financiera en Europa.
- **Esta crisis ha empujado a Europa a la recesión.** Las sucesivas cumbres europeas desde octubre y la intervención del BCE sólo ha servido para ganar tiempo, pero aún se requieren avances sustanciales.
- **Las economías emergentes se dirigen a un aterrizaje suave,** apoyados en una resistente demanda interna. Las políticas económicas girarán hacia el apoyo al crecimiento.

Índice

1. Resumen: Desaceleración global y recesión en Europa.....	3
2. La crisis en Europa la empuja a la recesión.....	6
Recuadro 1. Experiencias de grandes consolidaciones fiscales en economías desarrolladas.....	10
3. EE.UU. se separa de la desaceleración global, pero con alta incertidumbre.....	11
Recuadro 2. Canales de transmisión de la crisis desde Europa a EE.UU.	13
4. Economías emergentes: apoyadas por la demanda interna.....	15
5. Tablas	19

Fecha de cierre: 9 de febrero de 2012

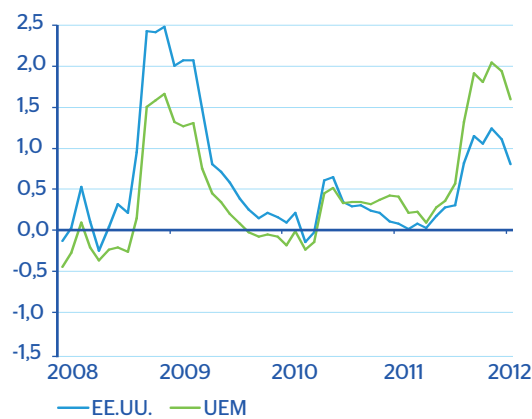
1. Resumen: Desaceleración global y recesión en Europa

La economía mundial se desaceleró al final de 2011, pero rebotará en la segunda mitad de 2012, apoyada en las economías emergentes

La economía mundial se desaceleró marcadamente en los últimos trimestres de 2011. Esto fue el resultado de un crecimiento más débil en Europa (con un crecimiento negativo ya en el cuarto trimestre) y la desaceleración en las economías emergentes, en torno al 1% trimestral a finales de 2011, su menor tasa de crecimiento desde la crisis de 2008. Sin embargo, los determinantes de esta desaceleración no pueden ser más diferentes en ambas áreas. Europa está empezando a sentir los efectos de unas tensiones financieras persistentemente elevadas desde septiembre (véase gráfico 1), dada la falta de avances importantes para resolver su crisis soberana y financiera. Por otro lado, la desaceleración en las economías emergentes, además del ser consecuencia del peor entorno internacional, es en parte resultado de un tono menos acomodaticio de las políticas económicas hasta el primer semestre de 2011, orientadas a evitar el sobrecalentamiento.

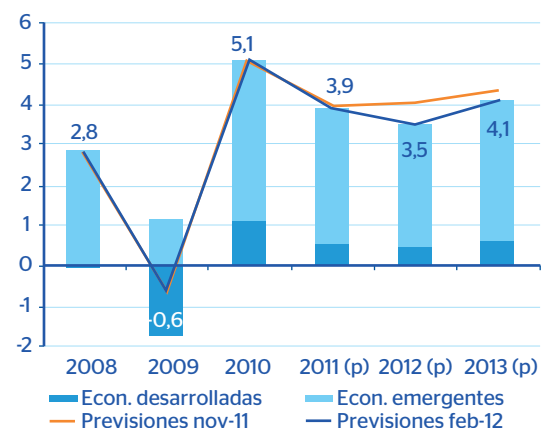
De cara al futuro, esperamos una acción decidida de las autoridades europeas que poco a poco disminuya las tensiones financieras en Europa y también la aversión al riesgo global, condicionando una recuperación global en el segundo semestre de 2012. La mayor contribución a la recuperación, sin embargo vendrá de las economías emergentes, ya que sus tasas de crecimiento recuperarán su diferencial histórico de alrededor de 4 puntos porcentuales con respecto a las de los países desarrollados, al tiempo que sus políticas económicas vayan girando hacia un mayor apoyo al crecimiento. Al mismo tiempo, a pesar de que EE.UU. crecerá menos que en recuperaciones anteriores, se desacoplará de la recesión en Europa en la primera mitad del año. Por todos estos factores, respecto a nuestras previsiones en noviembre, revisamos a la baja el crecimiento mundial en 0,6pp en 2012 y 0,3pp en 2013, hasta 3,5% y 4,1%, respectivamente (gráfico 2).

Gráfico 1
Índice de tensiones financieras BBVA



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Crecimiento del PIB (% interanual)



Fuente: BBVA Research y FMI

La falta de avances decisivos en la resolución de la crisis europea hace que la zona del euro represente el principal riesgo para las perspectivas mundiales

Incluso con la revisión a la baja de las tasas de crecimiento en Europa y los países emergentes, los riesgos sobre la previsión de crecimiento mundial siguen estando sesgados marcadamente a la baja. Estos riesgos seguirán dependiendo de la evolución de la crisis financiera y soberana en Europa, que no ha disminuido significativamente y tiene el potencial de profundizar la recesión en marcha y contagiar a otras regiones a través de los vínculos comerciales, exposición financiera y un incremento en la aversión global al riesgo.

Aunque ha habido algunos avances desde octubre, –principalmente la provisión de liquidez a largo plazo por parte del BCE y algunos acuerdos para una mayor disciplina fiscal– es necesario que haya avances más decididos en las tres principales líneas de acción para resolver la crisis en Europa. En primer lugar, en el frente soberano, las preocupaciones sobre la solvencia de Grecia deben ser eliminadas finalizando e implementando el acuerdo con los tenedores privados de bonos. Al mismo tiempo, se deben disponer de los recursos para erigir un cortafuego de tamaño considerable, que lo haga creíble para evitar el contagio a los países con problemas de liquidez. En segundo lugar, deben seguir impulsándose las reformas para aumentar el crecimiento, incluidas las destinadas a la reparación de los balances de las instituciones financieras pero teniendo cuidado de evitar un repentino desapalancamiento y una reducción del crédito al sector privado. Finalmente, son necesarios mayores avances en la gobernanza de la zona euro para fortalecer la unión monetaria, facilitando la implementación de cortafuegos soberanos y estableciendo una hoja de ruta clara para una unión fiscal.

En línea con estos tres puntos, las perspectivas para Europa mejorarían sustancialmente si el pacto fiscal que previsiblemente se acuerde en la cumbre de la UE en marzo es finalmente aprobado a nivel nacional y se implementa rápidamente, junto con las reformas económicas propuestas por los países periféricos para reducir su vulnerabilidad y aumentar su crecimiento a largo plazo. La rápida implementación de esa parte del “gran acuerdo” implícito entre los países centrales de Europa y la periferia permitirá que la discusión gire hacia la implementación de dos medidas urgentes para reducir el estrés soberano en Europa. En primer lugar, un aumento rápido de los recursos disponibles para construir un cortafuegos soberano alrededor de Grecia, quizás con una acción más decidida por parte del BCE; en segundo lugar, tener en cuenta el efecto negativo de un ciclo más débil sobre la capacidad de la mayoría de los países europeos para cumplir los objetivos de déficit acordados con la UE.

El mantenimiento de tensiones financieras elevadas ha empujado a Europa hacia la recesión. La brecha de crecimiento con EEUU se ampliará en los próximos dos años

Las tensiones financieras en Europa siguen en niveles mayores que los observados después de la caída de Lehman Brothers en 2008 (Gráfico 1). Esto, junto con el efecto del ajuste fiscal en los países periféricos, implica una revisión a la baja de nuestras proyecciones de crecimiento en Europa respecto a hace tres meses. Ahora prevemos un crecimiento negativo al menos en el primer semestre de 2012, y del -0,5% para el año en su conjunto, con una recuperación lenta en 2013. Sin embargo, es importante señalar que estas proyecciones dependen de una rápida resolución de la crisis y una notable reducción de las tensiones financieras a partir de la segunda mitad de 2012, para evitar un efecto más agudo sobre el crecimiento. Dentro de Europa, el crecimiento entre el centro y la periferia seguirá mostrando fuertes diferencias, en parte debido al fuerte ajuste fiscal en marcha en ésta última.

Contrariamente a Europa, el crecimiento en EE.UU. se mostrará resistente en 2012, al igual que en el segundo semestre de 2011. Nuestro pronóstico se mantiene sin cambios respecto a hace 3 meses, con un crecimiento del 2,3% en 2012 y 2,2% en 2013. Sin embargo, esta recuperación será más débil que la observada en las fases post-recesivas previas, y está sujeta a los riesgos que emanan de Europa y el riesgo interno de una alta incertidumbre sobre la política económica, incluyendo un posible fuerte ajuste fiscal en 2013 (como la expiración de exenciones tributarias y recortes automáticos del gasto relacionados con el acuerdo para el techo de la deuda). Además, la debilidad del mercado inmobiliario, las restricciones de crédito y el desapalancamiento en marcha limitará el ritmo de crecimiento del consumo. En definitiva, hacia delante vemos más riesgos a la baja que al alza en los EE.UU.

Las economías emergentes avanzan hacia un aterrizaje suave, apoyados en una resistente demanda interna. Las políticas económicas girarán hacia el apoyo al crecimiento

Un aspecto importante de la actual crisis es que la confianza dentro de las economías emergentes ha sido muy resistente, en comparación con la caída de Lehman Brothers en 2008. Uno de los posibles determinantes de esta resistencia es lo sorpresivo de la caída de Lehman (algo ausente en la crisis europea) y la diferente velocidad a la que cada uno de los dos episodios se ha desarrollado

(la crisis europea avanza en "cámara lenta"). Esto ha permitido que la demanda interna en las economías emergentes se haya mantenido robusta, aun cuando algunos de los efectos de una mayor aversión global al riesgo se han reflejado en los mercados financieros en la región, a través de menores flujos de entrada de capital, algunas repercusiones negativas en la financiación del comercio internacional, la reducción de precios de los activos y menores tipos de cambio.

La desaceleración en las economías emergentes en 2011 hizo que su diferencial de crecimiento con respecto a las economías avanzadas llegase a cerca de 3 puntos porcentuales a finales de 2011, por debajo de los usuales 4 puntos porcentuales observados desde el comienzo de la década del 2000. Esperamos que la aversión global al riesgo siga siendo elevada, pero vaya disminuyendo lentamente en la segunda mitad de 2012, en línea con la esperada reducción gradual de las tensiones en Europa. Además, las políticas económicas aprovecharán los márgenes de maniobra que se vayan abriendo (como la reducción de las presiones inflacionistas y cierto espacio fiscal) y girarán cada vez más hacia el apoyo al crecimiento, en contraste con el endurecimiento experimentado en la primera parte de 2011. Esto permitirá que la demanda interna continúe apoyando el crecimiento de la región, frente a un entorno exterior aún difícil. En este contexto, esperamos que las economías emergentes recuperen tasas de crecimiento cercanas al 2% trimestral a finales de 2012 (desde el 1% al cierre de 2011), y que crezcan un 6,2% para el año en su conjunto. La principal excepción a este buen desempeño se concentrará en los países emergentes de Europa, que se verán más afectados por sus mayores vínculos comerciales y financieros con la zona del euro.

2. La crisis en Europa la empuja a la recesión

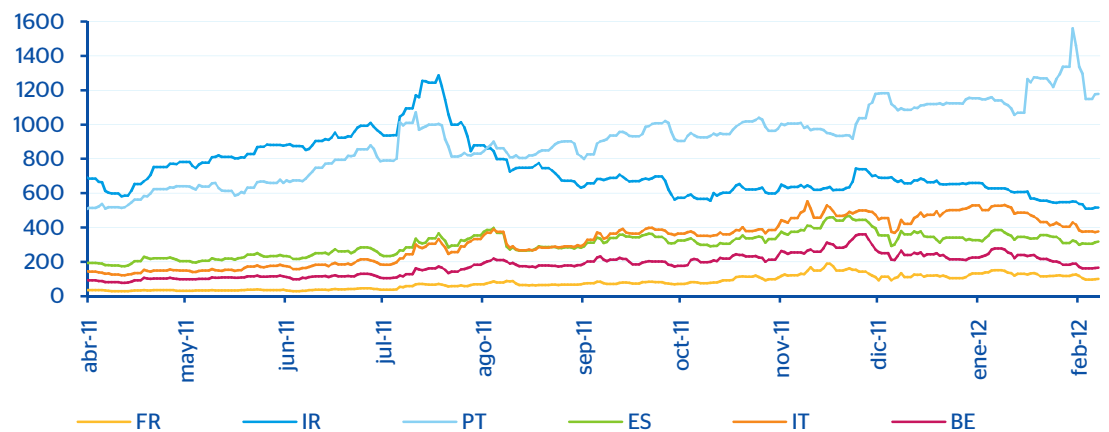
La crisis en Europa continúa su marcha. Las soluciones propuestas en las cumbres de diciembre y enero han sido sólo parciales

Desde el verano pasado, la crisis de la deuda soberana se ha convertido en sistémica dentro de la zona del euro. De acuerdo con nuestro índice de tensiones financieras, éstas alcanzaron máximos históricos en noviembre (Gráfico 1), muy por encima del episodio de Lehman Brothers. A pesar de una cierta relajación en las últimas semanas, las condiciones del mercado son aún muy ajustadas (Gráfico 3), especialmente para el soberano y el sistema bancario.

El enfoque para resolver la crisis soberana en Europa ha sido, en cierta medida, parcial y errático. Como ya hemos mencionado en el pasado, hay tres frentes principales en los que autoridades de la UE deben ponerse de acuerdo para salir de la crisis: (i) la deuda soberana; (ii) reformas para promover un crecimiento más equilibrado, y (iii) la gobernanza de la zona del euro.

Gráfico 3

Diferencial de los bonos a 10 años respecto a Alemania (pb)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Es necesario resolver las dudas sobre la solvencia de algunos países y aún falta erigir un cortafuegos creíble para los países con problemas de liquidez

El frente relacionado con la deuda soberana tiene dos pilares fundamentales: hacer frente a la insolvencia, así como a los problemas de liquidez. La insolvencia de Grecia se ha abordado con demasiada lentitud, y ha sido probablemente agravada por un programa de rescate que era demasiado duro en las medidas fiscales y por el incumplimiento de las autoridades griegas en su aplicación. El segundo programa de rescate, que es clave para evitar un impago en marzo, depende de un acuerdo con el sector privado que impone una quita nominal del 50% y podría implicar una pérdida de valor presente neto superior al 70%. Este acuerdo aún mantendría sin despejar dos dudas principales. En primer lugar, la participación del sector privado puede no ser lo suficientemente grande. En segundo lugar, incluso con la plena participación de los acreedores privados, Grecia puede no ser solvente, dada la fuerte recesión, la falta de medidas eficaces y el ajuste fiscal pendiente. La participación del sector público y el BCE en la quita de deuda no se puede descartar en este momento.

Para los países solventes con problemas de liquidez se debe erigir un cortafuegos considerable y creíble para evitar el contagio. En nuestra opinión, uno de los grandes errores del planteamiento de la UE frente a la crisis (o al menos una decisión con muchas externalidades negativas) fue abrir la posibilidad de pérdidas por parte de los tenedores de bonos a través del llamado Private Sector Involvement o PSI. La UE acordó en diciembre eliminar el requisito de que cualquier rescate

futuro a otros países necesariamente involucrase al sector privado. Esto es positivo, y es un reconocimiento implícito de que el PSI en el caso griego fue un error, pero no ha sido suficiente para convencer a los inversores de que no se hará efectivo la próxima vez. Un claro reflejo de ello es la ampliación de los diferenciales soberanos de Portugal hasta máximos históricos (Gráfico 3).

Por desgracia, la intensificación de la crisis ha hecho que todos los esquemas para apalancar los recursos del EFSF se queden obsoletos, al extenderse la crisis soberana también a muchos países centrales de Europa (Gráfico 3). Al mismo tiempo, su sustituto (el ESM, cuya puesta en marcha se ha adelantado a mediados de 2012) no cambia demasiado el panorama, pues los recursos de los que dispone (500 mm de euros) todavía no son lo suficientemente grandes como para actuar como un “muro de liquidez”, y aún debe ser aprobado e implementado por todos los países. Incluso la adición de los 150 mm de euros adicionales aprobados para el FMI no serían suficientes para cubrir las necesidades de financiación de España e Italia para los próximos tres años. Sin embargo, la utilización conjunta del ESM, EFSF y el aumento de los fondos del FMI dentro de las discusiones del G20 podría llegar cerca de ese objetivo.

Se debe continuar con las reformas macroeconómicas, para reducir las vulnerabilidades e incrementar el crecimiento a largo plazo

La mayoría de los países periféricos de Europa han presentado algunas propuestas de reformas y se espera que continúen haciéndolo en breve (como en el caso de España). A pesar de que la aplicación de esas reformas tomará tiempo, son una condición necesaria para el crecimiento sostenido y la supervivencia a largo plazo de la unión monetaria. La preocupación por el fuerte lastre sobre el crecimiento generado por los grandes ajustes fiscales se ha incorporado al debate, especialmente por parte de los países periféricos y el FMI. Hasta ahora, la respuesta de la UE y las autoridades alemanas a este debate ha sido vago, señalando sólo a la posibilidad de utilizar una pequeña parte de los fondos estructurales para este propósito. En nuestra opinión, estos ajustes fiscales deberían discutirse teniendo en cuenta tanto el déficit estructural como el cíclico.

Una dimensión importante de las necesarias reformas se refiere al sector financiero. En este caso, la Autoridad Bancaria Europea (EBA, según sus siglas en inglés) aumentó los requerimientos de capital de las entidades bancarias para el año 2012 como primera respuesta una vez que España e Italia se vieron afectados por las dudas del mercado. Pero, en nuestra opinión, este es un enfoque equivocado. En primer lugar, no aborda la esencia del problema en la zona del euro (sobre todo la deuda soberana y no la deuda bancaria), y no promueve una acción coordinada para la limpieza de los balances de los bancos de la zona del euro. En segundo lugar, la aplicación de quitas a los bonos soberanos en el cálculo de las necesidades de capital aumentaron las preocupaciones del mercado sobre los problemas de solvencia, reforzando la retroalimentación negativa entre los bancos y el soberano. Por último, en un contexto de mercados de financiación mayorista cerrados (que no se han abierto con requisitos de capital más elevados), forzar un proceso de desapalancamiento sin limpiar los balances ha intensificado el riesgo de una restricción de crédito y, por lo tanto, una recesión en Europa.

Por último, son esenciales mayores avances en la gobernanza de la zona euro para reforzar a la unión monetaria

Mayores avances en la gobernanza de la zona del euro son necesarios para fortalecer la unión monetaria. Se han producido algunos, hacia una mayor vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos (públicos y privados) en la unión monetaria, con el acuerdo de vigilar una serie de indicadores (el llamado “Six Pack”). Sin embargo, hay menos progreso en otros frentes. Se esperaba que las autoridades de la UE llegasen a un acuerdo en diciembre para reforzar la disciplina fiscal, pero los detalles del tratado internacional (excluyendo el Reino Unido y posiblemente otros) se han aplazado hasta la cumbre de marzo, quebrando la esperanza de una intervención más decidida por parte del BCE en los mercados de bonos. Más importante aún, las negociaciones no han incluido una hoja de ruta clara y creíble para una unión fiscal, con los eurobonos como una de las piezas principales.

En un sentido más amplio, las perspectivas europeas mejorarían sustancialmente con rápidos avances en la gobernanza de la zona del euro, incluida la aprobación y puesta en práctica del tratado fiscal y de las reformas en los países periféricos. Una vez esté implementada esa parte del “gran acuerdo” entre el núcleo y Europa se podrá pasar a discutir e implementar dos medidas

urgentes -antes mencionadas- para reducir el estrés soberano en Europa. En primer lugar, aumentar los recursos para financiar un cortafuegos soberano alrededor de Grecia, tal vez con una acción más decidida por parte del BCE. En segundo lugar, tener en cuenta la debilidad del ciclo económico en la evaluación de la capacidad de la mayoría de los países europeos para cumplir con los objetivos de déficit acordados.

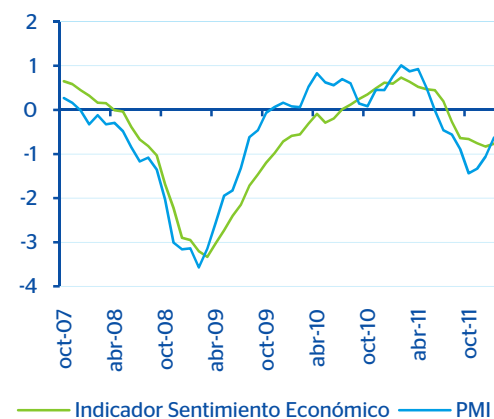
La zona euro se estancó en el tercer trimestre y entro en recesión en el cuarto. Esperamos una recesión en 2012 y una salida lenta en 2013

A diferencia de lo que esperábamos hace tres meses, las medidas acordadas a nivel europeo en diciembre no fueron suficientes para mitigar la crisis financiera, lo que llevó a una caída muy fuerte en la confianza (Gráfico 4) y un fuerte aumento de los costes de financiación de la deuda soberana (Gráfico 3). Esto ha sido acompañado de planes de consolidación fiscal para 2012 y 2013 que en algunos casos quedan en el rango superior de experiencias previas de consolidación fiscal en países desarrollados (véase el recuadro 1), lo cual socava el consumo público. Además, las restricciones de precio y cantidad en la financiación soberana han sido transmitidas al sector privado, lo que tendrá un fuerte efecto sobre la actividad. El PIB de la Eurozona se desaceleró en el tercer trimestre y se estima que se contrajo en el cuarto, tanto en el centro como en la periferia europea, aunque con marcadas diferencias entre ambos. La confianza ha mejorado en enero (sobre todo en Alemania), pero estos signos positivos aún deben ser confirmados en los próximos meses.

Teniendo en cuenta unas tensiones financieras sostenidas y una fuerte consolidación fiscal compensadas parcialmente por un pequeño efecto positivo de la política monetaria laxa y la debilidad del euro, incorporamos una importante revisión a la baja del crecimiento en Europa en los próximos dos años. En particular, prevemos una leve recesión en 2012 (-0,5%) y una recuperación gradual en 2013 (1%, todavía por debajo de su potencial). Debido a la disminución de la actividad, el mercado laboral seguirá deteriorándose, con un aumento de la tasa de desempleo (véase el Gráfico 8 en la siguiente sección). Asimismo, esperamos grandes diferencias de crecimiento entre países (Gráfico 5), dado el diferente tamaño de sus desequilibrios (desempleo, déficit fiscal o deuda privada).

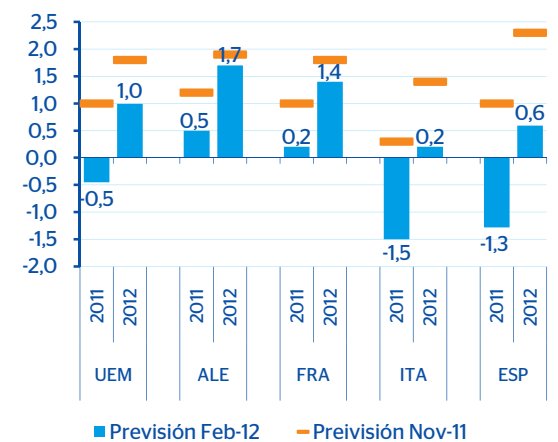
Este escenario base supone que la crisis de la deuda soberana se abordarán en el año 2012 con un cortafuegos creíble para evitar que se siga extendiendo más allá de Grecia. Sin embargo, las tensiones financieras sólo disminuirán progresivamente durante la segunda mitad del año. Por tanto, los riesgos en torno a esta proyección de crecimiento están muy sesgados a la baja debido a un posible "accidente" en el camino hacia una mejora gradual de las tensiones en los mercados financieros.

Gráfico 4
UEM: indicadores de confianza (normalizados)



Fuente: BBVA Research, Markit y Haver

Gráfico 5
Crecimiento en la UEM



Fuente: BBVA Research

El BCE intenta reparar el funcionamiento de los mercados de financiación, pero se necesitan más medidas

Dado el peor panorama para Europa, y en ausencia de presiones inflacionarias significativas, los instrumentos "tradicionales" de política monetaria del BCE seguirán teniendo un tono más acomodaticio. El BCE ha reducido los tipos de refinanciación en 50 puntos básicos y se prevé un recorte adicional de 25 puntos básicos en los próximos meses, que los llevará hasta el 0,75%, por debajo del piso anterior del 1%.

Sin embargo, creemos que esto no es suficiente para hacer frente a la crisis europea. Es posible que se necesite un papel más amplio del BCE. Los mercados están casi cerrados para las instituciones financieras fuera de los países centrales, y las condiciones para el soberano, que han sido muy restrictivas en la última parte de 2011, han mejorado sólo recientemente. Hasta ahora, el apoyo del BCE a los mercados de deuda soberana (compra de bonos a través del Programa del Mercado de Valores o SMP) ha sido limitado en virtud de su convicción de que su papel no es actuar como prestamista de última instancia para los gobiernos, sino restablecer el mecanismo de transmisión de la política monetaria, algo que todavía no ha sucedido.

En cambio, el papel del BCE se ha centrado en el apoyo a través de otorgar una mayor liquidez al sistema bancario, que ha sido gravemente dañado. Las preocupaciones soberanas se están trasladando al sector bancario debido a la elevada exposición de éste a la deuda soberana, inducida en parte por el entorno regulatorio. Además, esta exposición soberana está afectando negativamente a la capacidad del sistema bancario para acceder a los mercados mayoristas de financiación (aumentando su dependencia del BCE) y alimenta las preocupaciones sobre su solvencia, lo que a su vez ha propiciado nuevos requisitos de capital para el sistema bancario europeo.

A fin de dar apoyo al sistema bancario, que se enfrenta a una agenda muy apretada de vencimientos de la deuda a principios de 2012, el BCE ha realizado subastas de liquidez a tipo fijo hasta tres años (que ha sido utilizado masivamente por los bancos europeos), y ha ampliado el colateral admisible. Estas medidas están teniendo efectos positivos sobre el sistema bancario europeo: actúan como un soporte a las necesidades de financiación, y, al mismo tiempo, reducen el riesgo de liquidez del sistema. Sin embargo, aún no hay señales de que las instituciones estén dispuestas a prestarse unas a otras. Esta liquidez adicional ha contribuido en parte para aliviar las tensiones en los mercados soberanos, sobre todo en el extremo corto de la curva, pero la mayor parte ha vuelto al BCE a través de la facilidad de depósito.

En definitiva, pensamos que a menos que se adopten nuevas medidas, el enfoque de la intervención indirecta en los mercados soberanos a través de la provisión de liquidez a los bancos no será suficiente para reducir todo lo necesario los tipos de interés a largo plazo, aunque sin duda ha dado a los países algo más de tiempo para abordar los desafíos. Además, una reapertura de los mercados de financiamiento privado es esencial para restablecer las condiciones normales. Teniendo en cuenta los estrechos vínculos entre los bancos y las acciones soberanas, se deben tomar acciones decididas para hacer frente a la verdadera raíz del problema: las preocupaciones por la deuda soberana..

Recuadro 1. Experiencias de grandes consolidaciones fiscales en economías desarrolladas

Una buena parte de los países de la periferia europea (incluyendo España e Italia) se encuentran inmersos en programas de consolidación fiscal ambiciosos para 2012. En particular, de acuerdo a los objetivos establecidos con la Comisión Europea, España debería realizar una reducción del déficit fiscal en 2012 de alrededor de 3.8 puntos porcentuales del PIB, Italia de 1.6 pp, Portugal¹ de 3.5 pp, Grecia de 1.2 pp e Irlanda de 0.9 pp. Sin duda estos son objetivos bastante ambiciosos en muchos de estos países, lo que invita a compararlos con experiencias pasadas de grandes consolidaciones fiscales.

No necesariamente todas las experiencias de reducción del déficit son comparables con los programas que se implementarán en Europa en 2012, pues una consolidación fiscal puede llevarse a cabo por motivos diferentes al objetivo explícito de reducir el déficit. Por ejemplo, se puede producir una reducción del déficit como consecuencia de una mejora de la posición cíclica de la economía, o por un fuerte incremento del precio de los activos (por ejemplo, una burbuja inmobiliaria). Alternativamente, se puede llevar a cabo una política fiscal restrictiva para reducir el recalentamiento de una economía, en cuyo caso la reducción del déficit es una consecuencia más que un objetivo explícito de las autoridades económicas.

Teniendo esto en consideración, y tomando como muestra comparable un grupo 17 países de la OECD² para el periodo comprendido entre 1978 y 2009, se observan un total de 173 episodios (país y año) en los que las autoridades tomaron medidas con el objetivo explícito de reducir el déficit fiscal³. A partir de estos episodios surgen tres lecciones interesantes.

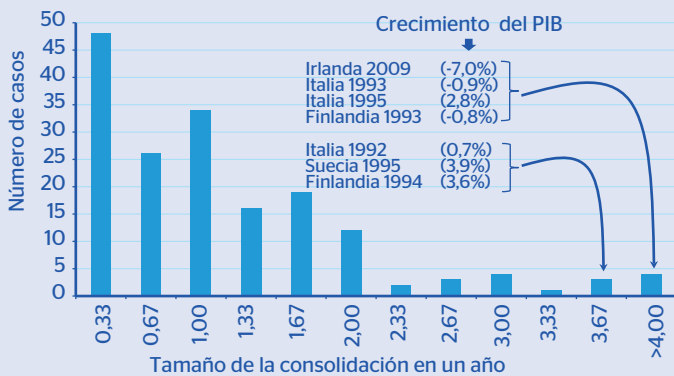
En primer lugar (ver gráfico 6), destaca el hecho de que han existido sólo tres casos de consolidaciones mayores al 4% del PIB en un año: Irlanda en 2009 (4,7% del PIB) e Italia en 1993 y 1995 (4,5% y 4,2%, respectivamente). Si incluimos consolidaciones mayores a 3 puntos porcentuales del PIB, la muestra se ve incrementada en 5 nuevos casos: Finlandia en 1993 y 1994 (3,7% y 3,5% respectivamente), Italia en 1992 (3,5%), Suecia en 1995 (3,5%) y Holanda en 1983 (3,2%).

Una segunda lección es que a pesar de existir una política explícita de ajuste fiscal, es probable que la positiva situación cíclica exhibida en una gran proporción de los casos haya colaborado en la consecución del objetivo establecido a priori por las autoridades. Al tomar en cuenta los niveles de crecimiento verificado en ese periodo se puede notar que muchos países crecieron por encima de su nivel promedio de los años anteriores y sólo tres de los ocho países experimentaron una recesión. Esta lección es importante de cara a la actual situación de muchas economías europeas, que no se verán beneficiadas por un ciclo al alza ni un entorno internacional positivo.

Finalmente, si observamos cómo se lleva a cabo el ajuste, en los 8 casos analizados el 65% del ajuste se obtuvo vía reducción de gasto. En particular, el gasto público no contribuyó a la reducción del déficit en más de 2,5 pp del PIB (el resto se produjo a través de un incremento de ingresos), excepto en casos donde se partía de una presión tributaria ya elevada, como los países nórdicos (Gráfico 7), lo que habría dificultado que la consolidación fiscal descansara más sobre la tributación.

Gráfico 6

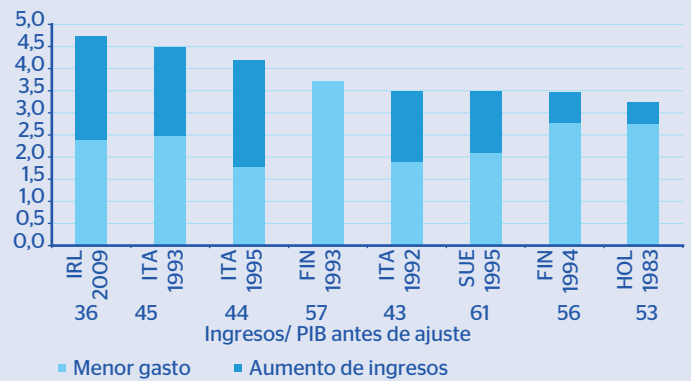
Distribución de las consolidaciones fiscales en países OCDE con objetivos de reducción de déficit



Basado en 173 casos de consolidación fiscal entre 1978-2009 para 17 países de la OECD (Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Japón, Holanda, Portugal, España, Suecia, Reino Unido y EE.UU.). Fuente: BBVA Research a partir de Devries et al (2011)

Gráfico 7

Mayores consolidaciones fiscales en OECD, (% del PIB) 1978-2009: descomposición por tipo de ajuste



Fuente BBVA Research a partir de Devries et al (2011)

1: No tiene en cuenta el traspaso de los fondos de pensión de la banca privada al Estado producido en el 2011.

2: Los 17 países de la muestra son: (Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Japón, Holanda, Portugal, España, Suecia, Reino Unido y EE.UU).

3: "A new action-based dataset of fiscal consolidation"; Devries, Guajardo, Leigh, Pescatori; IMF, June 2011.

3. EE.UU. se separa de la desaceleración global, pero con alta incertidumbre

Crecimiento sostenido hacia delante, pero limitado por la debilidad de la zona del euro y el lastre de la política fiscal

Las perspectivas de 2012 han mejorado levemente tras la publicación de varios datos alentadores a finales de 2011. Los nuevos datos durante las últimas semanas parecen apuntar a una aceleración de la actividad económica en los EE.UU. en el cuarto trimestre, empezando por la publicación de las cifras preliminares del PIB a finales de enero. La producción industrial se aceleró en diciembre y si bien el mercado de trabajo está limitando el ritmo de gasto de los consumidores, el crecimiento del empleo se aceleró por tercer mes consecutivo en enero. En consecuencia, la tasa de desempleo cayó al 8,3 por ciento, y continuó su tendencia a la baja (Gráfico 8). En todo caso, es probable que el crecimiento del empleo siga siendo moderado debido en parte a los recortes del gobierno. Además, el mercado de la vivienda está empezando a mostrar algunos signos de mejora, salvo en términos de una cantidad aún alta de ejecuciones hipotecarias previstas. Todas estas fueron noticias positivas, pero no lo suficiente para reducir las preocupaciones del mercado en torno a si la economía de EE.UU. puede continuar en esta línea optimista en un contexto de desaceleración de la actividad de Asia y frente a las consecuencias de una posible intensificación de la crisis europea (Recuadro 2).

Las primeras estimaciones de crecimiento del PIB en el cuarto trimestre muestran un incremento del 0,7% trimestral en la actividad económica, la tasa más fuerte desde hace un año y medio, aunque con dos factores especiales: las compras de Navidad y la inversión en existencias. Más allá de eso, nuestros indicadores adelantados sugieren que el crecimiento del PIB en el primer trimestre de este año podría estar cerca de un 0,5% trimestral (2% anualizado). Estas tendencias reflejan la mejora continua de la inversión no residencial, las existencias y las exportaciones.

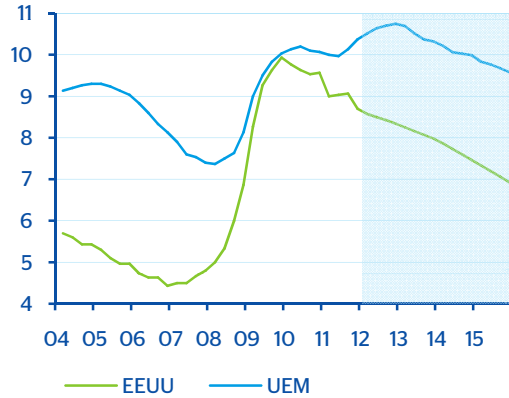
Incluso una tasa de crecimiento anualizada del 2,8% en el cuarto trimestre se quedó por debajo de las expectativas del mercado. Esto está en consonancia con la opinión de Bernanke de que la perspectiva de crecimiento es mixta y se trata de una recuperación aún no autosostenida, lo que llevó a la Fed a revisar a la baja sus proyecciones de crecimiento para 2012 y 2013. En este sentido, seguimos considerando las proyecciones de crecimiento del FOMC demasiado elevadas, especialmente teniendo en cuenta el lastre que generarán las medidas de austeridad fiscal previstas en el futuro.

Si bien la recuperación de EE.UU. es más débil que otros ciclos post-recesivos, se observará un desacoplamiento de la recesión esperada en Europa en 2012 (véase el Gráfico 8 para un reflejo de este desacoplamiento en el mercado laboral). En relación a nuestro anterior Global Economic Outlook publicado en noviembre, nuestras perspectivas se mantienen sin cambios, con un crecimiento estimado del 2,3% en 2012 y 2,2% en 2013.

En nuestra opinión, los riesgos sobre estas previsiones de crecimiento están sesgadas a la baja. Una posible intensificación de la crisis en Europa sigue siendo el mayor factor de riesgo. En el frente interno, la continuada debilidad del mercado de la vivienda, el endurecimiento de las condiciones de crédito y el proceso de desapalancamiento en curso limitarán el ritmo de crecimiento del consumo. Por el lado de la política económica, la elevada incertidumbre (Gráfico 9) podría contener el gasto de capital y su financiación. En particular, existe mucha incertidumbre en torno a la posibilidad de un gran ajuste fiscal en 2013 ya que una serie de recortes de impuestos expiran y se implementarán los recortes automáticos de gasto relacionados con el acuerdo de techo de la deuda. Estimaciones VAR muestran que un aumento de 200 puntos en el índice de incertidumbre política puede tener un impacto negativo de hasta el 2% en el PIB y de 13% en la inversión al cabo de un año⁴.

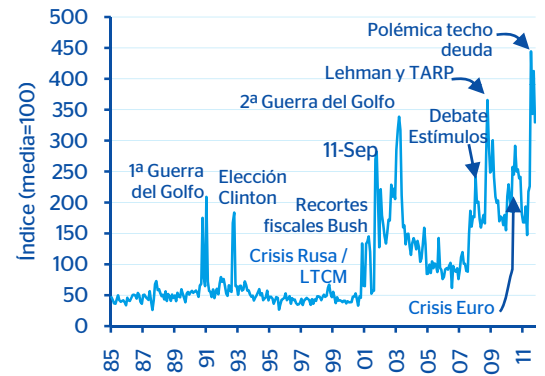
4: Baker, Bloom y Davis (2011) "Measuring Economic Policy Uncertainty". <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.davis/pdf/PolicyUncertainty.pdf>

Gráfico 8
Tasas de paro en EEUU y UEM (%)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 9
EEUU: Índice Google-news de incertidumbre de política económica



Número mensual de nuevos artículos que contienen "uncertainty" o "uncertain", "economy" o "economic", y también términos políticos relevantes ("policy", "tax", "spending", "regulation", "federal reserve", "budget" or "deficit"). Ponderados por el número de artículos que contienen "today". Series normalizadas en media 100 en el periodo muestral.

Fuente: BBVA Research basado en Baker et al (2011)

La Fed mantendrá una postura cautelosa. La implementación de un estímulo adicional requerirá de un amplio consenso, incluso con un FOMC más proclive

Como se mencionaba anteriormente, existen todavía muchas señales mixtas sobre la economía estadounidense. La Fed, sin embargo, está dispuesta a actuar de nuevo si las proyecciones de crecimiento se deterioran. La reciente declaración del FOMC expresó el deseo de seguir siendo "muy acomodaticio". Esta afirmación implica que la Fed da por sentada una recuperación muy lenta, incluso al mismo tiempo que proyecta tasas de crecimiento superiores al consenso.

En línea con las proyecciones recientes de los miembros del FOMC esperamos que la Fed mantenga las tasas de interés sin cambios al menos hasta comienzos de 2014. Esta nueva estrategia de comunicación de la Fed (incluyendo la publicación de sus previsiones de tasas de interés) trata de reforzar el tono relajado de su política monetaria. El cambio en la estrategia de comunicación puede tener varios efectos: (i) reducir la incertidumbre acerca de la trayectoria futura del tipo de interés oficial y reducir la volatilidad de los tipos de interés de mercado; (ii) ayudar a la toma de decisiones de inversión de largo plazo, lo que podría ser considerado como un estímulo adicional, y (iii) reducir los tipos de interés esperados de largo plazo, para impulsar la demanda agregada.

Aunque es posible otra ronda de compras de activos (QE3), no es inminente. Creemos que el FOMC no está listo para embarcarse en estas compras ya que sus efectos serían pequeños si no se abordan los problemas en el mercado de la vivienda. En cualquier caso, si las condiciones se deterioran, la Reserva Federal no dudará en tomar medidas más agresivas, especialmente en el contexto de las expectativas de inflación estables.

El estancamiento político impedirá seguir avanzando en la consolidación fiscal en el largo plazo

El enorme déficit fiscal estructural y el partidismo extremo en Washington son causas de preocupación. En comparación con otras regiones, en EEUU el proceso de consolidación fiscal será mucho más lento, pero aún así sujeto a ajustes bruscos. En el corto plazo, se han prolongado los recortes de impuestos sobre los salarios y las prestaciones por desempleo que expirarían en diciembre de 2011 (4 billones de dólares), pero es probable que sólo durante dos meses. Aunque el Congreso está debatiendo una extensión de 10 meses, aún está pendiente una solución a largo plazo. De lo contrario, el final de los recortes tributarios de Bush, junto con la entrada en vigor de los recortes automáticos del gasto, implicaría un fuerte ajuste fiscal en 2013.

Es probable que el Congreso llegue a un acuerdo sobre la ampliación del recorte de impuestos a los salarios, pero el impacto económico adicional que esto implique será menor. Tras este acuerdo, es poco probable que Washington haga frente a otras cuestiones adicionales, dado que los políticos se centrarán en la próxima elección prevista para noviembre, lo que implica un estancamiento político hasta entonces. Esto deja a las perspectivas de política fiscal sin un plan claro y creíble para la consolidación fiscal en el largo plazo, y una probable concentración del ajuste fiscal en 2013, precisamente lo contrario de lo que sería deseable para garantizar una transición suave hacia un crecimiento autosostenido apoyado en el sector privado.

Recuadro 2. Canales de transmisión de la crisis desde Europa a EE.UU.

En este recuadro se analizan los posibles efectos de una crisis europea prolongada en el crecimiento económico de EEUU. Es de sobra conocido que ese daño se desplaza a través de los canales comerciales, financieros y de confianza. Sin embargo, una crisis europea prolongada también afecta al crecimiento económico estadounidense al provocar un descenso del precio de los activos (efectos riqueza), un aumento de la incertidumbre (menor confianza empresarial) y un endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito⁵. Para medir los efectos en la actividad económica estadounidense nos centramos en dos vínculos directos: el efecto probable de una crisis europea prolongada (i) en las exportaciones de EEUU, y (ii) en las condiciones de financiación en dólares en los mercados financieros.

Estudios recientes han demostrado que existe una relación directa entre las condiciones financieras y el brusco descenso de las exportaciones mundiales tras el derrumbe de Lehman Brothers. Las crisis financieras suelen asociarse a pérdidas de capital y desapalancamiento. Como es natural, ambos efectos reducen la concesión de créditos al comercio, lo que a su vez se traduce en una menor actividad comercial. Aparte de esto, un fuerte incremento del índice de volatilidad –una señal general de deterioro de las condiciones financieras y de incertidumbre– puede desencadenar otro retroceso en las exportaciones estadounidenses debido a la cancelación de pedidos, a los problemas de impago que sufren las empresas o a la fluctuación de las divisas.

Por otro lado, algunos estudios demuestran que las ventas en corto especulativas pueden acelerar la crisis de liquidez

al desencadenar una concentración de ventas de valores. Cuando la financiación a corto plazo alcanza niveles excesivos, como ocurrió en 2008, los bancos deciden atesorar efectivo ante un posible fallo sistémico. Por tanto, los eventos extremos de liquidez pueden provocar alteraciones tanto en los mercados de crédito como de renta variable. La interconexión entre los sistemas financieros permite aumentar la liquidez, pero también genera la necesidad de cobertura frente al riesgo, lo que expone a los mercados de financiación en dólares a movimientos volátiles en otras regiones y divisas.

Para cuantificar el efecto negativo de la crisis europea en las exportaciones estadounidenses, recurrimos a nuestro modelo de exportaciones de EEUU, que incorpora el crecimiento del PIB mundial y el índice de volatilidad como factores explicativos. En el escenario de riesgo, utilizamos el índice de volatilidad (escenario de riesgo) de la Reserva Federal correspondiente a la Revisión del Plan de Capital 2012, junto con nuestros escenarios adversos adaptados para el tipo de cambio efectivo real de EEUU⁶. Como hemos señalado antes, la crisis europea ha sido un asunto que ha avanzado lentamente, mientras que el episodio de Lehman Brothers supuso una parada repentina e inesperada de la maquinaria del comercio internacional. Por ese motivo, preveemos una reducción más lenta de las exportaciones que durante Lehman Brothers, por el cual las exportaciones descenderían 100 mm de dólares entre el último trimestre de 2011 y el de 2012, lo que constituye un 0,7% del PIB (véase el Gráfico 10).

5 Para obtener una descripción más detallada de los canales de transmisión de la crisis, véase nuestro Economic Watch titulado "Crisis Channels: Trade, Financial and Confidence", de 19 de enero de 2012.

6: El tipo de cambio efectivo real de EE. UU. aumenta de forma moderada (se aprecia) como resultado de la huida hacia la seguridad.

Regresando al sistema financiero, consideramos que el sistema bancario estadounidense podría absorber los efectos de una crisis europea dadas las inyecciones masivas de liquidez por parte de la Reserva Federal, así como los ejercicios objetivo y creíble de evaluación del capital por parte de los reguladores.

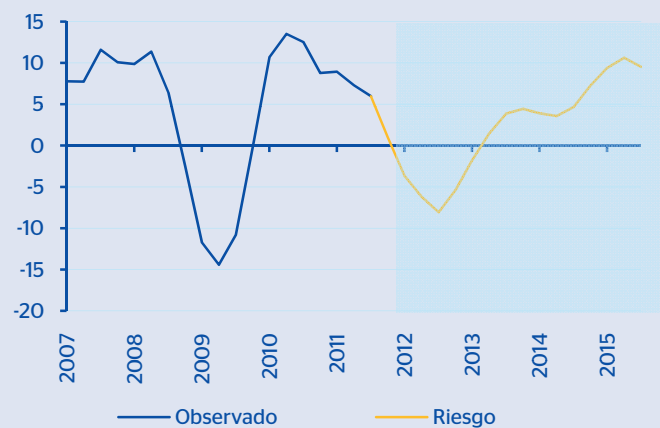
Asimismo, en lo referente a la posibilidad de un contagio financiero, un hecho que justificaría una transmisión menos agresiva de la crisis europea es que el mercado ya anticipa en gran parte este problema. Sin duda, fue el carácter imprevisible del derrumbe de Lehman Brother lo que propagó la crisis en 2008, pero son muchos los inversores que ya han reducido su exposición a Europa. En esa línea, el Banco de Pagos Internacionales (BIS) señala que la exposición de Estados Unidos a los países europeos con problemas podría ascender a 302mm de dólares USD. Una parte sustancial de la exposición indirecta está relacionada con CDS soberanos y bancarios: cerca del 69% de la exposición de Estados Unidos se concentra en derivados, derechos de crédito y garantías.

Para recoger algunas de las dinámicas que subyacen en la financiación en dólares hemos elaborado una simulación, basada en el análisis de eventos, que trata de aislar los factores que desencadenaron el derrumbe de Lehman para aplicarlos a un modelo de referencia coherente con la situación actual de la economía global. Nuestro escenario

base supone un mayor conocimiento del mercado, lo que reduce el riesgo de financiación en divisas, dando lugar a un diferencial de swap en euros a un día de 98 pb (swap Euribor/ Euro) y una media más moderada de 55pb para el diferencial de swap en dólares (swap LIBOR/US). En el escenario de riesgo, caracterizado por una mayor volatilidad, una brusca contracción de la economía europea y un empeoramiento de las perspectivas de crecimiento doméstico, los diferenciales swap del euro y el dólar serían superiores en una media de 21 y 23 pb superior al del escenario de referencia (véase el Gráfico 11).

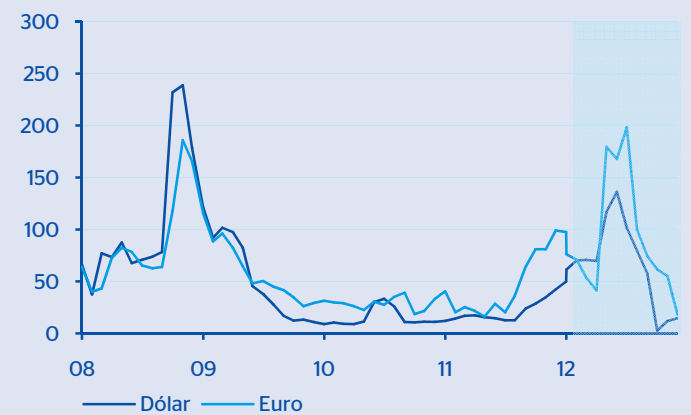
En resumen, los resultados de la simulación ponen de relieve la gran repercusión de una posible prolongación de la crisis europea en el crecimiento económico de EE. UU. El efecto total en la economía estadounidense dependerá de la combinación de mecanismos de transmisión directa e indirecta. En lo que respecta a la trasmisión directa, creemos que el escenario de crisis europea provocaría un descenso de las exportaciones estadounidenses de 100.000 millones USD (0,7% del PIB). También consideramos que los diferenciales de financiación a un día aumentarían sustancialmente, pero sin llegar a alcanzar los máximos registrados en la época de Lehman Brothers.

Gráfico 10
Simulación de evolución de las exportaciones de EEUU bajo una mayor crisis en Europa (%a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 11
Diferenciales de swaps dólar y euro bajo una mayor crisis en Europa (pb)



Fuente: BBVA Research

4. Economías emergentes: apoyadas por la demanda interna

La resistencia de la demanda interna amortigua el impacto del deterioro global al tiempo que se suavizan los riesgos inflacionistas

desaceleración que se intensificó en la parte final de 2011. Como rasgo común, ello fue debido a una intensificación del deterioro de su entorno exterior, procedente de la falta de resolución de la crisis de deuda en Europa. Las preocupaciones por un aterrizaje brusco de China (que a la postre no se materializaron) también han influido negativamente en el resto de economías emergentes, de forma que el crecimiento trimestral anualizado del conjunto de estas economías todavía se situaba en el entorno del 4%, si bien esta cifra es la más baja desde el inicio de la recuperación.

Sin embargo, la desaceleración de las economías emergentes puede calificarse como ligera dadas las dificultades que atraviesa el conjunto de la economía global, y ello es debido a que la demanda interna, tanto en Asia emergente como en Latinoamérica, se está mostrando resistente. En general estas economías continúan creciendo con más fuerza que las economías avanzadas y, de momento, se puede decir que las tensiones en los mercados de deuda europea no están teniendo un impacto significativo en estas regiones, sino más bien están provocando una desaceleración que, en algunos casos donde se habían acumulado desequilibrios difíciles de manejar por la política económica, es muy saludable.

La inflación, por su parte, presenta una evolución un tanto divergente. Por una parte, en Asia emergente se han suavizado las presiones inflacionistas, tanto por la caída de los precios de los alimentos como por el menor dinamismo de la actividad, y se prevé que continúe haciéndolo en la medida en que los precios de otras materias primas (petróleo, en particular) se moderen adicionalmente. Por su parte, en Latinoamérica, la inflación recientemente está resultando algo más alta de lo esperado, con pocas excepciones, si bien también se espera una moderación, probablemente menos intensa que en Asia.

La moderación en la inflación, y las previsiones de que en mayor o menor medida pueda continuar hacia delante, da margen a que las políticas monetarias puedan apoyar más al crecimiento. De hecho esa es la expectativa: un giro de la política en apoyo al crecimiento o, cuando menos de estabilidad, tanto por el mayor margen que da la moderación de la inflación, como por la desaceleración en el crecimiento que se espera. Probablemente el apoyo de política monetaria será mayor en Asia que en Latinoamérica -dada una mayor reducción prevista de la inflación en la primera-, pero incluso en esta última región se cancelan prácticamente todas las subidas de tipos previstas y en algunos casos se producen ya recortes (como en Brasil).

En Latinoamérica se consolida la convergencia hacia su crecimiento potencial; la región presenta buenas condiciones para resistir el deterioro global

Desde los últimos meses del año pasado ha venido consolidándose una desaceleración económica en la región. Detrás de la misma cabe señalar el aumento de la inflación que ha restado capacidad de compra, junto con el aumento en la aversión al riesgo global, que se reflejó en una reducción de los flujos de entrada de capital (Gráfico 12) una mayor presión sobre las monedas y un mayor grado de incertidumbre. Los precios de las materias primas, especialmente el cobre, también sufrieron un ajuste a la baja desde el tercer trimestre de 2011 lo que también ha afectado a las perspectivas para sus precios en 2012. En las economías más expuestas al ciclo global también se ha producido un cierto impacto por la vía de la demanda externa, como es el caso de México, pero este ha resultado algo inferior a lo que cabría haber esperado.

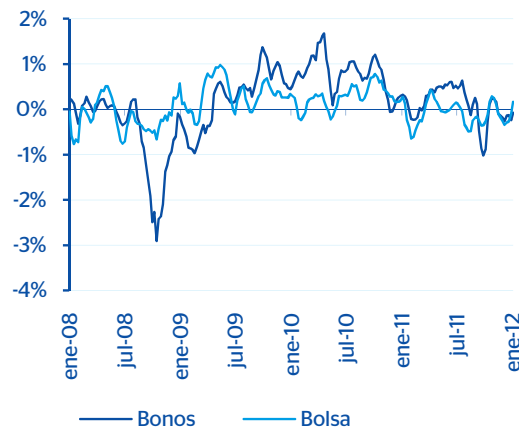
Sin embargo, el ajuste ha sido moderado, e incluso en países como Chile o Perú hay dudas sobre si la desaceleración en la demanda interna será suficiente como para que la inflación retorne a tasas cercanas al objetivo de los bancos centrales. Por otra parte, persiste el buen comportamiento de la inversión en capital fijo, impulsada en parte por inversiones extranjeras (Chile, Colombia, Perú), lo que unido a expectativas de un mayor dinamismo de la inversión pública (Brasil, Colombia, Perú) permite anticipar que la demanda interna seguirá con

crecimientos robustos y sosteniendo el conjunto de la actividad. En definitiva, parece apuntarse que la región está convergiendo a un ritmo de crecimiento cercano al potencial.

Como se señalaba anteriormente, la inflación ha sorprendido al alza. En parte esto fue el resultado de alzas transitorias en los precios de los alimentos (parcialmente revertidas), y de la depreciación de las monedas en la última parte del año. Hacia delante, la combinación de correcciones a la baja de precios de alimentos y menores presiones de la demanda interna deberían ayudar a que la inflación converja hacia las metas oficiales de los respectivos países (Gráfico 13).

Gráfico 12

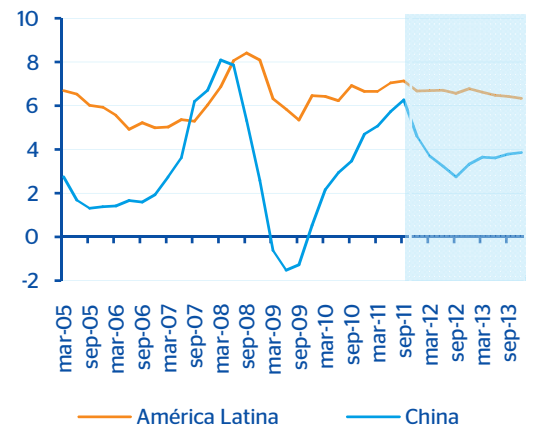
Flujos de capitales a economías emergentes como porcentaje de activos gestionados (media 4 semanas)



Fuente: BBVA Research y EPFR

Gráfico 13

Inflación (%a/a)



Fuente: BBVA Research

Las monedas de los países latinoamericanos se han visto sometidas a una marcada volatilidad en función del grado de aversión global al riesgo. Estas oscilaciones han sido amplificadas por las fluctuaciones de los precios de materias primas que, dentro del marco de fortaleza subyacente, también han sido afectados por los fuertes cambios en percepciones respecto al futuro de la economía global. La depreciación experimentada a mediados de 2011 ha detenido la presión para contener entradas de capitales e incluso se levantaron restricciones en algunos países. Sin embargo, la desaceleración económica global producirá una corrección a la baja de los precios de los principales productos básicos que exportan los países latinoamericanos, y las tensiones en los mercados financieros seguirán vigentes, al menos en la primera parte de 2012. Frente a ello, la tendencia general de las monedas de la región debería ser a una depreciación moderada.

En este contexto, apenas se revisan las previsiones de crecimiento (salvo el caso de Venezuela, donde se espera una política fiscal más expansiva que la prevista hace tres meses) respecto a las publicadas en noviembre. Latinoamérica continuará creciendo con fuerza en 2012, si bien se desacelerará adicionalmente desde las tasas observadas en 2011, de forma que la región crecerá un 3,7%, para luego retornar a tasas cercanas al 4% en los siguientes años. El principal soporte de este crecimiento es la demanda interna, que habría crecido en un 5,6% en 2011 y que se prevé que se desacelere hasta el 4,5% en 2012, mientras que el principal drenaje, por comparación con el año anterior, procederá de la menor demanda exterior (Gráfico 14).

Aterrizaje suave en Asia y políticas acomodaticias en apoyo al crecimiento

El patrón de evolución se repite en Asia: la región se desacelera vía demanda externa, por el impacto del deterioro global, pero la demanda doméstica se mantiene relativamente sólida. En todo caso la desaceleración es leve. Este es el caso de China. El crecimiento en el cuarto trimestre fue mejor de lo esperado (8,9% interanual, desde 9,1% el trimestre anterior), dado que las exportaciones chinas, aún moderándose, todavía se mantienen en unos niveles destacados. Este hecho ha permitido aliviar los temores sobre un aterrizaje brusco de esa economía que arrastrara al conjunto de la región. En el resto de la región también habría continuado la desaceleración, en especial en las economías más pequeñas y más abiertas al intercambio comercial.

La región, sin embargo, no ha sido inmune a los efectos del incremento en la aversión al riesgo, y los mercados asiáticos se han resentido con aumentos de las primas de riesgo y salidas significativas de capital, reflejo de los temores de contagio por parte de los inversores, pero en menor medida que otros mercados emergentes. En este contexto, los mercados de divisas se vieron especialmente afectados, con depreciaciones generalizadas en la parte final de 2011 (excepción hecha del renminbi) en parte aliviadas por intervenciones de los bancos centrales, y más significativas en el caso de la rupia india.

Como se señalaba anteriormente, la inflación general y subyacente han cedido parcialmente, por caídas de los precios tanto de alimentos como otros productos. En todo caso, esta caída de la inflación ha servido para aliviar la presión sobre los bancos centrales. Además, el crecimiento del crédito también se ha moderado, y las medidas adoptadas en China para enfriar el mercado inmobiliario están teniendo un relativo éxito, ya que los precios continúan con su desaceleración.

Todo ello ha permitido un cierto cambio en el tono de la política monetaria, aunque la alta inflación todavía limita su actuación. De hecho, las medidas previamente puestas en marcha en la región para enfriar las señales de sobrecalentamiento en algunos mercados han sido puestas en pausa y, en algunos casos, han comenzado a revertirse parcialmente. Claramente este ha sido el caso en China, donde las autoridades hablan ahora de una política fiscal pro-activa. Además, a finales de noviembre las autoridades rebajaron el ratio de reservas, en una señal inequívoca de un ciclo más laxo. En otros países también se han visto las primeras rebajas de tipos, como Indonesia, Australia e Indonesia.

En Asia, el crecimiento se revisa a la baja muy ligeramente. El menor dinamismo global se dejará notar especialmente en la primera mitad de 2012, dando lugar a un cierto rebote en la segunda mitad (Gráfico 15), en la medida en que la política económica gire a un modo más acomodaticio, tal y como se prevé puesto que las presiones inflacionistas y en el precio de los activos habrán remitido parcialmente. De esta forma esperamos recortes de tipos (modestos, en todo caso), que servirán para contrarrestar el deterioro en el entorno exterior. En China, el crecimiento se mantendrá robusto, con una tasa del 8,3%, menor que en años anteriores por el menor tirón de la demanda externa. La inflación, en su promedio anual se situará en el 3,3%, mientras que el renminbi se apreciará a un menor ritmo que en 2011. Dado el mayor margen de maniobra que la caída de la inflación ha permitido a las autoridades chinas, se prevé que precisamente parte de la fortaleza del crecimiento se deba al uso del margen disponible en la política monetaria. Así, esperamos recortes de tipos y de los coeficientes de reservas en la primera mitad de 2012, graduados en función de la evolución del entorno exterior.

Gráfico 14

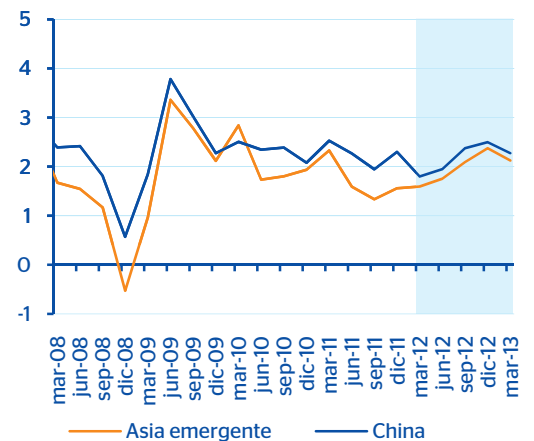
Latam: crecimiento del PIB



Fuente: BBVA Research

Gráfico 15

Asia emergente: crecimiento del PIB (% t/t)



Fuente: BBVA Research

Los riesgos están sesgados a la baja por el entorno exterior

Con todo, los riesgos de este escenario continúan sesgados a la baja, debido a incertidumbres globales y fragilidades propias domésticas. Algunos elementos de preocupación proceden del grado de desaceleración de algunas economías motor de ambas regiones: por una parte, de las señales que lleguen del alcance de la desaceleración en China; por otra parte, del impacto que la moderación de la demanda interna pueda tener en la India y en Brasil. En el caso de China se añaden riesgos procedentes de una corrección significativa de los precios inmobiliarios y de la carga financiera que soportan las corporaciones locales. Aun así, el riesgo de un aterrizaje brusco en China, aunque en aumento, es todavía muy bajo. Las fragilidades domésticas son manejables y hay amplio margen de actuación por parte de la política económica en apoyo del crecimiento.

Lo mismo podría decirse de Latinoamérica. Se han acumulado resortes suficientes para manejar deterioros acotados procedentes del sector exterior. Los desequilibrios fiscal y de cuenta corriente son, en la mayor parte de los casos, manejables, y los países han mejorado sus posiciones de activos, por lo que llegado el caso habría margen suficiente para apoyar el crecimiento en la región. La situación, por tanto, es muy sólida en la región (con la excepción de Venezuela), y todo ello lleva a prever que incluso en un escenario de mayor deterioro económico global Latinoamérica continuará creciendo.

En general, en ambas regiones los impactos serán acotados, en parte por el mantenimiento de la confianza en ambas regiones, mucho mayor del experimentado tras la caída de Lehman Brothers en 2008. En parte esto es debido a que la actual crisis es una sucesión de eventos, y no tanto un choque abrupto y sorpresivo. Esto ha permitido que la demanda doméstica se mantenga, a pesar de que algunos efectos de la mayor aversión al riesgo se han notado en los mercados financieros de la región a través de flujos de capital, menores precios de activos y depreciación de las monedas.

5. Tablas

Tabla 1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas interanuales, %)	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-3,5	3,0	1,7	2,3	2,2
UEM	-4,2	1,8	1,6	-0,5	1,0
Alemania	-5,1	3,6	3,0	0,5	1,7
Francia	-2,6	1,4	1,6	0,2	1,4
Italia	-5,1	1,4	0,4	-1,5	0,2
España	-3,7	-0,1	0,7	-1,3	0,6
Reino Unido	-4,4	2,1	0,9	0,5	1,4
América Latina *	-0,6	6,6	4,5	3,7	4,1
México	-6,1	5,4	3,8	3,3	2,9
EAGLES **	4,0	8,4	6,7	5,9	6,5
Turquía	-4,9	9,2	8,5	1,9	4,2
Asia-Pacífico	4,2	8,1	5,8	5,8	6,1
China	9,2	10,4	9,2	8,3	8,7
Asia (exc. China)	1,0	6,7	3,5	4,2	4,4
Mundo	-0,6	5,1	3,9	3,5	4,1

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

** Brasil, China, Egipto, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Taiwán, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 31 de enero de 2012

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas interanuales, %)	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-0,4	1,6	3,2	2,3	2,3
UEM	0,3	1,6	2,7	1,8	1,3
Alemania	0,2	1,2	2,3	1,8	1,3
Francia	0,1	1,6	2,1	1,6	1,2
Italia	0,8	1,5	2,8	2,2	1,5
España	-0,3	1,8	3,2	1,2	1,1
Reino Unido	2,2	3,3	4,5	2,8	1,9
América Latina *	6,9	7,4	10,0	9,5	9,1
México	5,3	4,2	3,4	4,0	3,3
EAGLES **	2,8	5,3	6,3	4,8	4,7
Turquía	6,3	8,6	6,7	9,1	6,0
Asia-Pacífico	0,3	3,6	4,8	3,3	3,4
China	-0,8	3,3	5,4	3,3	3,7
Asia (exc. China)	1,1	3,7	4,4	3,2	3,1
Mundo	2,2	3,5	5,1	3,9	3,6

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

** Brasil, China, Egipto, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Taiwán, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 31 de enero de 2012

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-2,7	-3,3	-3,2	-3,1	-3,2
UEM	-0,5	-0,5	0,0	-0,1	0,4
Alemania	5,6	5,7	5,3	4,6	4,4
Francia	-1,5	-1,7	5,3	4,6	4,4
Italia	-2,0	-3,5	5,3	4,6	4,4
España	-5,2	-4,5	-4,3	-3,5	-1,1
Reino Unido	-1,7	-2,5	-2,5	-0,9	-0,2
América Latina *	-0,3	-0,8	-0,6	-2,0	-2,2
México	-0,7	-0,5	-1,0	-1,1	-1,1
EAGLES**	2,4	2,1	1,4	1,2	1,1
Turquía	-2,2	-6,4	-10,2	-8,0	-7,8
Asia-Pacífico	3,5	3,4	2,5	2,4	2,5
China	5,2	5,2	4,5	4,5	4,5
Asia (exc. China)	2,3	2,2	1,1	1,1	1,2

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

** Brasil, China, Egipto, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Taiwán, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 31 de enero de 2012

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público (% PIB)

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-9,9	-8,9	-8,5	-7,1	-4,6
UEM	-6,4	-6,2	-4,2	-3,0	-2,0
Alemania	-3,2	-4,3	-1,2	-0,7	0,0
Francia	-7,5	-7,1	-5,5	-4,7	-3,4
Italia	-5,4	-4,6	-4,0	-2,4	-1,0
España	-11,1	-9,2	-8,2	-5,3	-3,3
Reino Unido	-11,5	-10,3	-8,0	-6,4	-4,8
América Latina *	-2,8	-2,0	-1,9	-2,1	-1,4
México	-2,6	-3,5	-3,0	-3,0	-2,8
EAGLES**	-3,9	-2,9	-2,4	-2,6	-2,4
Turquía	-5,5	-3,6	-1,4	-2,0	-1,7
Asia-Pacífico	-4,8	-3,9	-3,9	-3,7	-3,2
China	-2,8	-2,5	-1,5	-1,8	-1,8
Asia (exc. China)	-6,1	-4,8	-5,5	-5,0	-4,2

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

** Brasil, China, Egipto, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Taiwán, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 31 de enero de 2012

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés a 10 años (Promedio)

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	3,2	3,2	2,8	2,3	2,7
UEM	3,3	2,8	2,6	2,2	2,7

Fecha cierre de previsiones: 31 de enero de 2012

Fuente: BBVA Research

Tabla 6

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio (Promedio)

US Dollar per national currency	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos (EUR por USD)	0,72	0,76	0,72	0,80	0,79
UEM	1,39	1,33	1,39	1,26	1,27
Reino Unido	1,56	1,55	1,60	1,59	1,64
China	6,83	6,77	6,46	6,25	5,94

Fecha cierre de previsiones: 31 de enero de 2012

Fuente: BBVA Research

Tabla 7

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales (Final período)

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	1,00
UEM	1,00	1,00	1,10	0,75	0,75
China	5,31	5,81	6,56	6,06	6,56

Fecha cierre de previsiones: 31 de enero de 2012

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 será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

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 no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus 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".

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Escenarios Económicos:*Economista Jefe***Juan Ruiz**
juan.ruiz@bbva.com**Rodrigo Falbo**
rodrigo.falbo@bbva.com**Jaime Martínez Martín**
j.martinez.martin@bbva.com**Jorge Rodríguez Vález**
jorge.rv@bbva.com

Con la colaboración de:

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com**BBVA Research***Economista Jefe del Grupo*
Jorge Sicilia*Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Coordinación Latam

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

México

Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com*Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com*Áreas Globales:*

Escenarios Económicos

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.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@bbva.com
www.bbvaresearch.com
Depósito legal: M-31254-2000