

Situación Global

Tercer Trimestre 2012
Análisis Económico

- **El crecimiento global ganará tracción sólo si se implementan a tiempo medidas de política económica ya aprobadas y algunas por tomar aún.** El debilitamiento generalizado de la actividad en 2012 hace determinante el papel de las políticas económicas para lograr una ligera mejora del crecimiento en 2013.
- **El área del euro sigue sin resolver su crisis de deuda e institucional, principal riesgo a la baja en el entorno global.** Las medidas anunciadas pueden hacer que mejore la situación, pero se necesita de una rápida y efectiva implementación.
- **Los mercados financieros, al ritmo de la liquidez global y de la crisis del euro.** Las intensas caídas de tipos de interés en mercados emergentes son dependientes de las bajas tasas en los activos libres de riesgo y de la abundante liquidez global.

Índice

1. En resumen: una desaceleración que puede agravarse sin acciones decisivas de política económica	3
2. Europa sigue sin resolver su crisis de deuda e institucional.....	8
3. EE.UU.: el crecimiento resiste, pero aumentan los riesgos a la baja.....	12
4. Desaceleración en las economías emergentes que será compensada con apoyo de la política económica.....	15
5. Mercados financieros, al ritmo de la liquidez global y la crisis del euro.....	19
6. Tablas	22

Fecha de cierre: 3 de agosto de 2012

1. En resumen: una desaceleración que puede agravarse sin acciones decisivas de política económica

El crecimiento global ganará tracción sólo si medidas de política económica ya aprobadas y algunas por tomar aún, llegan a tiempo

Con el debilitamiento de la actividad registrado en la primera parte de 2012, el papel de las políticas económicas se percibe como determinante para que, tal y como contempla nuestro escenario, se produzca una ligera mejora del crecimiento en 2013. En nuestro escenario se prevé un crecimiento en el entorno del 3,5% en el periodo 2012-2013, pero ello ocurrirá sólo si las medidas aprobadas y en proceso de implementación, las anunciadas pero no implementadas y, lo más incierto, algunas decisivas medidas por tomar aún, llegan a tiempo de evitar un "accidente" financiero en Europa¹, un ajuste fiscal automático en EE.UU. en 2013 y ayudan a recuperar tasas de crecimiento más altas en las economías emergentes. En caso de que las políticas económicas no logren sus objetivos, la desaceleración en marcha desde 2011 se intensificaría en 2012 y 2013, dejando el crecimiento mundial el año próximo en el nivel más bajo de los últimos 30 años exceptuando la recesión de 2009.

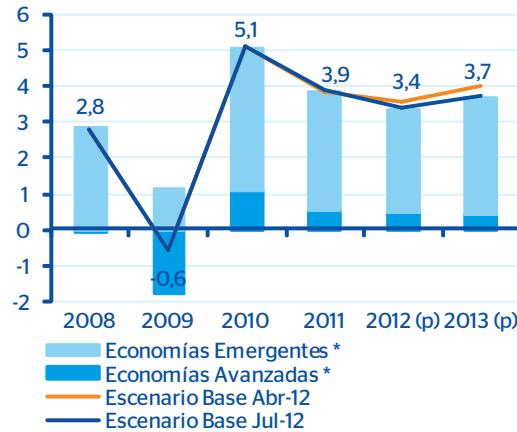
En el área del euro, tras la cumbre de junio se han dado pasos en la dirección adecuada para reforzar la moneda única, entre los que se incluyen acuerdos sobre supervisión bancaria única en la zona del euro, la aprobación de planes de largo plazo en lo bancario y lo fiscal y medidas de apoyo al crecimiento. Sin embargo, han de aplicarse los mecanismos aprobados para asegurar la estabilidad financiera del área y utilizar la plena capacidad de los mecanismos financieros existentes, permitiendo que economías con difícil acceso al mercado puedan implementar planes de consolidación fiscal aprobados y reformas estructurales. Ello también debería implicar la participación del BCE.

En EE.UU. ha de acordarse y aplicarse una consolidación fiscal que evite la entrada en vigor en 2013 de medidas automáticas de recorte de gasto y de finalización de rebajas fiscales que, tal y como están definidas, no suponen una mejora de la sustentabilidad de las finanzas públicas en el largo plazo y previsiblemente, llevarían a la economía norteamericana a una recesión en 2013. El proceso electoral en marcha en EE.UU. dificulta la llegada de acuerdos antes de las elecciones, por lo que es previsible que la incertidumbre fiscal aumente su relevancia en los próximos meses.

Por su parte, en aquellas economías emergentes con margen de actuación en política económica, es necesario que implementen una combinación de políticas que logre aliviar el ajuste de la demanda externa y la desaceleración de la demanda doméstica. Y ello sin olvidar que la volatilidad de los flujos financieros puede aumentar, afectada por un lado por los vaivenes de la crisis europea y por otro por la potencial expansión cuantitativa de la política monetaria en EE.UU.

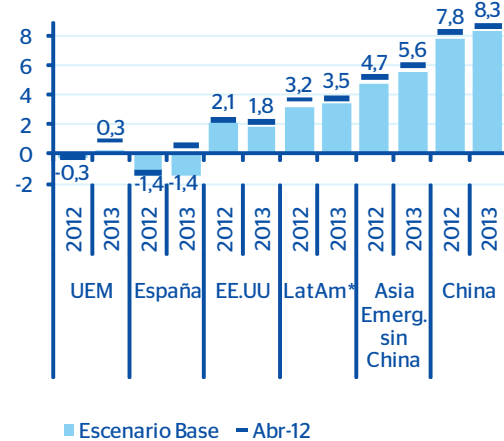
¹: El "accidente" financiero puede tener varias formas, como por ejemplo la falta de demanda en emisiones soberanas de alguna de las economías periféricas.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB mundial (%)



(*) Contribuciones al crecimiento
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Crecimiento del PIB por áreas (%)



(*) Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela
Fuente: BBVA Research

La incapacidad de combinar cesión de soberanía y mutualización de deuda al ritmo exigido por el mercado alarga la crisis del euro

La principal incertidumbre del escenario económico actual es si los avances en la construcción del área del euro como área monetaria óptima serán precedidos de un deterioro adicional de la situación financiera. Si eso ocurriera, creemos que se produciría finalmente una intervención decidida de los mecanismos financieros de la zona euro. Las medidas aprobadas a final de junio para eliminar la retroalimentación de los riesgos soberano y bancario en España y para estabilizar los mercados financieros en el conjunto del área del euro, si se implementan adecuadamente, pueden ser suficientes. Para ello se necesitaría que los acuerdos fuesen implementados rápidamente, y el uso efectivo de los mecanismos de estabilización europeos (primero del EFSF y, posteriormente, del permanente ESM) para las intervenciones en los mercados primario y secundario de bonos. Las recientes medidas adoptadas en España para controlar el déficit público y las declaraciones del Presidente del BCE, están contribuyendo a moderar las tensiones.

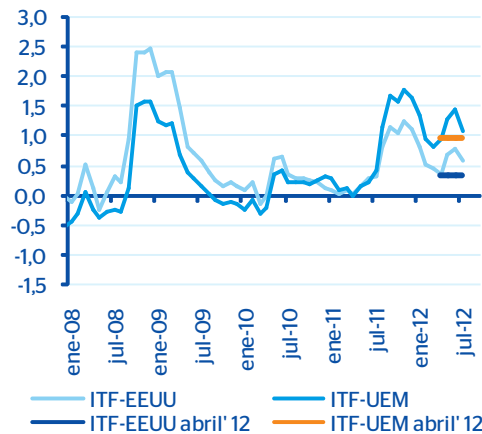
Con todo, hemos revisado a la baja nuestras previsiones anteriores (publicadas hace tres meses), como resultado del mantenimiento de las tensiones financieras y el creciente deterioro en la confianza. Así, se prevé un periodo de práctico estancamiento en 2012-2013 en el área del euro. Además, en nuestra opinión el balance de riesgos está sesgado a la baja, dado el riesgo derivado de una implementación de las medidas aprobadas demasiado larga y sometida a los vaivenes de la economía política doméstica, tanto entre los países del núcleo como entre los periféricos. En este último caso, el riesgo de una recesión en Europa en 2013 sería significativo, en especial en países como Italia y España.

Los países del euro deben solucionar las restricciones de liquidez existentes en algunos mercados, derivadas de la probabilidad que los mercados asignan a una ruptura del euro. Hasta el momento, los países de la zona euro siguen sin encontrar, al menos al ritmo al que lo demandan los mercados financieros, la combinación aceptable para todos los miembros del club de cesión de soberanía fiscal y bancaria con mecanismos efectivos para lograr la reducción de desequilibrios. Mientras esa situación persista, el riesgo de ruptura del euro seguirá produciendo una renacionalización de los flujos financieros en el área impidiendo la financiación de las economías con posiciones deudoras frente al resto. Una rápida implementación de los mecanismos de ayuda financiera y su fortalecimiento en términos de tamaño, así como el acceso a la financiación del BCE son aspectos clave para mitigar el riesgo de ruptura del euro. En todo caso, no es ese un escenario al que demos una probabilidad significativa: tarde o temprano se aprobarán las medidas necesarias para avanzar en el establecimiento de supervisión, garantía de depósitos y resolución bancaria única. Aunque existe voluntad política

para reforzar la moneda común, la toma de medidas no está llegando al ritmo más adecuado. Esas medidas implican cesión de soberanía nacional hacia las instituciones europeas y, al final del proceso, alguna forma de mutualización de deudas entre todos los países de la zona euro. Algo similar terminará ocurriendo con una política fiscal que habrá de estar sometida a las instituciones europeas, por ejemplo mediante el envío para su aprobación de los planes nacionales de consolidación. En todo caso, si los retos planteados se solucionan satisfactoriamente, es previsible que a lo largo del segundo semestre de 2012 el crecimiento global vaya ganando tracción paulatinamente.

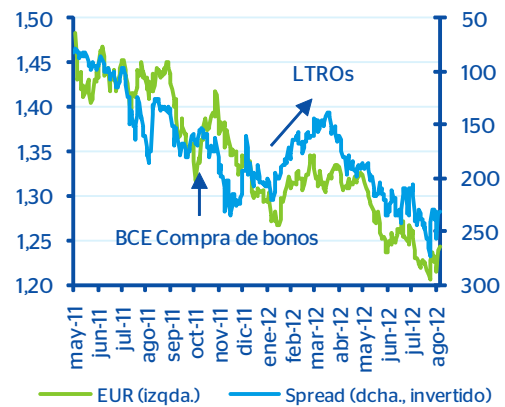
En lo que se refiere a EE.UU., la revisión a la baja de las expectativas de 2012 en adelante se deriva tanto del decepcionante crecimiento registrado en el segundo trimestre de 2012, por debajo de lo esperado y no achacable a factores estacionales, y del impacto de unas tensiones financieras más elevadas desde Europa. En Latinoamérica, a pesar de las generalizadas revisiones a la baja en el crecimiento esperado respecto a las estimaciones presentadas hace tres meses, se mantienen las previsiones de México (3,7% y 3,0% respectivamente) dados los buenos datos de actividad del primer semestre de 2012, el sostenimiento de las favorables condiciones de financiación doméstica y el impulso de la competitividad externa. En Brasil, las previsiones de crecimiento han sido revisadas a la baja significativamente (hasta el 2,2% desde el 3,3% en 2012), debido tanto al impacto del entorno externo y los problemas domésticos, como a una cierta desaceleración en los mercados de crédito y el deterioro de competitividad. A pesar de que se espera que la actividad se recupere en los próximos trimestres tras la relajación sin precedentes de las condiciones monetarias, la reciente desaceleración advierte de las dudas sobre la sostenibilidad del actual modelo de crecimiento y su excesiva dependencia del consumo privado y de la expansión del crédito.

Gráfico 3
Índice BBVA de tensiones financieras (*)



(*) Resume la dinámica de un conjunto de variables financieras que incluye: volatilidad bursátil, de tipo de interés y de divisas; riesgo soberano, de crédito y corporativo; y tensiones de liquidez
Fuente: BBVA Research

Gráfico 4
Tipo de cambio dólar-euro y prima de riesgo de España e Italia (media simple del spread frente al bono alemán a 10 años; 1-01-11=100)



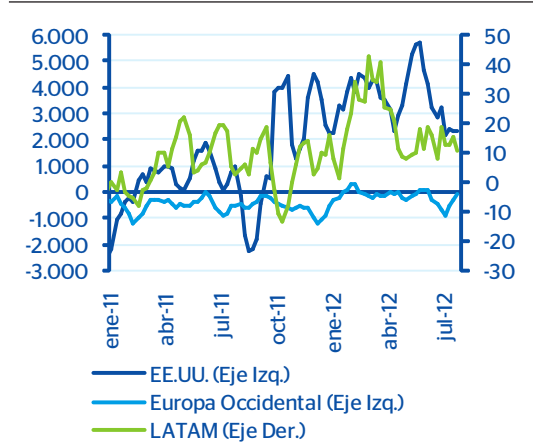
Fuente: BBVA Research y datos EPFR

En Asia, el crecimiento en la primera mitad de 2012 fue menor de lo esperado en el caso de China. De forma consistente con un escenario global más débil, hemos revisado a la baja nuestras previsiones para 2012-2013. Sin embargo, las medidas de impulso monetario y fiscal ya en marcha y por venir para estimular el crecimiento permitirán que el PIB pueda crecer en 2013 en un 8,3%, medio punto más que en 2012. En el resto de Asia también hay margen de actuación para las políticas económicas, pero existen riesgos a la baja, tanto por una caída más acusada de la demanda global como por una desaceleración continuada de China que pueda aumentar por fragilidades financieras domésticas.

La abundante liquidez, los desequilibrios acumulados y la falta de resolución de la crisis europea alteran el carácter de refugio o de riesgo de activos de mercados desarrollados y emergentes

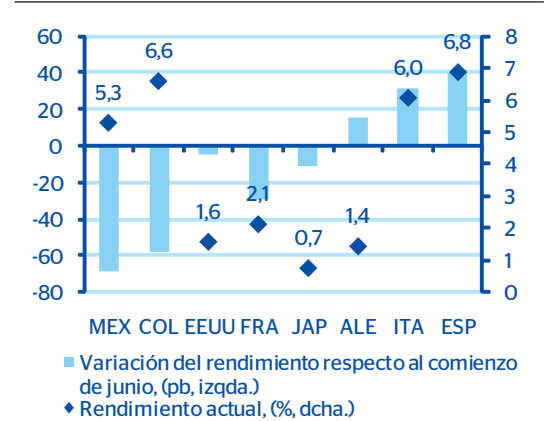
Un entorno como el descrito es muy incierto en su resolución por incluir factores de economía política doméstica, que puede estar poco alineada con los incentivos de resolución de una crisis supranacional. Además, el escenario de riesgo que predomina en el horizonte de predicción sigue caracterizado por situar el foco de riesgo sistémico más en las economías más desarrolladas, en especial en la zona del euro que en las emergentes que, además, mantienen en general una diferenciación positiva con las desarrolladas en cuanto al margen de actuación de sus políticas de demanda, fiscal y monetaria, y los desequilibrios acumulados por la primera de ellas. Con ello vienen acelerando las salidas de flujos de Europa y las entradas a EE.UU. y a mercados emergentes como los latinoamericanos.

Gráfico 5
Flujos a deuda soberana
(miles de millones de dólares)



Fuente: BBVA Research y datos EPFR

Gráfico 6
Rendimiento de los bonos de largo plazo (10 años), cambios desde el comienzo de junio (pb)



Fuente: BBVA Research

Esos cambios en los flujos financieros son reflejo de la incertidumbre y del foco de riesgo en los mercados desarrollados y han producido un cambio en el carácter de activos de riesgo y activos seguros de ambos mercados. Como se observa en el gráfico adjunto, desde el final de mayo, cuando se hizo más evidente la menor fortaleza cíclica de EE.UU., el rendimiento de los tradicionalmente considerados activos soberanos libres de riesgo (EE.UU. y Alemania) ha venido cayendo estando ya en niveles históricamente muy bajos. A ello se unió desde final de junio como elemento de impacto adicional en el mismo sentido, la duda en los mercados sobre la rápida resolución de la crisis del euro. Así, se ha acentuado el carácter de activo de riesgo de los soberanos de las economías periféricas del área del euro y al mismo tiempo, los rendimientos de mercados emergentes como el mexicano² o el colombiano se sitúan en mínimos históricos por unos flujos foráneos en máximos a la búsqueda de rentabilidad en economías alejadas del foco de la crisis, con buenas políticas económicas y perspectivas de crecimiento, en países con canales de contagio directo, en general, relativamente estrechos y con margen de actuación de políticas de demanda.

2. En el caso del bono mexicano, las entradas de flujos pueden estar intensificadas por la apuesta de recomposición de índices de referencia de carteras globales de renta fija.

Con todo, el mantenimiento de este escenario está sujeto a riesgos. Aparte de cambios en las perspectivas inflacionistas o de crecimiento local que justifiquen subidas de rendimientos, factores globales como un evento sistémico negativo en el área del euro pueden eliminar el recientemente adquirido valor de refugio de algunos activos de mercados emergentes. Aún así, está por ver si las fortalezas domésticas en términos de riesgo de crédito por equilibrio fiscal se perciben como tales ante un evento "a la Lehman". Ante eventos de riesgo sistémico, es probable que sólo los activos de economías con moneda propia y banco central que actúa efectivamente de prestamista de última instancia, además de sin desequilibrios externos significativos, sean considerados libres de riesgo³. Por otra parte, una nueva expansión del balance de la Fed puede empujar a los inversores hacia la renta variable frente a la renta fija, y más si las expectativas de política monetaria locales no señalan claramente relajamiento.

3. El capítulo 3 del Global Financial Stability Report de abril de 2012 del Fondo Monetario Internacional se dedica al análisis de las implicaciones que tiene para la estabilidad de los mercados financieros la menor oferta de activos considerados libres de riesgo.

2. Europa sigue sin resolver su crisis de deuda e institucional

Las tensiones financieras se han mantenido muy elevadas, con focos en Grecia y España y por extensión en Italia

Los mercados financieros en Europa han vuelto a experimentar altos niveles de volatilidad en los últimos meses, condicionando además la evolución del conjunto de la economía mundial. **Esa volatilidad evidencia las dificultades que están teniendo las autoridades de la zona euro para poner fin a la crisis de deuda y a las dudas existentes sobre el propio proyecto del euro.**

Por una parte, la zona euro atravesó por una situación difícil en Grecia, aunque finalmente superada. Los planes de reestructuración de la deuda griega alcanzados en abril dieron paso a un período de inestabilidad política que, tras dos elecciones generales, ha dado lugar a un gobierno de coalición comprometido con la permanencia del país en la unión monetaria y con el mantenimiento del programa de reformas.

Sin embargo, las tensiones financieras pronto se recrudecieron, afectando sobre todo a España e Italia. Las causas de este deterioro financiero se pueden encontrar en las **dudas por parte de los mercados sobre los planes de reestructuración de parte del sistema financiero español**, incluso después de la ayuda de recapitalización de hasta 100 mil millones de euros aprobada por la eurozona, y por la percepción generalizada de que las medidas adoptadas hasta ahora por las autoridades europeas, a pesar de los avances conseguidos, no son suficientes para resolver la crisis.

El repunte en las tensiones financieras no sólo llevó a caídas de rentabilidades muy notables en los países del núcleo de Europa, sino que, en un movimiento novedoso, se han hecho también extensivas a otros países como **Francia e incluso Bélgica**. **Los tipos de interés en los tramos cortos de la curva incluso han entrado en terreno negativo**. Este movimiento viene explicado fundamentalmente por los flujos de capitales hacia activos refugio, que se intensifican cuando hay episodios de volatilidad en Europa. Mientras tanto, en los países de la periferia, y en particular en España e Italia, los tipos de interés y el diferencial con Alemania alcanzaron máximos desde la entrada en el euro, incluso por encima de los del episodio previo de crisis (finales de 2011). Otra nota destacable es que países ya rescatados, Irlanda y Portugal, han presentado un comportamiento relativamente más favorable que España e Italia, de forma que los bonos portugueses han estrechado el diferencial con Alemania, y en mayor medida aún lo han hecho los de Irlanda que incluso se han situado por debajo de España e Italia en algunos tramos de la curva. Irlanda incluso ha colocado bonos a corto plazo en el mercado por primera vez desde que fuera rescatada.

Gráfico 7

Índice BBVA de tensiones financieras en la zona euro (*)

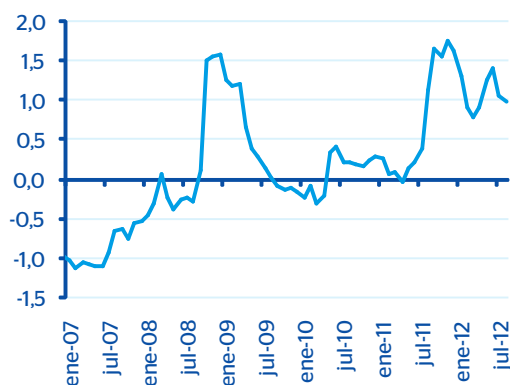
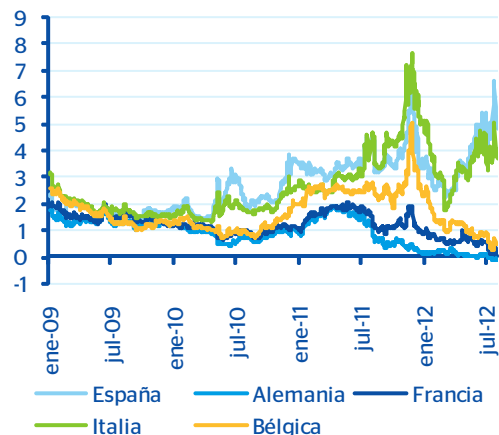


Gráfico 8

Tipos de interés: bono soberano a 2 años (%)



(*) Resume la dinámica de un conjunto de variables financieras que incluye: volatilidad bursátil, de tipo de interés y de divisas; riesgo soberano, de crédito y corporativo; y tensiones de liquidez. Fuente: BBVA Research

Fuente: Bloomberg

Las medidas anunciadas pueden hacer que mejore la situación, pero necesitan de una rápida implementación

En las últimas semanas algunas economías de la eurozona -Italia, Francia y España- han anunciado **medidas fiscales adicionales** con el fin de cumplir las metas establecidas para este año. Estos ajustes no suponen, sin embargo, una contracción fiscal adicional intensa, ya que en buena parte se trata de concretar las medidas necesarias para cumplir con los objetivos de déficit ya presentados por los países en sus planes de estabilidad y crecimiento.

La debilidad cíclica, la falta de riesgos al alza en inflación y las renovadas tensiones financieras hicieron que el BCE rebajara el tipo de interés de operaciones de refinanciación (y también el de la ventanilla de depósito y la facilidad marginal de crédito) en 25 puntos básicos, situando los tipos refi por primera vez por debajo del 1%, en el 0,75% en su reunión de junio. La decisión del BCE derivó del deterioro de las condiciones cíclicas en Europa, donde se percibe que los riesgos a la baja por la crisis, incluso en el núcleo de la zona empiezan a materializarse. **El BCE también adoptó medidas que siguen apoyando la liquidez del sistema bancario.** Por un lado, extendió hasta finales de año la provisión ilimitada para las operaciones de liquidez de corto plazo y flexibilizó la política de colaterales para que la banca pueda acceder a la liquidez con una gama de activos más amplia. Respecto al resto de medidas no estándar, como el programa de compra de bonos en el mercado secundario (SMP), el BCE se mantiene inactivo, pese a los elevados rendimientos de la deuda italiana y española. **El BCE, en su reunión del pasado 2 de agosto estableció que el estricto sometimiento de las políticas económicas nacionales a la eliminación de los desequilibrios es condición necesaria para cualquier apoyo. Los gobiernos nacionales y las autoridades europeas son las responsables de tomar primero las medidas necesarias de ajuste bajo una estricta condicionalidad para atajar las tensiones en los mercados de deuda.**

Pero sin duda fueron los acuerdos de la cumbre europea de finales de junio los que pueden tener mayor influencia para avanzar hacia una resolución más definitiva de la crisis de deuda e institucional de la zona euro. Dicha cumbre sorprendió positivamente respecto a las escasas expectativas puestas, en tanto que se esperaba, una vez más, pocos acuerdos concretos más allá de bienintencionadas declaraciones. En concreto, en la cumbre se avanzó en:

- Acuerdo para **avanzar de una forma decidida y rápida en el diseño de medidas que lleven una unión fiscal y una unión bancaria**, más allá de la decisión ya tomada de proceder a un sistema de supervisión común, que debería estar diseñado para finales de 2012.
- Utilizar los fondos del mecanismo permanente de rescate (MEDE) para la **recapitalización directa del sistema bancario**, una vez se ponga en marcha la unificación del sistema de supervisión bancaria en la zona euro. **Tales fondos no tendrán prelación respecto a otros inversores.** Con ello se contribuye a romper el círculo vicioso entre la deuda bancaria y la deuda soberana.
- **Clarificar la posibilidad de que el MEDE intervenga en los mercados soberanos de deuda**, y además sin condicionalidad adicional a la ya contenida en las recomendaciones habituales del semestre económico europeo.
- **Poner en marcha un programa de relanzamiento del crecimiento** de 120 mil millones de euros para toda la Unión Europea, equivalentes al 1,1% del PIB de la zona euro, aunque el programa no incluye fondos nuevos por esa cantidad.

Aún así, los acuerdos se vieron contrarrestados por algunos factores negativos: 1) no se aumentaron los recursos del ESM, lo que limita la credibilidad del cortafuegos soberano; 2) siguen faltando detalles acerca del alcance de los acuerdos y el riesgo de implementación de los mismos es elevado; 3) la disonancia de voces en los gobiernos y las instituciones europeas aumentan la incertidumbre sobre lo que finalmente se ha acordado y reducen el impacto positivo de los anuncios, aunque este factor se ha moderado en las últimas semanas con las declaraciones de apoyo del BCE; y 4) las propuestas sobre la solución de largo plazo (unión fiscal, unión bancaria y más unión política) sólo se empezarán a debatir en octubre, cuando el nivel de tensiones actuales no es seguro que permita contar con el tiempo para esperar a esos acuerdos.

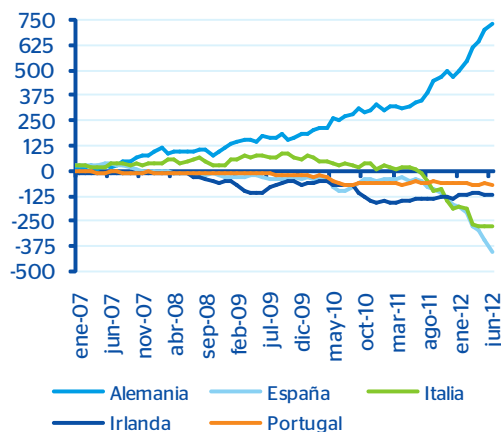
El abanico de posibles escenarios es amplio pero con voluntad política hay margen para que finalice la crisis de ruptura del euro

En este contexto, **el rumbo que tomarán los acontecimientos dependerá de las medidas que adopten las autoridades.** Las medidas aprobadas a finales de junio, si se implementan adecuadamente, pueden ser suficientes para evitar un “accidente” financiero que arrastre al conjunto de la economía mundial. **Pero para ello sería necesario que tales acuerdos fuesen implementados rápidamente, así como el uso efectivo de los mecanismos de estabilización europeos para las intervenciones en los mercados primario y secundario de bonos.** Ello permitiría aliviar las restricciones de liquidez existentes en algunos mercados, derivadas de la probabilidad que los mercados asignan a una ruptura del euro. En este sentido, las declaraciones del presidente del BCE sobre la irreversibilidad de euro y la capacidad del banco central para asegurar su continuidad contribuyeron a moderar las tensiones. El BCE parece dispuesto a activar un programa de compra de bonos más potente que el anterior. Pero para que se produzca tal intervención, el BCE exige que los gobiernos pidan ayuda a los mecanismos de estabilización de la zona euro y que acepten la condicionalidad estricta que se deriva de las recomendaciones del llamado semestre europeo. El BCE no ha descartado la introducción de medidas no convencionales de política monetaria, que incluso podrían conllevar algún tipo de expansión cuantitativa. Los detalles concretos de todas estas medidas serán anunciados en las próximas semanas.

Hasta el momento, **los países de la zona euro siguen sin encontrar, al menos al ritmo al que lo demandan los mercados financieros, la combinación aceptable para todos los miembros del club de cesión de soberanía fiscal y bancaria con mecanismos efectivos para lograr la reducción de desequilibrios.** Mientras esa situación persista, el riesgo de ruptura del euro seguirá produciendo una renacionalización de los flujos financieros en el área impidiendo la financiación a tasas sostenibles de las economías con posiciones deudoras frente al resto. **Una rápida implementación de los mecanismos de ayuda financiera y su fortalecimiento en términos de tamaño, así como el acceso a la financiación del BCE son aspectos clave para eliminar el riesgo de ruptura del euro.** En todo caso, no es ese un escenario al que demos una probabilidad significativa: tarde o temprano se aprobarán las medidas necesarias para avanzar en el establecimiento de supervisión, garantía de depósitos y resolución bancaria única. Aunque existe voluntad política para reforzar la moneda común, la toma de medidas no está llegando al ritmo más adecuado. Esas medidas implican cesión de soberanía nacional hacia las instituciones europeas y, al final del proceso, alguna forma de mutualización de deudas entre todos los países de la zona euro. Algo similar terminará ocurriendo con una política fiscal que habrá de estar sometida a las instituciones europeas, por ejemplo mediante el envío para su aprobación de los planes nacionales de consolidación. En todo caso, si los retos planteados se solucionan satisfactoriamente, es previsible que a lo largo del segundo semestre de 2012 el crecimiento global vaya ganando tracción paulatinamente.

Gráfico 9

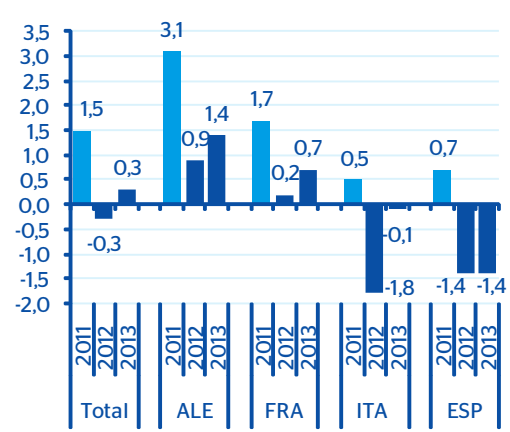
Saldo neto con Eurosistema/Target (mM euros)



Fuente: BCE

Gráfico 10

Crecimiento del PIB en la zona euro (%)



Fuente: BBVA Research

Bajo estas condiciones de actuación por parte de las autoridades, nuestras previsiones suponen que las primas de riesgo y las restricciones de liquidez, aunque tardarán en desaparecer se irán reduciendo paulatinamente a partir de septiembre. Con menor riesgo de un accidente financiero, la economía europea será capaz de salir de la recesión actual hacia finales del año y crecerá muy moderadamente el año que viene (un 0,3%), aunque sin poder evitar la recesión este año (-0,3%) debido a la caída de actividad ya acumulada. **Los países de la periferia seguirán experimentando una recesión intensa, debido a los ajustes fiscales y al proceso de desapalancamiento.** Los del centro y norte de Europa podrán registrar un limitado crecimiento, aunque ya han visto en el segundo trimestre que no son inmunes al deterioro del entorno exterior, tanto por la debilidad de la demanda interna como por un menor tono de la demanda global.

3. EE.UU.: el crecimiento resiste, pero aumentan los riesgos a la baja

La incertidumbre sobre el ajuste fiscal automático y la debilidad de la zona euro amenazan el crecimiento

El crecimiento de la economía de EEUU se ha desacelerado durante el segundo trimestre de 2012 en su frágil senda hacia la recuperación **debido a la atonía tanto del consumo privado como de la inversión**. Sin embargo, se espera que el ritmo de crecimiento para la segunda parte del año se estabilice en torno al 2%, en línea con las perspectivas presentadas en nuestro Situación Global de mayo. Así, **la debilidad del ciclo económico parece transitoria** tal y como sugieren la mayoría de nuestros índices de actividad económica.

La primera estimación del crecimiento del PIB en 2T12 se situó en el 1,5% trimestral anualizado, marcado en gran medida por la desaceleración del consumo privado, que cayó al 1,5% desde el 2,4% del primer trimestre, además del menor crecimiento de la inversión fija residencial y no residencial. Esta cifra de crecimiento, por debajo de lo previsto por el consenso, supone una tasa ligeramente inferior a 2% registrado en 1T12. En este sentido, si el consumo no aumenta lo suficiente como para compensar la reposición de inventarios, podríamos presenciar un ritmo de producción menos dinámico durante los próximos meses. Por su parte, las condiciones del mercado de trabajo siguen siendo débiles a la vista de la ralentización en la creación de empleo durante el 2T12, un tercio menor en promedio a la del trimestre anterior. No obstante, **nuestra visión permanece en línea con la del consenso**, en cuanto a que los datos actuales sólo **sean indicio de una desaceleración temporal y no del colapso del crecimiento**, por varios motivos: la resolución de la crisis europea, la expansión global en marcha, una austeridad fiscal moderada en 2013 y el impacto marginal negativo relativo a la incertidumbre política.

Si bien la senda de recuperación de la economía de EEUU prosigue a un ritmo significativamente menor que en episodios anteriores, la brecha de tasas de crecimiento con respecto a Europa continúa ampliándose (Gráfico 11): nuestras previsiones presuponen una aceleración en la segunda mitad del año, que esperamos sea más dinámica una vez conocidos los datos peores de lo previsto en la primera parte del año. Como consecuencia de todo ello, **nuestras previsiones de crecimiento se revisan ligeramente a la baja** respecto a nuestro anterior Situación Global (publicado en mayo): 2,1% en 2012 y 1,8% en 2013.

El menor aumento en los precios de materia primas observado en los últimos meses se ha traducido en una **revisión a la baja de la inflación**, mientras la inflación subyacente se mantendrá estable en torno al 2%. Así, las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen ancladas y, en cualquier caso, la debilidad del ciclo económico ayudará a contener los costes laborales y de producción.

Con todo, en nuestra opinión, los riesgos sobre estas previsiones de crecimiento están sesgados a la baja. En EE.UU. ha de llegarse a un acuerdo que evite la entrada en vigor en 2013 de medidas automáticas de recorte de gasto y de finalización de rebajas fiscales. La contracción fiscal no mejoraría a largo plazo la sostenibilidad de las finanzas públicas del país y, empujaría a la economía de EE.UU. a la recesión en 2013. Asimismo, la campaña presidencial en marcha hace que cualquier tipo de acuerdo político sea difícil en este momento. Por lo tanto, la incertidumbre sobre el resultado de este proceso es probable que desempeñe un papel clave para el futuro económico y financiero a medida que avanzamos hacia el final del año.

EE.UU. abocado a la recesión en 2013 a no ser que se evite la contracción fiscal. La incertidumbre política es elevada dado que los recortes se activarían antes de que el nuevo Presidente asuma sus funciones

Si el Congreso no toma ninguna decisión antes del 31 de diciembre, se producirá un incremento significativo del gravamen a las rentas de inversión, con subidas de tasas de impuestos sobre ganancias de capital del 15% al 20%, y sobre los dividendos de hasta un 40% aproximadamente entre las rentas más altas. No es de extrañar pues que **la incertidumbre en torno al ajuste fiscal se mantenga en niveles elevados por al menos tres motivos**. En primer lugar, por el posible alcance del techo de deuda en diciembre de 2012. En segundo lugar, dado que el paquete de recortes se activaría con anterioridad a que el nuevo presidente electo tras las presidenciales de noviembre tomara posesión del cargo. Por último, el aumento de los impuestos sobre dividendos ha alarmado tanto a empresas - con flujos de caja estables que distribuyen elevados dividendos - como a familias, que complementan sus ingresos con dividendos.

La expiración simultánea de exenciones fiscales como el final de las provisiones en el impuesto de la renta y riqueza, las rebajas en impuesto a la nómina, la Ley de Control Presupuestario o la Ley de Sanidad Asequible entre otras, equivalente en su totalidad a un 3,9% del PIB, pone en jaque la senda de recuperación de la economía de EE.UU. **El escenario al que otorgamos mayor probabilidad se daría en un contexto de acuerdo para un menor ajuste del déficit en 2013** - de sólo un tercio del total de los recortes automáticos- por lo que el crecimiento en 2013 se vería reducido de forma moderada. Nuestras estimaciones muestran el potencial impacto en 2013 de las diferentes opciones que afronta la economía de EE.UU., registrándose en el peor de los escenarios: falta de acuerdos con un efecto multiplicador elevado, un desplome del 3,5% (Gráfico 12).

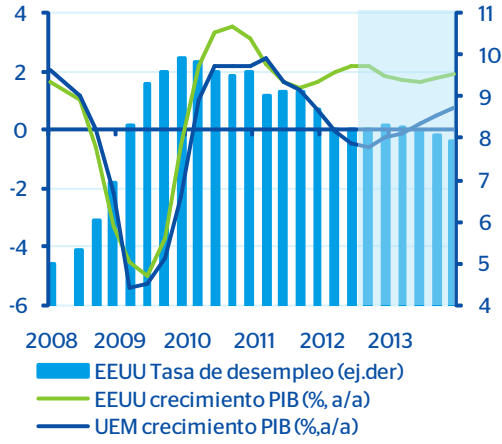
En este sentido, **las consecuencias de un ajuste fiscal automático en el contexto hipotético de intensificación de la crisis en Europa** - contagio que se está viendo compensado parcialmente por caídas en los tipos a largo y en los precios de la energía - **y un aterrizaje forzoso de la economía china resultarían en un escenario de intensa recesión para la economía de EE.UU. en 2013**. Pero quizás lo más preocupante sea el hecho de que siga sin abordarse la consolidación fiscal en el largo plazo.

Una tercera expansión cuantitativa (QE3) adicional es probable, pero su efectividad puede ser más limitada

Los discursos más recientes de la Fed, así como los detalles de las actas de la última reunión del *Federal Open Market Committee* (FOMC) del 31 de julio-1 de agosto, indican una **creciente inquietud tanto por la evolución del crecimiento doméstico como por la evolución de Europa que puede empujar al comité a aplicar una nueva flexibilización cuantitativa**, con una tercera ronda de compras de activos, probablemente de valores respaldados por hipotecas, con el objetivo de reducir los tipos a largo.

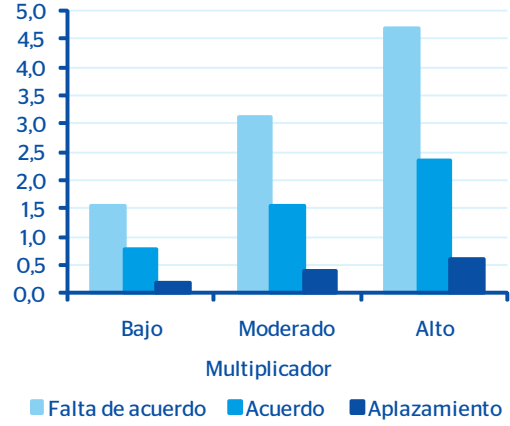
La ampliación de la llamada operación twist en la reunión de 20 de junio permitió a la Fed ganar tiempo para debatir la eficacia de una nueva flexibilización de la política monetaria. Así, a pesar de no presentar ninguna medida adicional en la última reunión, muestra de la fuerte división ideológica entre sus miembros, **el fuerte sesgo hacia la flexibilización cuantitativa para apoyar la recuperación de la economía quedó patente en el último discurso de Bernanke**. Aunque de efectividad más limitada, la Fed estaría preparada para un movimiento agresivo en caso de atisbar mayor debilidad en el ciclo económico de EE.UU. En definitiva, **tras las expectativas generadas por el FOMC, no sería descartable que la Fed anunciara el QE3 en la reunión de septiembre**.

Gráfico 11
Crecimiento y tasa de desempleo de EE.UU. (%)



Fuente: BBVA Research basado en Haver Analytics

Gráfico 12
EE.UU.: reducción del PIB por "fiscal cliff", % 2013



Fuente: BBVA Research

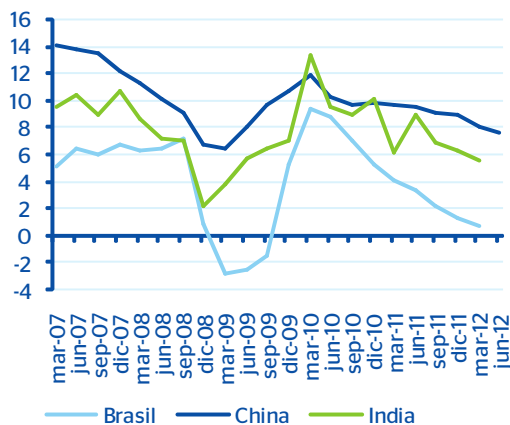
4. Desaceleración en las economías emergentes que será compensada con apoyo de la política económica

Las grandes economías emergentes se han desacelerado más de lo anticipado, en parte por el impacto de las políticas pero también por el de la crisis europea

A lo largo de los últimos meses **las economías emergentes tanto de América Latina como de Asia han intensificado el proceso de desaceleración** que venían experimentando desde finales de 2011. Lo anterior es especialmente aplicable, precisamente, a las tres economías emergentes más grandes. Los datos más recientes de crecimiento del PIB de China muestran que en el segundo trimestre de 2012 continuó desacelerándose, registrando el menor avance en tres años, aunque todavía con una tasa bastante elevada (7,6% a/a). El crecimiento en India se ha desacelerado hasta el ritmo más bajo desde 2004 (5,3% a/a, con datos publicados hasta el primer trimestre). Por su parte, la actividad en Brasil evoluciona de una forma considerablemente más decepcionante (0,8% a/a, cifra que supone un práctico estancamiento, 0,2% t/t, en términos trimestrales).

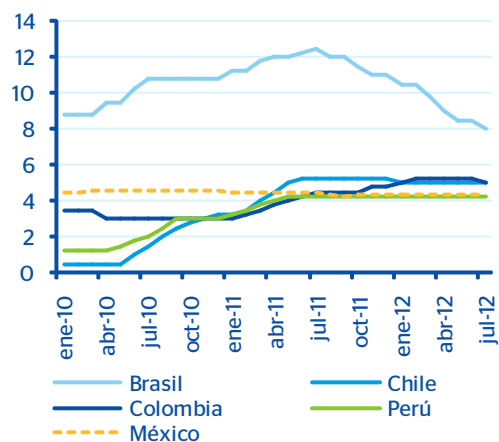
Una parte importante de esta desaceleración ha sido inducida por las propias políticas económicas adoptadas en las economías emergentes. Aquellas con mayor margen de actuación, pudieron hacer uso de los instrumentos de política macroeconómica a su alcance para contrarrestar la caída de actividad global de 2008 y 2009. Estas políticas tuvieron éxito en lograr una aceleración del crecimiento, pero vinieron acompañadas por un empeoramiento en algunos desequilibrios macroeconómicos y **la aparición de riesgos de sobrecalentamiento.** La respuesta a tales riesgos vino nuevamente por parte de la política con un paulatino endurecimiento de las políticas fiscal y monetaria, con algunas excepciones, que hasta recientemente había sido compatible con el mantenimiento de elevadas tasas de crecimiento. Los efectos más duraderos del endurecimiento, o menor laxitud según los casos, de la política económica parecen haber tenido efecto a lo largo de la primera mitad de 2012, en todo caso predecible, en la demanda interna de estos países. Pero, además, **el crecimiento de las economías emergentes se ha visto también afectado por la caída de su demanda externa, resultado de la crisis de la zona euro.**

Gráfico 13
Crecimiento del PIB en economías emergentes (% a/a)



Fuente: Haver y BBVA Research

Gráfico 14
América Latina: tipos de interés oficiales en países con objetivo de inflación (%)



Fuente: Bloomberg

Las economías emergentes tienen margen para implementar medidas de impulso al crecimiento, y así han comenzado a hacerlo

Como resultado de esa desaceleración, surgen al menos dos inquietudes. La primera de ellas está relacionada con la forma en la que estas economías van a poder afrontar la debilidad cíclica derivada del peor tono que presenta la economía mundial. A esta primera inquietud habría que sumar las dudas sobre cómo afrontarán los riesgos derivados de un recrudescimiento de la situación en Europa, que no sólo agudizara la caída de la demanda externa, sino que diera lugar a un evento sistémico de mayor alcance. La segunda inquietud está relacionada con una perspectiva de más largo plazo, y surge de poner en cuestión que algunas economías emergentes puedan volver a registrar las altas tasas de crecimiento que experimentaron en los años anteriores, en especial aquellas economías cuyo modelo de crecimiento estaba basado en factores que por sí solos no sustentan el crecimiento de forma continuada en el largo plazo, como el crecimiento del endeudamiento o muy altos precios de materias primas autóctonas, pero sensibles al ciclo global.

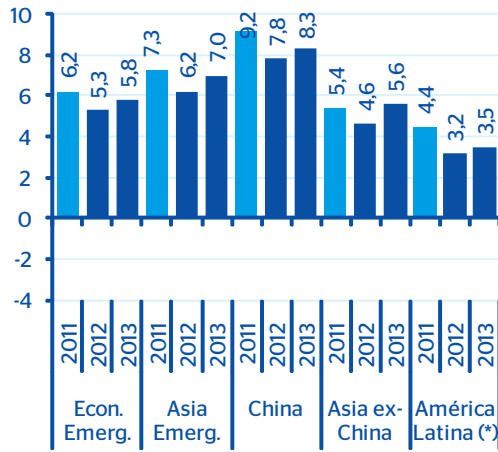
En lo que se refiere al escenario más de corto plazo, **la mayor parte de economías emergentes tienen amplio margen de política económica para contrarrestar la debilidad cíclica.** De hecho, uno de los rasgos comunes a lo largo de la primera mitad de 2012 ha sido, precisamente, que en aquellas economías donde el ajuste estaba siendo más rápido, **se ha procedido a revertir parcialmente el tono de política, y se ha iniciado una senda de relajamiento de la política.** Por ejemplo, China ha puesto en marcha un plan en infraestructuras, ha aumentado el gasto en construcción de viviendas sociales y lanzado un esquema de apoyo al consumo mediante subsidios y recortes impositivos. El Banco Central de Brasil, por su parte, en su reunión de julio dejó los tipos en el 8%, 4,5 pp menos que hace un año. En el resto de países latinoamericanos con objetivos de inflación, se ha puesto un paréntesis al ciclo de endurecimiento monetario iniciado en 2010-2011. Parte de esta relajación monetaria viene por el **buen comportamiento que recientemente ha presentado la inflación**, apoyada en moderaciones en los precios de la energía.

Nuestro escenario de corto plazo toma como supuesto que **las economías emergentes con margen de actuación en la política económica van a continuar haciendo uso del mismo.** Una buena parte de estas economías tienen amplio margen en política monetaria, y su utilización no parece de momento comprometida por la existencia de desequilibrios macroeconómicos en el corto plazo, dado que los anteriores riesgos de sobrecalentamiento han sido adecuadamente abordados durante el periodo de mayor restricción en 2010/2011. El único aspecto que podría comprometer el uso más intensivo de la política monetaria procede del impacto que los altos precios de los alimentos pudieran tener en los niveles de inflación. La posibilidad de un uso más intenso de la política fiscal está menos generalizada, pero la mayor parte de países emergentes cuentan con cuentas públicas relativamente sólidas, y parte de ellos podrían sumar una política fiscal expansiva a la acción de la política monetaria. En todo caso, **es necesario que la combinación de políticas finalmente implementadas logre compensar el ajuste de la demanda externa y la desaceleración de la demanda doméstica**, sin olvidar que la volatilidad de los flujos financieros puede aumentar, afectada tanto por los vaivenes de la crisis europea como por la potencial expansión cuantitativa de la política monetaria en EEUU.

En consecuencia, en nuestro escenario se prevé que las economías emergentes intensificarán el uso de políticas económicas en lo que queda de año, de forma que el crecimiento comenzará a repuntar en el segundo semestre. Ese repunte no compensará la debilidad del primer semestre, y el promedio de 2012, en general, será inferior al de 2011. Sin embargo, el mejor tono que esperamos se notará con mayor intensidad hacia 2013.

Gráfico 15

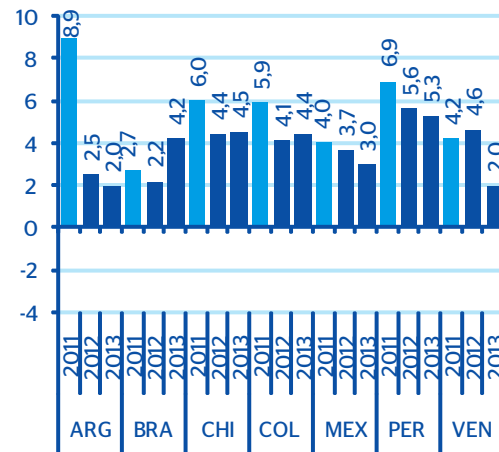
Crecimiento del PIB en economías emergentes (%)



(*) Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela
Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 16

Crecimiento del PIB en Latinoamérica (%)



Fuente: BBVA Research y FMI

Latinoamérica camina hacia una ligera aceleración del crecimiento en 2013, pero con dudas sobre la fortaleza de Brasil

En el caso de América Latina, las previsiones siguen apuntando a una desaceleración en 2012 un poco más pronunciada que la prevista hace tres meses (en especial, por el mayor lastre que supone el estancamiento de Brasil), **pero que se revertiría en 2013, hacia tasas inferiores a las registradas en 2010-11, pero más sostenibles y ya muy cercanas al crecimiento potencial de 4%** para la región en su conjunto. Entre los riesgos sobre este escenario se encuentra el impacto que podría tener un evento sistémico en Europa, que impactaría en la región a través del aumento de la aversión al riesgo, disminución de la demanda externa y caída de precios de las materias primas.

Para los distintos países de Latinoamérica, las ligeras revisiones a la baja en el crecimiento esperado respecto a las estimaciones presentadas hace tres meses son generalizadas. Ahora bien, se mantienen las previsiones de México (3,7% y 3,0% respectivamente) dados los buenos datos de actividad del primer semestre de 2012, el sostenimiento de las favorables condiciones de financiación doméstica y el impulso de la competitividad externa. En Brasil, por el contrario, las previsiones de crecimiento han sido revisadas a la baja significativamente (hasta el 2,2% desde el 3,3% en 2012), tanto debido tanto al impacto del entorno externo y los problemas domésticos, como por una cierta desaceleración en los mercados de crédito y el deterioro de competitividad. A pesar de que se espera que la actividad se recupere en los próximos trimestres tras la relajación sin precedentes de las condiciones monetarias, la reciente desaceleración advierte de las dudas sobre la sostenibilidad del actual modelo de crecimiento y su excesiva dependencia del consumo privado y de la expansión del crédito.

En Asia se espera la puesta en marcha de planes de estímulo, especialmente en China

Para el conjunto de la región Asia/pacífico esperamos un crecimiento en 2013 del 5,8%, casi medio punto superior al que prevemos en 2012. Aún así, eso supone una revisión a la baja frente a nuestras previsiones anteriores, de forma consistente con un escenario global más débil. En China, esperamos que la desaceleración empiece a estabilizarse a medida que aumenten las políticas de apoyo, en especial las referidas a un impulso fiscal, que si bien no será tan relevante como el que se puso en marcha para contrarrestar la caída de 2009 (por importe superior a 10 puntos

de PIB en 2 años), sí será de suficiente magnitud como para levantar el crecimiento. El programa se concentra en medidas de impulso a la inversión: proyectos de infraestructuras públicas, de refuerzo de la capacidad productiva en algunos sectores, apoyo al sector vivienda y subsidios al consumo de algunos bienes duraderos. Ello garantiza que **el crecimiento en China continúe en el horizonte de previsión en tasas de crecimiento de al menos 7% en 2012-13**. Además de estos riesgos provenientes de Europa, también cabe destacar que existen otros riesgos domésticos (de menor probabilidad) relacionados con (i) un ajuste mayor al previsto en el mercado inmobiliario, que pueda restringir la inversión; (ii) un aumento de la morosidad e inestabilidad financiera, o (iii) el riesgo político derivado de la transición en el gobierno. En el resto de Asia también hay margen de actuación para las políticas económicas, pero existen riesgos a la baja, tanto por una caída más acusada de la demanda global como por una desaceleración continuada de China que pueda aumentar por fragilidades financieras domésticas.

Entre el resto de economías emergentes, cabe destacar el caso de Turquía. Por una parte, porque se ha resentido intensamente en el primer semestre del año, dada su exposición a la economía de la zona euro. Así, en los tres primeros meses apenas creció en 2 décimas (3,2% interanual frente a 5,1% del trimestre anterior), y los datos más recientes no apuntan a un cambio de tendencia. Sin embargo, en ese mismo periodo los desequilibrios, como el déficit por cuenta corriente, se han corregido intensamente. De igual forma, la inflación recientemente se ha comportado algo mejor de lo previsto por las autoridades, pero todavía se sitúa muy elevada (ligeramente por debajo del 9%). Nuestro escenario contempla que se siga avanzando hacia una corrección de los fuertes desequilibrios (especialmente el saldo exterior y el crecimiento del crédito) y hacia un escenario de aterrizaje más suave del previsto hace tres meses, con un crecimiento del 3,2% en 2012 y 4,1% en 2013.

Cambio de perspectivas entre las dos grandes economías latinoamericanas, México y Brasil

Con una mirada más puesta en el largo plazo, cabe también señalar que están surgiendo dudas sobre la capacidad de las economías emergentes para volver a experimentar tasas de crecimiento tan elevadas como en el pasado, una vez que la economía global se recupere del bache en el que la crisis de endeudamiento excesivo la ha puesto. Nuestras estimaciones apuntan a que en general las economías emergentes continuarán registrando tasas de crecimiento elevadas, y que continuarán siendo los principales contribuidores al crecimiento global. Sin embargo, **algunas de las economías emergentes han mostrado un modelo de crecimiento basado en factores no tan sostenibles, como el aumento de la deuda. Este parece el caso de Brasil**. Aunque es probable que las medidas de estímulo recientes (monetarias y fiscales) puedan resultar efectivas en el corto plazo para recuperar la actividad, existe el riesgo de que el soporte a la actividad que suponía el incremento del crédito se haya agotado (por el sobreendeudamiento de las familias) y que produzca no sólo el riesgo de una sobre-reacción de las políticas para sostener el crecimiento, sino también la posibilidad de generar sobrecalentamiento y burbujas de precios de activos.

Esto contrasta con el comportamiento de la otra gran economía latinoamericana, México. De hecho, en los últimos trimestres se está registrando un cambio de percepción en las perspectivas de las economías de Brasil y México, reflejado por ejemplo en un consenso de crecimiento en 2012 del 3,8% para México, casi un punto más que el vigente para Brasil, y que de confirmarse supondría que 2012 sería el segundo año consecutivo en el que México crecería más que Brasil. Y es que la fortaleza de la demanda –no necesariamente de su capacidad de oferta– y el mayor dinamismo de sus socios comerciales han creado mejores perspectivas con respecto a Brasil en los últimos años. Las señales de agotamiento del modelo brasileño, excesivamente centrado en la expansión de la demanda, y las ganancias de competitividad de México con respecto a Brasil están contribuyendo a modificar la visión relativa de las dos economías, a favor de la economía mexicana.

5. Mercados financieros, al ritmo de la liquidez global y la crisis del euro

La incertidumbre sobre el desenlace de la crisis del euro presiona a la baja los tipos de economías desarrolladas libres de riesgo y alienta el flujo de capitales a Latinoamérica

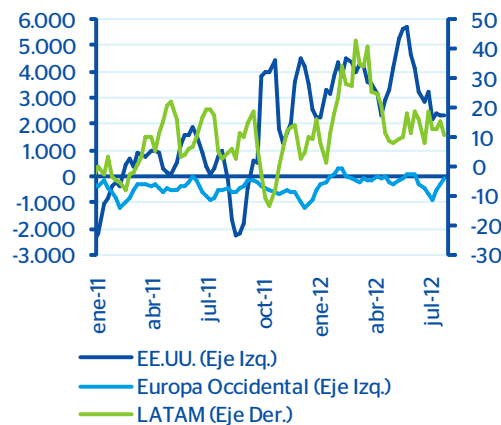
El actual escenario financiero mundial está caracterizado por dos elementos: i) abundante liquidez, y ii) elevada incertidumbre respecto a los países de la periferia del área del euro con dificultades de acceso al mercado para financiarse. La activa política monetaria emprendida durante el último tiempo tanto por la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) como por el Banco Central Europeo (BCE) con el objetivo de generar estímulos que permitan reactivar sus economías, ha dado lugar a un significativo incremento de la liquidez internacional. Ambas instituciones llevaron sus tipos a mínimos históricos, a lo que la Fed sumó una significativa flexibilización cuantitativa mediante la compra de activos financieros para contribuir a mantener bajos los tipos de interés de largo plazo. Esta liquidez podría incrementarse aún más si se implementa una nueva ronda de estímulos monetarios como resultado de la percepción de un mayor riesgo de desaceleración de la actividad o en algunas economías de una profundización de la recesión. En este sentido, tanto la Fed como el BCE mantienen abierta la posibilidad de tomar medidas adicionales si la situación lo requiriera.

La carencia de acciones efectivas por parte de las autoridades del área del euro para solucionar la crisis sigue fragmentando el mercado financiero y dificultando el acceso a la financiación de algunos países del área. La incertidumbre por parte de los inversores proviene de la percepción de que los incentivos entre política doméstica y supranacional en materia de resolución de crisis se encuentran poco alineados. Sin embargo, este incremento de las tensiones se concentra en la Europa periférica. En los meses recientes se observa una nueva polarización en relación a los diferenciales de tipos soberanos, como consecuencia de una discriminación por parte de los inversores basada principalmente en los niveles de desequilibrios (fiscal y externo) y los problemas presentados por el sistema financiero local. De esta forma, Francia y Bélgica ahora se consideran junto a Alemania, Holanda, Finlandia y Austria, dentro del grupo de economías con activos soberanos con tipos bajos, y en algunos casos hasta negativos. Al mismo tiempo que, Italia y España parece que se integran al grupo que exhibe altos niveles de spread.

De esta forma, en el corto plazo se mantendrá el escenario de elevadas primas de riesgo en la Europa periférica, bajos tipos de interés en EE.UU. y Europa central, y una presión a la baja en los tipos de algunos países latinoamericanos. Las tensiones en Europa periférica presionan a la baja a los tipos de largo plazo tanto de EE.UU. como del grupo de economías centrales del área del euro y de algunos mercados emergentes, sobre todo en Latinoamérica. Sin embargo, existe poco margen de caída adicional en los dos primeros casos, ya que se encuentran actualmente en niveles muy bajos, mientras que en el último los niveles son más elevados y el tono de las políticas monetarias puede relajarse aún más en caso de ser necesario. Este escenario se mantendría a corto plazo, para más adelante dar lugar a una lenta disminución de las tensiones financieras en la periferia del área del euro al ritmo de los avances en supervisión bancaria, planes de unidad fiscal y credibilidad de la implementación de los instrumentos de ayuda financiera. Con ello, la desaparición de la prima de riesgo de supervivencia del área del euro llevaría también a un paulatino incremento de los mismos en EE.UU. y el grupo de economías centrales del área del euro hasta alcanzar niveles más cercanos a los consistentes con unas expectativas de crecimiento moderado pero positivo.

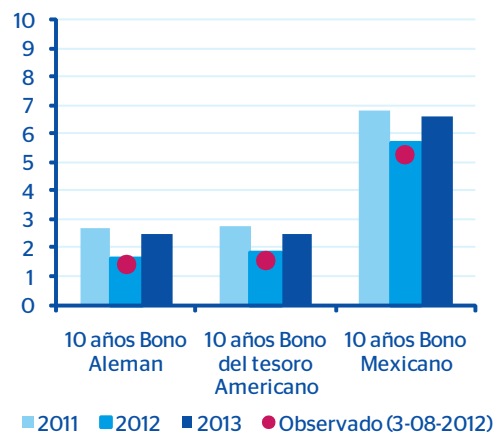
El escenario vigente favorece los flujos financieros a países emergentes, principalmente a países de Latinoamérica. Ello resulta de la disminución de los rendimientos en los principales mercados de deuda de economías desarrolladas (EE.UU. y el área del euro central), a la vez que la menor fortaleza cíclica de EE.UU. evidenciada a partir de mayo, hace apostar por una nueva ronda de liquidez por parte de su banco central. Así, los activos domésticos de economías latinoamericanas muestran características interesantes para ser depositarios de inversiones en cartera. En primer lugar, sus crecimientos potenciales en términos relativos les permiten ofrecer rendimientos más elevados, a pesar de que la mayor volatilidad de los mismos juega un efecto negativo. En segundo lugar, exhiben mejores fundamentales económicos, principalmente en indicadores de liquidez y solvencia financiera, como resultado de los ajustes que se vieron obligados a hacer y que les llevó a una etapa de despalancamiento desde finales de los años '90. A esto se le suma la percepción por parte de los mercados de una menor probabilidad de contagio directo por estar alejados del actual foco de incertidumbre (el área del euro) y un mayor margen de maniobra en materia de política económica (de demanda, fiscal y monetaria).

Gráfico 17
Flujos a deuda soberana (millones de dólares)



Fuente: BBVA Research y datos EPFR

Gráfico 18
Proyecciones de tipos de interés de largo plazo (promedio)



Fuente: BBVA Research

A pesar de lo comentado es difícil esperar que los inversores consideren a los activos de Latinoamérica como nuevos activos seguros

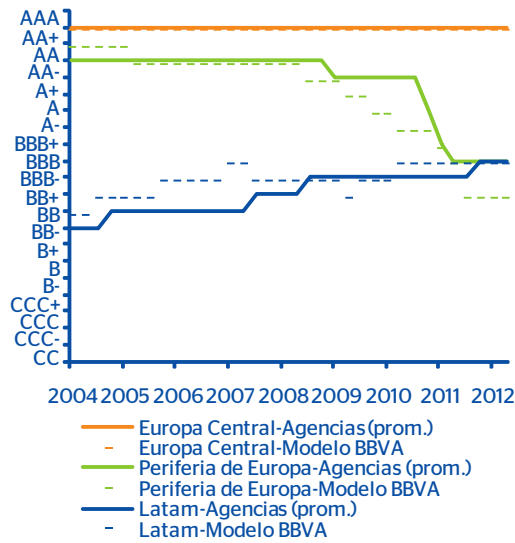
En este contexto surge la pregunta de si estamos asistiendo a un cambio no transitorio respecto al carácter de los activos gubernamentales de ciertas regiones. Activos que anteriormente eran considerados seguros, como los de las economías de la periferia del euro, actualmente es más difícil continuar valorándolos de la misma forma, al tiempo que activos que anteriormente eran calificados de riesgo, como los de algunos países de Latinoamérica, hoy comienzan a percibirse como activos refugio.

La respuesta creemos que es negativa, un evento de riesgo sistémico arrastraría también a este tipo de activos al grupo de riesgo. Parece razonable pensar que un evento sistémico que suponga un cambio de configuración del área del euro o una ayuda a alguna de las economías periféricas que lleve aparejada su salida del mercado contagie a las economías emergentes revertiendo unos flujos de capital que finalmente terminen dirigiéndose, sobre todo a los activos de renta fija de EE.UU. Las principales razones por las que resulta difícil que los activos de las economías emergentes sean percibidos como activos refugio son de tamaño y volatilidad. El reducido tamaño de unas economías con una elevada capacidad de crecimiento y de generar ingresos fiscales hace que su volatilidad sea también mayor. Lo mismo pasa con sus mercados financieros que exhiben una

profundidad financiera, tamaño de mercado y liquidez, estructuralmente baja. Estos factores hacen que ante una situación de riesgo se produzca una mayor discriminación por parte de los inversores, calificando de atractivos aquellos activos de economías -y mercados- de tamaño suficiente, que no exhiban excesivos desequilibrios externos y que cuenten con moneda propia y bancos centrales con capacidad efectiva de prestamista de última instancia.

Gráfico 19

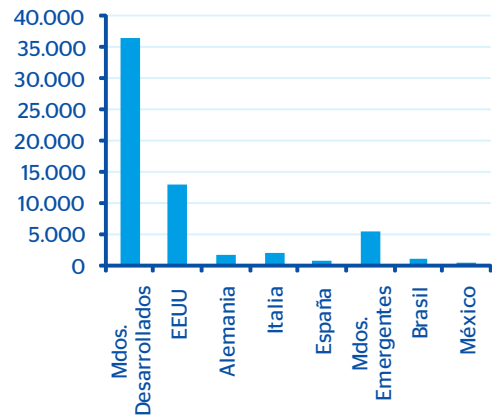
**Rating soberano:
agencias de rating vs. modelo BBVA**



Fuente: Standard & Pooors, Moody´s, Fitch y BBVA Research

Gráfico 20

**Deuda gubernamental,
miles de millones de dólares**



Fuente: BBVA Research y BIS

6. Tablas

Cuadro 1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 3 de agosto de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 2

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 3 de agosto de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 3

Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 3 de agosto de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4

Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público (% PIB)

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 3 de agosto de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 5

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

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	3,2	3,2	2,8	1,8	2,5
UEM	3,3	2,8	2,6	1,6	2,5

Fecha cierre de previsiones: 3 de agosto de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 6

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio (Promedio)

Dólares (\$) por moneda nacional	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos (EUR por USD)	0,72	0,76	0,72	0,79	0,77
UEM	1,39	1,33	1,39	1,27	1,30
Reino Unido	1,56	1,55	1,60	1,58	1,66
China	6,83	6,77	6,46	6,31	6,18

Fecha cierre de previsiones: 3 de agosto de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 7

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales (Final período)

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

Fecha cierre de previsiones: 3 de agosto 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 de Escenarios Económicos***Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.com

Rodrigo Falbo

rodrigo.falbo@bbva.com

Jaime Martínez Martín

j.martinez.martin@bbva.com

Jorge Rodríguez Vález

jorge.rv@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

Juan Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

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@bbva.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero (i)

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@grupobbva.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 Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

Julián Cubero

juan.cubero@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 +34 91 537 70 00

Fax: +34 91 374 30 25

bbvaresearch@bbva.com

www.bbvaresearch.com

Depósito legal: M-31256-2000