

Situación Global

Cuarto Trimestre 2012
Análisis Económico

- **Las decisivas medidas de los bancos centrales han aclarado el panorama global reduciendo la probabilidad de escenarios de riesgo.** Las políticas económicas han de seguir consolidando la recuperación.
- **El BCE mueve ficha en pos de la estabilidad de la zona euro “cuente lo que cuente”.** El programa de compra de bonos aleja la ruptura del euro.
- **La FED actuará “el tiempo que sea necesario” para facilitar una recuperación más fuerte.** La economía estadounidense afronta bajo el paraguas de la FED riesgos bajistas como el impacto de la inacción fiscal.
- **El impacto del QE3 en las economías emergentes: la gestión del favorable entorno financiero global como problema local.** Las políticas económicas domésticas determinan el impacto final del aumento global de liquidez.

Índice

1. Editorial: las decisivas medidas de los bancos centrales hacen menos probables escenarios de riesgo	3
Recuadro 1. Condiciones financieras y expectativas cíclicas	7
2. En pos de estabilidad en la zona euro “cueste lo que cueste”	9
3. EE.UU.: La FED actuará “el tiempo que sea necesario” para facilitar una recuperación más fuerte	12
Recuadro 2. La FED proporciona un seguro que disipe las incertidumbres respecto al crecimiento	15
Recuadro 3. El impacto del QE en los mercados emergentes: cuando gestionar el éxito se convierte en un desafío	17
4. Tablas	20

Fecha de cierre: 2 de noviembre de 2012

1. Editorial: las decisivas medidas de los bancos centrales hacen menos probables escenarios de riesgo

Las decisivas medidas tomadas por los bancos centrales han aclarado el panorama global. Sin embargo, las políticas económicas han de seguir consolidando la recuperación

Se espera que la economía mundial registre una progresiva mejora del crecimiento del PIB que lo lleve en 2013 al 3,5% (3,2% en 2012; 4,1% de media del periodo 2010-12). Esta suave expansión se apoya en la menor aversión al riesgo a consecuencia de las acciones tomadas por los bancos centrales, en especial por el BCE. A pesar de ello, se destacan tres factores que pueden deteriorar estas perspectivas: 1) el más preocupante, un resurgimiento de los problemas en Europa si volviesen los temores de ruptura del euro; 2), la amenaza que pende en los EEUU por el llamado "fiscal cliff", un paquete de reducción del gasto público y de aumento de ingresos por valor del 4% del PIB que entraría automáticamente en vigor a comienzos de 2013 y que empujaría a la economía estadounidense de nuevo a la recesión; 3) una fuerte desaceleración de las economías emergentes, en particular de China y de aquellas basadas en la exportación de materias primas, cuya demanda depende, a su vez, de China.

Las restantes políticas económicas deberían aprovechar la ventana de oportunidad abierta por los bancos centrales

En un entorno de elevada incertidumbre para la economía mundial, a lo largo de los últimos meses las autoridades económicas –y en particular los bancos centrales de la zona euro y los EEUU– han dado pasos significativos en sus respectivas áreas de responsabilidad. **Las decisivas medidas tomadas han evitado un evento de riesgo sistémico comparable con los financieros acontecidos a finales de 2008.** Así, ambos bancos centrales han "construido puentes" hacia un nuevo marco institucional, en el caso de Europa, y hacia un nuevo pacto fiscal en los EEUU. Además, las medidas de la Fed se mantendrán mientras sea necesario para lograr una mejora del mercado laboral de EEUU, mientras que las tomadas o anunciadas por el BCE están sometidas a diversos condicionantes. El estricto cumplimiento del ajuste fiscal es obligado en Europa, mientras que la mejora del mercado laboral es el objetivo en los EEUU.

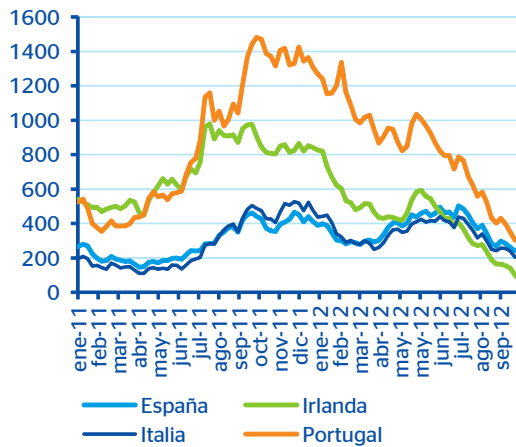
"... cueste lo que cueste..."

El BCE dió un paso decisivo para poner fin a la crisis de deuda en Europa cuando su presidente, Mario Draghi, anunció a finales de julio la puesta en marcha de un nuevo programa de compra de deuda pública (OMT, por sus siglas en inglés). Bajo cierta condicionalidad (para más información ver nuestro informe [ECB Watch](#) de septiembre), el BCE podría intervenir en los mercados secundarios de deuda pública. El movimiento del BCE vino después de la cumbre del Eurogrupo en junio, en la cual se llegó a acuerdos que reforzaban la unión monetaria: compromisos de supervisión bancaria común y estudio de planes de unión fiscal e incentivos al crecimiento.

El anuncio de Draghi cumple el mandato del BCE de asegurar el funcionamiento de la política monetaria en el área, roto con las elevadas rentabilidades de la deuda pública de los países periféricos por la posibilidad de una ruptura del euro. Dado que para el banco central esto es "inaceptable", el BCE se ha comprometido con la compra de cantidades ilimitadas de deuda pública de aquellos países que pidan ayuda financiera a través de los fondos europeos (FEFF y MEDE), bajo una "estricta y efectiva condicionalidad".

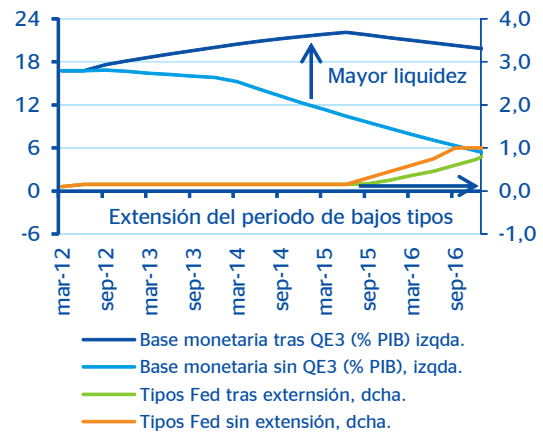
El movimiento del BCE fue más contundente de lo previsto, pero ha de implementarse de modo efectivo. La existencia de un prestamista de última instancia para la deuda pública, bajo condicionalidad fiscal, disipa los temores sobre la irreversibilidad del euro en su actual configuración. Así, las tensiones en los mercados financieros se han aliviado significativamente desde julio (ver Gráfico 1) e incluso no se han agravado a pesar de diversas incertidumbres en torno al cumplimiento de objetivos fiscales o el mantenimiento de ratings de deuda, por ejemplo.

Gráfico 1
Índice de Tensiones Financieras para países de la zona euro¹



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
QE3 y tipos de interés (Base monetaria, % PIB, y tipos Fed, %)



Fuente: BBVA Research

Otras novedades han venido a reforzar la unión monetaria en Europa: 1) el fondo permanente que financiará los nuevos rescates en la zona euro (MEDE) ha entrado en vigor, después de que el Tribunal Constitucional de Alemania respaldase la participación de ese país; 2) el proceso establecido para llegar a una unión bancaria en Europa continúa, aunque más lentamente de lo esperado inicialmente. La implementación de una unión bancaria plena se basa en cuatro pilares: supervisión conjunta, regulación común, un órgano común de resolución bancaria y una garantía de depósitos conjunta. Dada la magnitud de la tarea se prevé que la plena implementación de todo ello sea un largo proceso. Aun así, los líderes europeos han acordado establecer un calendario en enero de 2013 para llegar a una efectiva supervisión bancaria y se espera que se llegará a acuerdos sobre distintos detalles adicionales en la reunión del Eurogrupo de diciembre próximo.

La recapitalización directa de la banca a través del MEDE es importante para eliminar la retroalimentación de riesgos entre deuda pública y bancaria y para acabar con la fragmentación del mercado financiero. Sin embargo, ambos objetivos se pueden lograr también evitando regulaciones financieras excluyentes, enfocadas sólo en los mercados locales dentro del área del euro.

El área del euro terminará disponiendo de un marco que refuerce su gobernanza incluyendo una unión bancaria, unión fiscal y un prestamista de última instancia. Se ha progresado en todos estos frentes, quizá no lo suficiente para revertir la fragmentación financiera, pero sí para pensar que lo peor de la crisis puede, por fin, haber pasado. En el corto plazo, el programa del BCE y el apoyo del MEDE bajo condicionalidad fiscal han creado instrumentos para resolver problemas de financiación en países periféricos y permitir su acceso al mercado. Al mismo tiempo, la adecuada implementación de los planes de unión bancaria y una definición adicional del diseño de la unión fiscal serán factores clave en la sostenibilidad de la zona euro en el largo plazo.

1: El Índice de Tensiones Financieras (ITF) de BBVA Research es un indicador sintético que resume los movimientos de: medidas de riesgo (CDS a 5 años y corporaciones no financieras, y CDS de deuda financiera), volatilidad (bolsa, tipos de interés y tipos de cambio) y estrés de liquidez (diferencial entre el tipo interbancario y activos libres de riesgo).

“... el tiempo que sea necesario...”

La economía de EEUU crece, pero lo hace a tasas históricamente bajas y con un mercado laboral con una tasa de desempleo aún elevada. Ello es resultado del proceso de desapalancamiento, pero también de un entorno externo incierto en lo que se refiere a la resolución final de la crisis en Europa y, desde una perspectiva doméstica, de la **falta de acuerdo sobre como reducir el elevado déficit público evitando un ajuste automático de ingresos y gastos que cada día se acerca más** (*fiscal cliff*).

En ese contexto, la Fed no dudó y en su reunión de septiembre acomodó adicionalmente la política monetaria. El banco central de EEUU anunció que tiene intención de mantener los tipos de interés en los mínimos en los que está por lo menos hasta mediados de 2015, un año más de lo que mantenía anteriormente. También anunció una nueva ronda de expansión cuantitativa (QE) con la compra de cédulas hipotecarias (MBS) en vez de deuda pública, en un intento de mejorar las condiciones financieras para los hogares. Además, **la Fed continuará con su política acomodaticia todo el tiempo que sea necesario para asegurar el fortalecimiento de la recuperación y del empleo** (para más información, ver nuestro [US Fed Watch](#)).

Con esta política, la Fed está comprando un seguro frente al posible ajuste fiscal automático. Como escenario más probable, esperamos que se llegue a un acuerdo para evitar que el paquete completo de recortes tenga lugar, aunque esperamos algún tipo de consolidación fiscal que lastre la economía. Con todo, según nuestras estimaciones, la relajación monetaria podría contribuir en solo unas décimas de punto al crecimiento del PIB en 2013, pero desde 2014 en adelante el efecto será más acentuado. Con respecto a la inflación, el impacto se retrasará y será comparativamente menor (ver el capítulo 3 de este informe). La tolerancia de la Fed a una mayor inflación estará en función del crecimiento y la mejora del mercado laboral.

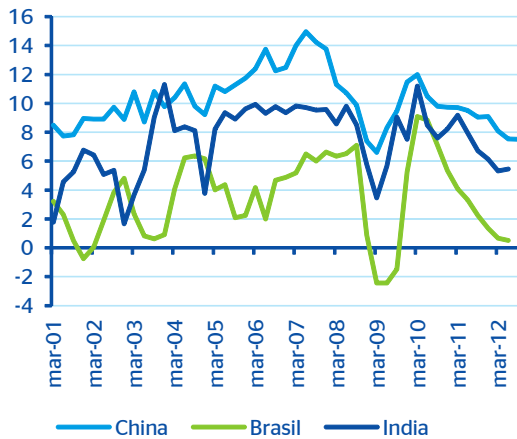
Los efectos potenciales del QE3 no se limitan a la economía estadounidense. Tal y como se observó en anteriores programas, las expansiones de liquidez provocan rápidamente entradas de capital a economías emergentes, reduciendo la prima de riesgo y los costes de financiación en estos países, estimulando la disponibilidad de crédito y, con todo ello, sus tasas de crecimiento e inflación. Nuestras estimaciones muestran que el QE3 (más el “efecto Draghi”) podrían tener un impacto menor que el del QE1 dado el comportamiento en las economías emergentes de primas de riesgo y entradas de capital. En cualquier caso, todo esto dependerá de la respuesta de las políticas domésticas a la entrada de capitales (ver capítulo 3).

La respuesta de los bancos centrales no basta para devolver la economía mundial a una senda de expansión sostenida

Con las medidas de política económica tomadas, la economía mundial puede haber evitado una desaceleración hasta la menor tasa de crecimiento de los últimos 30 años (salvo en la recesión de 2009), pero el escenario central sigue siendo de crecimiento moderado. Las economías avanzadas han estado perdiendo empuje desde 2011, tal y como cabría esperar en un proceso de desapalancamiento en marcha aún. Más recientemente, las economías emergentes también se han visto afectadas por la debilidad de las desarrolladas a través del canal comercial, frenando las exportaciones y el crecimiento del PIB (ver Gráfico 3).

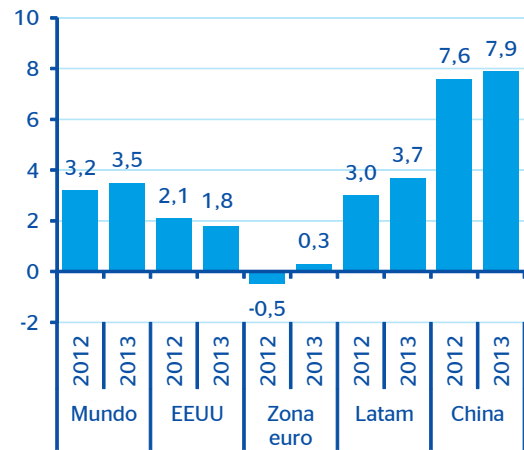
Desde luego este es el caso de las tres mayores economías emergentes: Brasil prácticamente se estancó en la primera mitad del año; el PIB de India creció un 5,3% y 5,5% en tasa interanual en el primer y segundo trimestre, respectivamente, el ritmo más lento desde principios de 2009; y en el tercer trimestre del año la economía china se ralentizó a una tasa del 7,4%, el crecimiento más bajo desde 2009, aunque los últimos datos señalan que la actividad se está estabilizando.

Gráfico 3
Economías emergentes: PIB (% a/a)



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfico 4
Crecimiento del PIB (%)



Fuente: BBVA y Haver

No obstante, las medidas tomadas por los bancos centrales en los EEUU y en la zona euro han aclarado el panorama sobre la eventualidad de un escenario de riesgo. En nuestro escenario base, el crecimiento en la zona euro se prevé que ganará empuje hacia 2013. Aunque el PIB de la zona euro decrecerá en 2012 (-0,5%), rebotará en 2013 (+0,3%). En los EEUU hemos mantenido nuestras previsiones: el crecimiento continuará alrededor del 2% en 2012 y 2013. La principal revisión a la baja en nuestro escenario de octubre corresponde a China (-0,2 pp en 2012 y -0,4 pp en 2013), aunque en ambos años su tasa de crecimiento permanecerá cercana al 8% ya que esperamos políticas de estímulo que compensen parcialmente la desaceleración. Otras economías emergentes compensarán esa menor actividad: las perspectivas de crecimiento para América Latina se revisan al alza en 2013, cuando la región crecerá al 3,7%, desde una tasa de crecimiento del 3% en 2012.

En conjunto, se prevé que la economía mundial continúe una suave recuperación, con crecimientos entre el 3% y el 3,5% del PIB en 2012 y 2013. Este escenario depende de varios supuestos clave y, en particular de que en el área del euro se implementen las políticas anunciadas para fortalecer la unión monetaria.

En primer lugar, **asumimos que las recientes discusiones sobre la supervisión financiera no afectarán sustancialmente a los acuerdos de junio**, por lo que el círculo vicioso entre riesgo soberano y bancario quedará roto y la transmisión de la política monetaria, que en la zona euro está dirigida principalmente por bancos, se restaurará de nuevo.

En segundo término, **asumimos que el mecanismo encargado de eliminar el riesgo de convertibilidad será activado**, lo que reduciría los tipos de interés en las economías periféricas. Y ello sin que se puedan descartar bajadas más intensas si el área del euro progresa más rápidamente en su nueva configuración institucional y en la implementación de los compromisos acordados.

En conjunto, **la intervención del MEDE/BCE podría ser suficiente para llevar las rentabilidades de la deuda pública de Italia y España hacia niveles más consistentes con la sostenibilidad de la deuda a medio plazo** y que, a la vez, compensen el impacto de corto plazo que puedan tener en el crecimiento algunas de las reformas emprendidas. Esto implica que ambos países conserven su calificación de grado de inversión y cumplan con sus compromisos fiscales (o se les garantice una extensión para ello teniendo en cuenta sus saldos fiscales estructurales). En este asunto debería considerarse el riesgo de un bucle negativo entre ajuste fiscal y crecimiento económico.

Finalmente, en este escenario central se considera que Grecia continuará siendo parte del euro, lo que en contrapartida requerirá apoyos desde Europa mediante una financiación adicional y/o un periodo más largo para cumplir con la condicionalidad fiscal exigida. Basados en experiencias pasadas, siendo cierto que existen riesgos de implementación, también lo es que **las instituciones europeas tienden a encontrar soluciones a los problemas justo cuando el tiempo para ello se está acabando**.

Recuadro 1. Condiciones financieras y expectativas cíclicas

Ante un inicio de año decepcionante, con desaceleración de la actividad a nivel global y sus expectativas, los datos más recientes muestran indicios de mejora. Esta coyuntura, plantea el interrogante de si la mejora observada de las expectativas cíclicas es sostenible al menos a corto plazo.

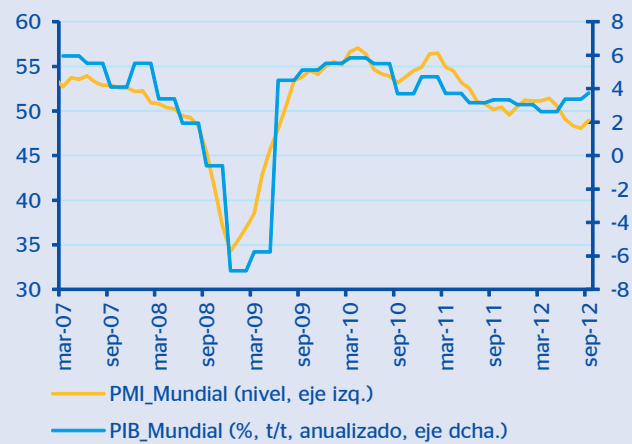
Empíricamente, **existe una relación cercana entre las expectativas de actividad manufacturera recogidas por indicadores como el PMI² y el comportamiento registrado finalmente en la actividad económica medida a través de indicadores de producción industrial o incluso del conjunto de actividad económica.** En este sentido, las correlaciones dinámicas entre el nivel del PMI y las tasas de crecimiento del IPI o del PIB muestran un nivel elevado, superior incluso a 0.7 entre PIB y PMI mundial, tal y como se desprende del Gráfico 5. En tanto en cuanto la relación entre el indicador cualitativo de actividad y el comportamiento “real” que esta tenga finalmente sea más cercana gana relevancia el primero dado su menor retardo en la publicación respecto a la fecha de referencia. Así, a 1 de noviembre se conoce el PMI de octubre, mientras que el IPI de esa misma fecha no estará disponible hasta finales de diciembre próximo.

A la vez, los mercados financieros registran un periodo de menor volatilidad, menores spreads de riesgo crediticio y tensiones de liquidez también más bajas. Así, los indicadores sintéticos de tensiones financieras en EEUU y en la zona del euro elaborados por BBVA³ registran a fecha de hoy, última semana de octubre, niveles consistentes con tensiones más bajas que en periodos anteriores y que empezaron a moderarse a finales de julio. Ello es resultado de la respuesta de los bancos centrales tanto en Europa como en EE.UU durante el verano, sobre todo en la eurozona⁴.

En el periodo reciente, las tensiones en los mercados financieros parecen haberse convertido en un factor crucial para las expectativas del escenario económico global al ser un reflejo de las facilidades en el acceso de los agentes económicos a la financiación de sus decisiones de gasto e inversión. Ello ha cobrado una especial relevancia desde el momento en el que el acceso al crédito se ha convertido en una restricción relevante en muchas economías. Así, una disminución de las tensiones sería

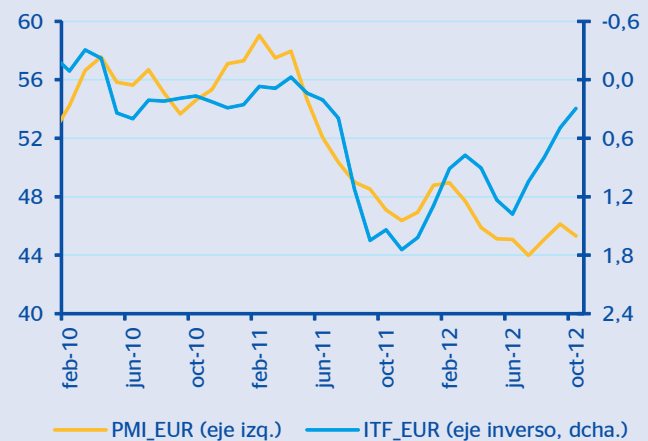
condición necesaria para que mejore la actividad real y parecería razonable la existencia de algún tipo de relación cuantitativa que reflejase el co-movimiento que se observa entre condiciones financieras y expectativas de ciclo⁵. (ver Gráfico 6).

Gráfico 5
Correlación entre PMI y PIB mundial



Fuente: BBVA Research, Markit Economics y FMI

Gráfico 6
Eurozona: tensiones financieras (ITF) y expectativas de negocio (PMI)



Fuente: BBVA Research y Markit Economics

2: *Purchasing Manager Index* (PMI): es un indicador macroeconómico elaborado por Markit Economics que intenta reflejar la situación de un país en base a las respuestas mensuales de los gestores de compras y ejecutivos de empresas del sector manufacturero (para servicios responde otro panel propio) representativas de tal país. Es un índice ponderado que incorpora información aportada relativa a nuevos pedidos (30%), producción (25%), ocupación (20%), plazos de entrega de proveedores (15%) y stock de compras (10%). Se considera que si el índice está por encima de 50 indica expansión, por debajo indica contracción y por debajo del umbral de 42 indica recesión.

3: El Indicador de Tensiones Financieras de BBVA Research (ITF BBVA Research) incorpora medidas de riesgo de crédito (CDS de deuda pública a 5 años, CDS de deuda de empresas no financieras y de empresas financieras), de volatilidad (de bolsa, de tasas de interés y de tipos de cambio) y de tensiones de liquidez (spread entre tasa interbancaria y tasa libre de riesgo a tres meses). Para mayor detalle ver: http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/111006_Observatorio_economico_escenarios_ec_tcm346-270914.pdf?ts=24102012

4: "El Banco Central Europeo está dispuesto a hacer lo que sea necesario para preservar el euro", según declaraba M. Draghi el 26 de julio de 2012.

5: La correlación estática de ambas series es de signo inverso y de magnitud elevada (-0.71 para eurozona y -0.64 en EE.UU.).

Para verificarlo, contrastamos si existe una relación estadística entre la variable que aproxima las tensiones financieras (ITF de EE.UU. y la eurozona) y la variable que aproxima la actividad real (Índice PMI para ambas áreas). El contraste seleccionado es de C. Granger (1969)⁶, que plantea la hipótesis nula de si la inclusión de una variable y sus rezagos mejora el poder explicativo de la otra.

Una vez que PMI e ITF son series temporales estacionarias, para contrastar la hipótesis nula de que ITF causa (en el sentido de Granger) PMI en cada región, comparamos el poder explicativo conjunto (F-test) de la siguiente regresión (que no incluye ITF):

$$PMI_t = \alpha_0 + \alpha_1 PMI_{t-1} + \alpha_2 PMI_{t-2} + \dots + \alpha_m PMI_{t-m} + \epsilon_t \quad (1)$$

frente al de la siguiente ecuación (que incorpora la variable que aproxima las tensiones financieras):

$$PMI_t = \alpha_0 + \alpha_1 PMI_{t-1} + \alpha_2 PMI_{t-2} + \dots + \alpha_m PMI_{t-m} + \beta_p ITF_{tp} + \beta_q ITF_{tq} + \epsilon_t \quad (2)$$

La hipótesis nula de que ITF causa PMI es aceptada si y sólo si los valores rezagados de ITF son estadísticamente significativos en su conjunto. Esa "causalidad" se refiere entonces exclusivamente a la capacidad de mejorar estadísticamente la previsión de la variable representativa del ciclo con la variable que aproxima las tensiones financieras.

Como observamos en los resultados del Cuadro 1, **en todos los casos salvo en EE.UU. con un solo retardo, podemos rechazar la hipótesis nula de que ITF no causa el PMI a un nivel de confianza aceptable.** De esta forma, los contrastes verifican que el ITF de cada región causa (en el sentido de Granger) a su PMI correspondiente, pero no en el sentido contrario. **Estos resultados nos permiten afirmar que las mejoras recientes en los indicadores de tensiones financieras son un soporte para la mejora de las expectativas de actividad cíclica en EE.UU. y la zona del euro.**

Cuadro 1
EE.UU y UEM: Resultados del contraste de Granger. ITF y PMI

	Hipótesis Nula: ITF no causa PMI				Hipótesis Nula: PMI no causa ITF			
	Eurozona		EE.UU.		Eurozona		EE.UU.	
	F-Stats	Prob	F-Stats	Prob	F-Stats	Prob	F-Stats	Prob
Retardo 1	2,5	0,12	0,5	0,47	0,2	0,63	0,0	0,97
Retardo 2	2,9	0,06	5,8	0,00	1,9	0,16	1,3	0,27
Retardo 3	2,2	0,10	3,5	0,02	1,9	0,13	1,6	0,20
Retardo 4	1,8	0,14	3,6	0,01	2,1	0,09	0,7	0,61

■ No se rechaza la hipótesis nula ■ Se rechaza la hipótesis nula
Fuente: BBVA Research

Por último, despejamos la incógnita acerca de la capacidad predictiva del ITF respecto al ciclo real mediante la misma técnica para cada región, dada la elevada correlación

(inversa) existente entre ambas series, ya mencionada anteriormente: -0.64 en EE.UU. y -0.71 en Europa.

Cuadro 2
EE.UU y UEM: Resultados del contraste de Granger. ITF y PIB

	Hipótesis Nula: ITF no causa PIB				Hipótesis Nula: PIB no causa ITF			
	Eurozona		EE.UU.		Eurozona		EE.UU.	
	F-Stats	Prob	F-Stats	Prob	F-Stats	Prob	F-Stats	Prob
Retardo 1	10,0	0,00	4,9	0,03	1,42	0,24	0,1	0,80
Retardo 2	5,1	0,01	4,1	0,02	0,22	0,80	1,0	0,39
Retardo 3	3,6	0,02	2,9	0,04	1,40	0,25	3,8	0,01
Retardo 4	3,7	0,01	0,9	0,46	1,02	0,40	2,6	0,04

■ No se rechaza la hipótesis nula ■ Se rechaza la hipótesis nula
Fuente: BBVA Research

A la vista de los resultados podemos concluir que el índice de Tensiones Financieras (ITF) de BBVA Research causa (en el sentido de Granger) el ciclo real en ambas áreas, algo que no se reproduce en dirección opuesta. En resumen,

las tensiones en los mercados financieros no sólo se han convertido en un factor crucial para el escenario global, sino también en un indicador adelantado del ciclo en el muy corto plazo.

6: Granger, C. W. J. (1969). "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods". *Econometrica* 37 (3): 424-438.

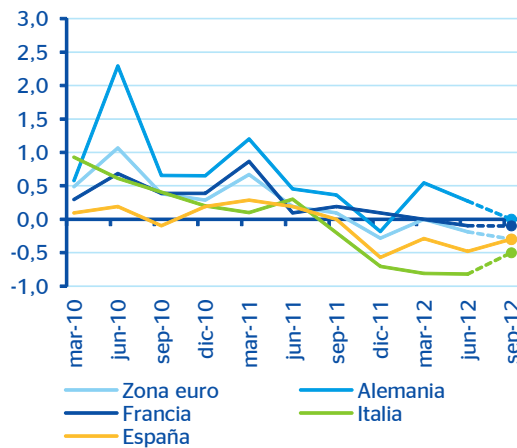
2. En pos de estabilidad en la zona euro “cueste lo que cueste”

La zona euro vuelve a entrar en recesión, arrastrada fundamentalmente por su periferia

En el segundo trimestre de 2012, la economía de la zona euro se contrajo un 0,2% intertrimestral (t/t), tras haberse estancado en el trimestre anterior. Detrás de esta mala evolución está la debilidad de la demanda interna, especialmente de la inversión (-0,8% t/t en 2T, tras una caída del 1,3% en 1T). Las exportaciones mantuvieron su dinamismo (+1,2% t/t en 2T frente a 0,7% en 1T).

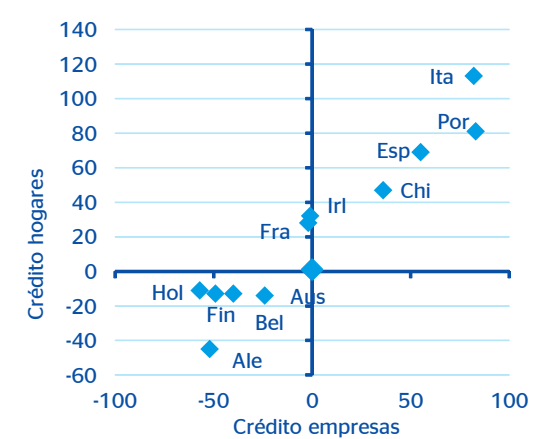
Asimismo, **el freno de la economía se ha ido extendiendo a todo el área en los últimos meses.** El PIB de los países periféricos de la zona euro acumula ya varios trimestres de caídas y la recesión no muestra visos de mejora inmediata. A lo largo del último año, el PIB cayó (de media) un 0,6%, 0,8% y 0,4% cada trimestre en Italia, Portugal y España respectivamente. No obstante, el resto de la zona euro también se ha visto afectado, aunque en menor medida. El crecimiento de la economía alemana se redujo hasta el 0,3% t/t en el 2T (prevemos un crecimiento del 0,0% en el 3T) debido a la pérdida de dinamismo de las exportaciones, mientras que el PIB francés prácticamente ha permanecido estancado desde finales de 2011. Según nuestras estimaciones, **en el tercer trimestre, la zona euro siguió perdiendo impulso y su PIB se habría contraído adicionalmente (-0,3%),** aunque durante los últimos dos meses **algunos indicadores apuntan a una cierta estabilización de la actividad,** en especial en el centro europeo.

Gráfico 7
Zona euro: Crecimiento del PIB (% t/t)



Fuente: BBVA Research y Eurostat

Gráfico 8
Variación de los tipos de interés sobre nuevos préstamos bancarios (puntos básicos, diciembre de 2010-julio de 2012)



Fuente: BBVA Research, BCE y FMI

Tras alcanzar nuevos máximos en el 2T, las tensiones financieras se relajan gracias a intervenciones por parte de las instituciones

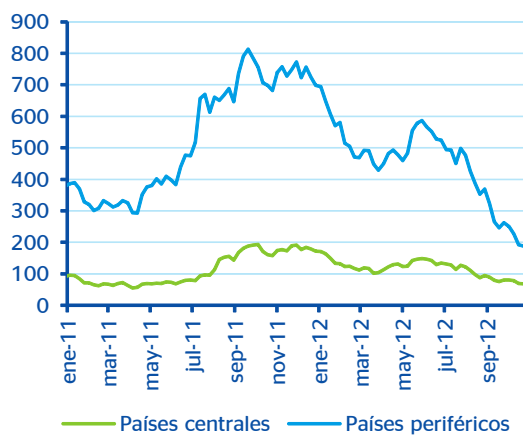
Con una desaceleración de la actividad económica alcanzando ya a los países centrales de la zona euro, temores crecientes a una ruptura del euro y bajo fuerte presión política y de los mercados, **los responsables políticos de Europa tomaron medidas decisivas** para aliviar las tensiones financieras, que habían alcanzado niveles máximos en el segundo trimestre de 2012. Por un lado, el nuevo fondo permanente de estabilidad (el Mecanismo Europeo de Estabilidad o MEDE) está plenamente operativo una vez superados todos los obstáculos políticos y, en concreto, tras conseguir el visto bueno del Tribunal Constitucional alemán. El MEDE asumirá los posibles rescates que pueda necesitar cualquier país.

Por otro lado, en sus reuniones de junio y octubre, **el Eurogrupo decidió tomar medidas que permitan una unión bancaria**. En un primer momento, los líderes europeos llegaron a un acuerdo sobre la recapitalización directa de la banca con fondos del MEDE lo que, a su vez, habría roto el bucle de retroalimentación deuda soberana-banca que afecta a los países con sectores financieros débiles, en concreto, Irlanda y España. No obstante, recientemente algunos países han planteado dudas sobre su implantación. Los líderes de la zona euro acordaron que la recapitalización directa se produciría cuando el nuevo mecanismo de supervisión bancaria común estuviera plenamente implementado. Sin embargo, hasta enero no se conocerá su calendario, de manera que el nuevo órgano supervisor probablemente no estará operativo hasta finales de 2013.

En los próximos meses también deberán abordarse otros asuntos: el conjunto de la unión bancaria, el marco presupuestario integrado (unión fiscal) y el marco de política económica integrado (es decir, la unión económica). El apoyo a la unión bancaria es evidente, pero existen discrepancias sobre su alcance. De las cuatro áreas de integración potenciales (supervisión conjunta, regulación común, un organismo común para la disolución de entidades bancarias y fondo de garantía de depósitos paneuropeo), **las discusiones más avanzadas son las del nuevo mecanismo de supervisión bancaria**. El BCE jugará un papel decisivo, aunque no se ha logrado un consenso sobre cómo encajar su posición central con la función de los supervisores nacionales. Las autoridades deberán llegar a un acuerdo sobre otros asuntos, como el poder de representación y voto de países no pertenecientes a la zona euro, la responsabilidad del BCE frente a las instituciones europeas en el marco del mecanismo de supervisión y el estatuto definitivo de la Autoridad Bancaria Europea. Todavía no se han alcanzado acuerdos sobre la resolución de bancos y el fondo común de garantía de depósitos, y no parece que las negociaciones vayan a dar frutos pronto.

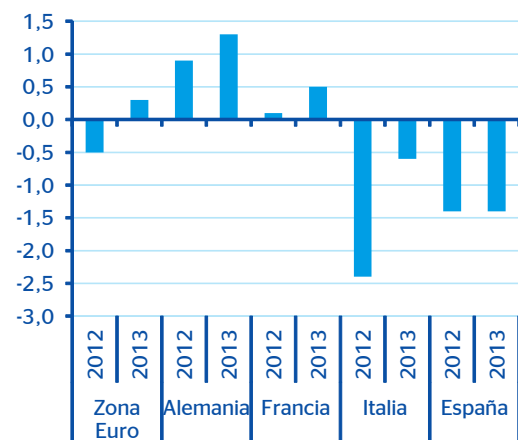
En el terreno fiscal, los líderes europeos dieron su respaldo a la unión fiscal, pero siguen discutiendo sobre la manera de alcanzarla. En concreto, no existe acuerdo sobre dos aspectos esenciales: la mutualización de la deuda (eurobonos o un fondo de amortización de la deuda), a la que Alemania se opone frontalmente, y el refuerzo de los poderes de la Comisión Europea para que pueda ejercer un control efectivo de los presupuestos nacionales, una idea que Alemania (y el BCE) respalda, pero a lo que podrían oponerse otros países. **El proceso camina más lento de lo esperado, y parece claro que en los últimos meses los avances en la integración han estado más centrados en el ámbito bancario**.

Gráfico 9
Índice BBVA de tensiones financieras
(países centrales y periféricos)



Fuente: BBVA Research, Bloomberg y Haver

Gráfico 10
Crecimiento del PIB (%)



Fuente: BBVA Research

El BCE mueve ficha con un nuevo programa de compra de bonos (OMT) para alejar el temor a una ruptura del euro

Entre todas las medidas adoptadas en los tres últimos meses, la puesta en marcha del programa **OMT** (*Outright Monetary Transactions*, en inglés) del BCE tiene un potencial claro para marcar un antes y un después en la crisis de deuda europea. El BCE intervendrá en los mercados de deuda para comprar cantidades ilimitadas de deuda soberana de aquellos países que soliciten ayuda financiera del ESM (véase nuestro [ECB Watch](#) de septiembre para más información y el apartado 1 de este informe para nuestra valoración). El BCE responde así al temor a una ruptura del euro y la fragmentación del mercado financiero de la zona euro. No obstante, las señales de esa fragmentación habían aparecido antes de que aumentaran las dudas sobre la configuración de la zona euro. Esa fragmentación conduce, por ejemplo, a una ampliación de los diferenciales de la deuda periférica, un aumento de las posiciones deudoras/acreedoras en el sistema TARGET de la zona euro y tipos de interés de evolución dispar para hogares y empresas en la zona euro (véase el gráfico 8).

Todas las medidas aplicadas (especialmente el programa OMT) han contribuido a aliviar las tensiones en la zona euro (véase el gráfico 9). No obstante, la implantación de este programa no está exenta de riesgos, por lo que **aún no se han despejado todas las incertidumbres**. Por ejemplo, no está claro qué ocurriría si un país sujeto a las compras de deuda del BCE incumple las condiciones impuestas. El presidente del BCE ha señalado que el banco central suspendería sus compras, pero, probablemente, eso desencadenaría nuevas dudas sobre el carácter irreversible del euro. Este es un factor esencial, puesto que es probable que algunos países de la periferia de la zona euro incumplan con sus objetivos fiscales. Ese es el caso de España, cuyo Gobierno se ha comprometido con una reducción del déficit de 1,8 pp en 2012 y de 1,3 pp en 2013 (excluida la ayuda bancaria). Nuestro escenario prevé que, a menos que se adopten nuevas medidas fiscales, España incumplirá esos objetivos. Asimismo, si se aplican nuevos planes de consolidación fiscal en la periferia, la recesión podría agudizarse, y si los multiplicadores fiscales son mayores de lo previsto, el cumplimiento de los objetivos se complicaría aún más.

Europa se enfrenta a una lenta recuperación con riesgos a la baja

Las acciones emprendidas por el BCE pueden ser decisivas para poner fin al ciclo de revisiones bajistas del crecimiento del PIB de la zona euro. De hecho, **mantenemos nuestra previsión para el conjunto de la zona en 2013**, a pesar de la revisión a la baja para 2012. Este año, la economía de la zona euro se contraerá un 0,5%, pero cobrará impulso en 2013, cuando el PIB avance ligeramente (un 0,3%). No obstante, el crecimiento de Europa será desigual. Los países periféricos seguirán en recesión; el PIB de Italia y España caerán un 0,6 y un 1,4% en 2013 respectivamente, mientras que algunos países centrales experimentarán un bajo crecimiento. Con todo, el conjunto de la zona se beneficiará de unas condiciones financieras más favorables gracias a una política monetaria laxa y a un descenso de la prima de riesgo. Asimismo, los actuales objetivos fiscales para los países periféricos podrían suavizarse para evitar un mayor deterioro del crecimiento. No obstante, **los riesgos están sesgados a la baja, teniendo en cuenta los riesgos de aplicación del programa OMT, planes fiscales que puedan ser implementados adicionalmente, o un empeoramiento de la situación en Grecia, con potenciales efectos de contagio al resto del área.**

3. EE.UU.: La FED actuará “el tiempo que sea necesario” para facilitar una recuperación más fuerte

La economía estadounidense afronta, bajo el paraguas de la FED, riesgos bajistas como el impacto de la falta de acción en el campo fiscal y la incertidumbre derivada de la situación de Europa

La economía de EEUU continúa en una senda de crecimiento positivo pero comparativamente bajo y frágil dados los factores de riesgo que la pueden hacer descarrilar. La primera estimación del crecimiento del PIB en 3T12 se situó en 2% trimestral anualizado y ajustado de estacionalidad (Gráfico 11), por encima del consenso y del registro del trimestre anterior. No obstante, estos ritmos de crecimiento parecen insuficientes para mantener caídas significativas del desempleo derivadas de aumentos relevantes de la ocupación. Las principales contribuciones a la mejora del crecimiento en 3T12 fueron tanto el consumo privado como el gasto público. Así, la mayor sorpresa positiva se produjo en este último (3,7% trimestral anualizado, es decir, crecimiento por primera vez en más de dos años), sustentado en el aumento del empleo público que se produjo durante el tercer trimestre⁷, y en segundo lugar, el sustancial incremento del gasto en defensa nacional.

En cualquier caso, **el foco sigue en el mercado laboral, principal determinante de la renta de los hogares y por lo tanto de sus decisiones de gasto de consumo e inversión.** En cuanto al consumo, su crecimiento del 2% (0,5pp por encima del trimestre anterior) reflejó la mayor confianza acerca de la recuperación económica, no tanto una mejora de un mercado laboral con señales de debilidad a pesar de la disminución de la tasa de desempleo hasta el 7,9% en octubre. De este modo, el hecho de que la tasa de desempleo siga cayendo incluso en un contexto de crecimiento económico supone evidencia preocupante de que **franjas de la población en edad de trabajar se están retirando de la oferta laboral** (ver Gráfico 12).

Gráfico 11
EEUU: Contribuciones al crecimiento 3T12, pp (ajustado de estacionalidad t/t anualizado)

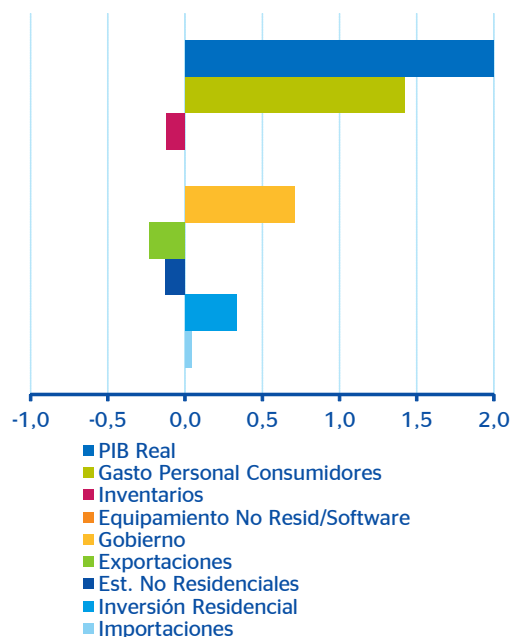
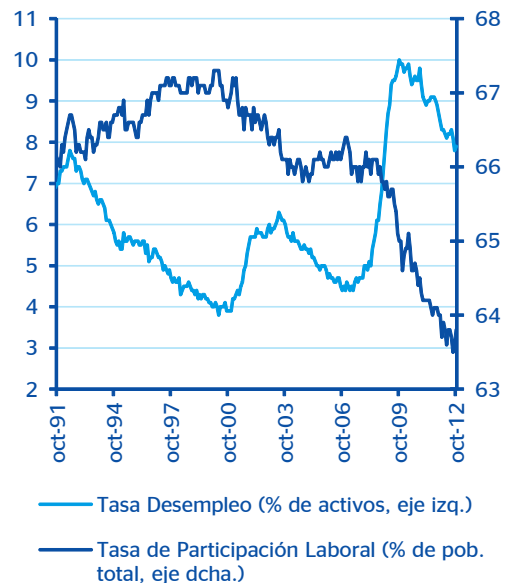


Gráfico 12
EEUU: Mercado laboral. Tasas de desempleo y de participación laboral



Fuente: Bureau of Economic Analysis y BBVA Research

Fuente: Bureau of Labor Survey y Haver Analytics

7: En total, el crecimiento del empleo registrado en septiembre alcanzó los 148.000 puestos de trabajo (BLS), de los cuales la mayor parte tuvo lugar en el sector público en general, y en sectores de atención sanitaria, transporte o almacenamiento.

Como sorpresa positiva, cabe destacar el crecimiento de la inversión residencial en torno al 14,4% en 3T12 en un entorno mejor del esperado en términos de ventas y nueva construcción, alcanzando niveles de compra de nueva vivienda no vistos desde 2010. Así, bajo el compromiso de la Fed de mantener los tipos de interés a niveles bajos durante los próximos años, esperamos que la demanda de viviendas continúe creciendo gradualmente. Una recuperación del mercado inmobiliario de EE.UU. es clave para, finalmente, impulsar el crecimiento económico⁸, de modo que las señales recientes de mejora en el sector financiero junto a las de estabilización del mercado de la vivienda podrían estar mostrando indicios de una salida de la crisis como las observadas históricamente.

Sin embargo, la reciente debilidad de la demanda empresarial y de la propia actividad manufacturera muestra que **las empresas de EEUU continúan siendo precavidas sobre la aceleración de la inversión y contratación**. Ello es resultado de la desaceleración de las exportaciones por el debilitamiento de los mercados emergentes y de la recesión europea. Pero también de la creciente incertidumbre derivada de los ajustes fiscales automáticos ("fiscal cliff") que podrían entrar en vigor con el comienzo de 2013 si no se aprueban medidas de reducción del déficit público, lo que exige el acuerdo entre Republicanos y Demócratas.

No está claro que las elecciones de noviembre vayan a disipar significativamente la incertidumbre sobre la definición de las políticas económicas en EE.UU.

Una clara victoria de cualquiera de los partidos parece poco probable según los resultados de las últimas encuestas. Independientemente de quién gane la presidencia, es muy posible que las dos cámaras legislativas permanezcan sin mayorías del mismo color, continuando una senda de polarización política que dificulta la consecución de acuerdos⁹, no sólo en lo relativo a la consolidación fiscal (qué impuestos se pagarán y qué recortes se harán), sino también en todo lo relativo a regulación sectorial, por ejemplo, lo que genera incertidumbre en torno a la política económica futura (ver Gráfico 13) y puede impactar también en las decisiones de gasto e inversión.

Con todo ello, **nuestras previsiones de crecimiento para 2012 y 2013 se mantienen sin cambios en el 2,1% en 2012 y 1,8% en 2013**. Las incertidumbres señaladas se verán compensadas por el impulso de la FED con una política monetaria más acomodaticia mientras sea necesario¹⁰. En nuestra opinión, mediante la adopción de una nueva ronda de expansión cuantitativa, la Fed actúa asegurando el soporte de la política monetaria para mitigar los riesgos que enfrenta el crecimiento en EEUU, señalados más arriba y que se reflejan en la debilidad del mercado de trabajo.

Finalmente, en lo que se refiere a la inflación, a lo largo del segundo trimestre, **el crecimiento del IPC mantuvo una tendencia a la baja, repuntando únicamente en agosto y septiembre con los precios de la energía**. La preocupación porque la sequía del Medio Oeste repercuta a la larga en los precios de la alimentación va en aumento, pero aún no se ven impactos relevantes, como reflejan los datos de inflación alimentaria, que han caído desde diciembre pasado del 4,6% al 1,6%. Además, **las expectativas de inflación continúan bien ancladas** a pesar de las recientes subidas en los precios de algunas materias primas y, sobre todo, de la política aún más acomodaticia de la Fed, que parece haber situado en un segundo plano el objetivo de estabilidad de precios mientras no se encamine la actividad de modo más decidido hacia el pleno empleo (ver gráfico 14). Con todo, **un escenario de riesgo posible sería aquel en el que se combinase una situación cíclica aún débil, como la actual, y un repunte de las perspectivas inflacionistas que supusiese un dilema para la implementación de la política monetaria de la Fed**.

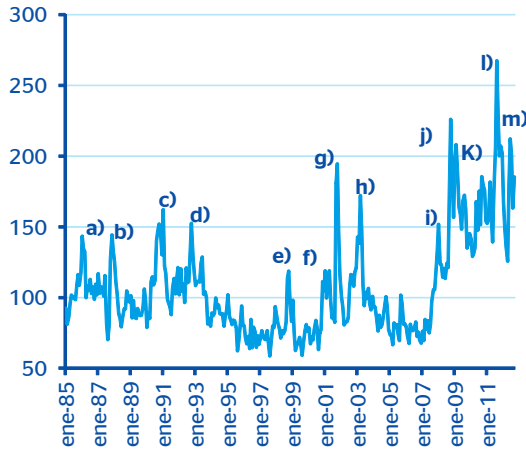
8: Valoración anual del FMI sobre la economía de EE.UU. (agosto, 2012).

9: Baker, Scott, Nicholas Bloom and Steven Davis (2012), "Measuring Economic Policy Uncertainty", Stanford mimeo.

10: Ver Recuadro 2: "La Fed proporciona un seguro que disipe las incertidumbres respecto al crecimiento"

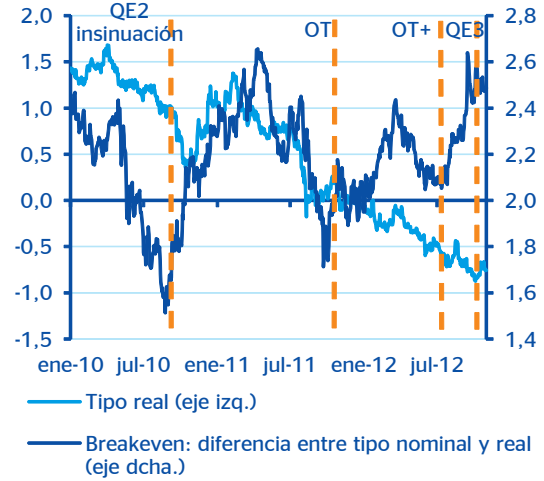
El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Gráfico 13
**EEUU: Índice de incertidumbre
de política económica**



a) Acuerdo Presupuesto Equilibrado. b) Lunes Negro c) 1ª Guerra del Golfo d) Elección Clinton. e) Crisis Rusa. f) Elección Bush. g) 11-S. h) 2ª Guerra del Golfo. i) Rebajas de tipos, Estímulos. j) Lehman, TARP. k) Crisis Bancaria, Elección Obama. l) Discusión techo deuda, Crisis europea. m) Precipicio Fiscal
Fuente: Economic Policy Uncertainty, a 31 de octubre de 2012.

Gráfico 14
EEUU: Expectativas de inflación



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Recuadro 2. La FED proporciona un seguro que disipe las incertidumbres respecto al crecimiento

Frente a una comprometida coyuntura, la Fed decidió tomar acciones concretas por “el tiempo que sea necesario” con el fin de impedir un mayor deterioro cíclico, principalmente sobre el mercado laboral. En primer lugar, manifestó su intención de extender aún más el plazo durante el cual mantendrá los tipos de interés a los niveles actuales. En segundo lugar, delineó un cuarto impulso de su política de expansión cuantitativa (QE3). De esta forma, la Fed actúa como si adquiriese un seguro de soporte monetario que permita disipar las dudas respecto a la fortaleza del crecimiento, tomando en cuenta la incertidumbre que generan: i) la débil recuperación tras la recesión de 2009, ii) la posibilidad de que la falta de acuerdos en el legislativo produzca la entrada en vigor de un ajuste automático de ingresos y gastos cercano al 4% del PIB (“Fiscal Cliff”) y iii) el temor al contagio en caso de desencadenarse un escenario de riesgo en Europa.

En lo que respecta a la política de tipos, **a mediados de septiembre pasado la Fed explicitó su intención de mantener los tipos de interés en los niveles mínimos actuales al menos hasta mediados del 2015** si la situación cíclica lo hiciera necesario. De esta forma extiende el plazo de su política directriz de tipos de interés en un año.

En el mismo comunicado, la Fed también manifestó su intención de llevar adelante una nueva ronda de expansión cuantitativa, posibilidad que ya había dejado entrever en su reunión de julio pasado. **El QE3, al igual que los anteriores programas de expansión monetaria cuantitativa, busca reducir los tipos de interés de largo plazo mediante compras de activos, en este caso del mercado hipotecario.** Estas adquisiciones permiten el mantenimiento de unas favorables condiciones de financiación en el mercado de vivienda y aumentan la preferencia de los inversores por activos de mayor riesgo. Además, a diferencia de anteriores programas, éste no tiene una duración determinada, sino que se aplicará “el tiempo que sea necesario” para asegurar su éxito. Con todo ello, se trata de aumentar la actividad y el empleo a través de los efectos de las medidas consideradas en el balance de empresas y familias, en el coste de su financiación y en las propias expectativas de actividad.

La magnitud del QE3 se puede aproximar suponiendo que este se mantiene por el mismo periodo que la política de tasas, así el QE3 supondría una inyección de algo menos de 1,5 billones de dólares repartidos durante al menos los próximos 11 trimestres. Esto representa una cifra muy superior al QE2, pero menor a los 2,1 billones que representó la expansión llevada adelante por el QE1.

Adicionalmente, si se toma en cuenta que la Fed prevé aplicar el QE3 por un plazo de un año más que el QE1, la inyección de liquidez en promedio trimestral de este es un 40% respecto al QE1 (120 billones por trimestre frente a los 300 billones del QE1).

Resulta relevante estimar el impacto que tendrá el cambio de política de la FED en el crecimiento, el desempleo y la inflación de Estados Unidos. Con este fin, utilizamos como herramienta cuantitativa el modelo creado por la consultora Oxford Economic (modelo OEF). El ejercicio para determinar este impacto resulta de comparar un escenario (ver gráfico 15) donde se dejan fijos los tipos de interés y al mismo tiempo se condiciona la evolución de la base monetaria siguiendo la expansión cuantitativa señalada por la Fed, frente a un escenario incondicionado, es decir donde el modelo arroja de acuerdo a su estructura la trayectoria más probable de las variables.

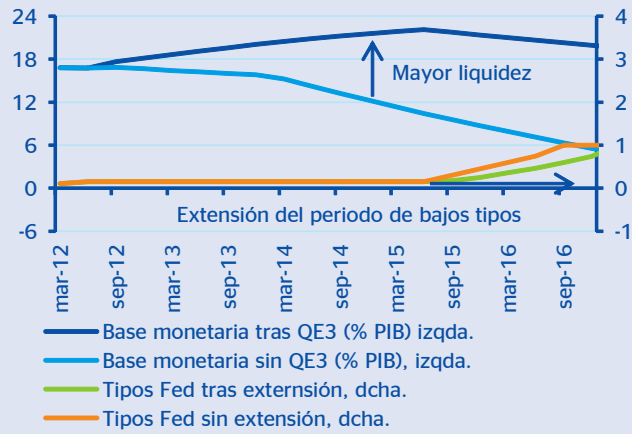
Como se puede ver en el gráfico 16 el impacto estimado por el modelo OEF es significativo, aunque creciente sobre todo a partir de 2014 a pesar de que la expansión se implementa ya desde el final de 2012. Tomando como horizonte el año 2016 es de destacar **el impacto que prevé el modelo en términos de actividad que acumularía 3,2 puntos porcentuales, en tanto que la tasa de desempleo disminuiría en 2,6 puntos porcentuales desde un nivel promedio en torno al 8,0% de los activos en 2012.**

La dinámica de impactos creciente arrojada por el modelo OEF puede ser explicada a partir de la acumulación de liquidez que supone el programa, frente a unos tipos de interés de corto plazo que se mantienen fijos en niveles muy bajos, situación que va intensificando el aliento sobre la inversión y por consiguiente sobre el mercado laboral, aunque en este último caso con algún retardo.

Por otro lado, y a pesar de la masiva inyección de liquidez que implica el programa QE3, **el impacto acumulado en términos de inflación podría ser inferior a un punto porcentual en los próximos cuatro años.** Este impulso inflacionista, a priori limitado es consistente con el hecho de que el cambio en el escenario de tasas de interés se produce sólo al final del periodo, entre 2014 y 2015, y el aumento de la liquidez registrado desde 2009 no ha supuesto un repunte excepcional de la inflación registrada ni de sus expectativas. Tanto más entonces si la expansión cuantitativa que se supone ahora es un promedio de las registradas. En todo caso, la situación hacia el futuro ha de considerar que la holgura de factores productivos para atender aumentos de la demanda será también menor.

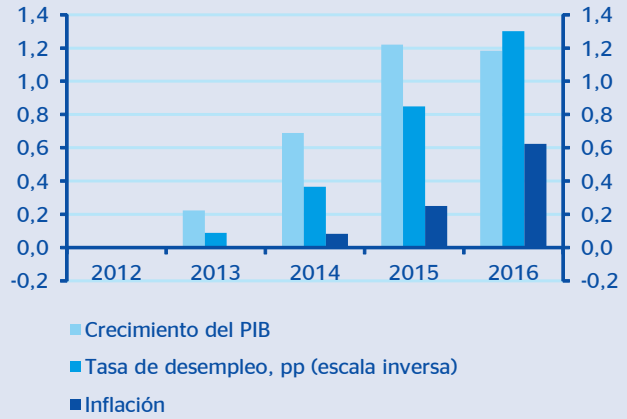
El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Gráfico 15
QE3 y extensión de la política directriz
de tipos de interés (% PIB)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 16
Impacto estimado del QE3 y la extensión
de la política directriz de tipos de interés



Fuente: BBVA Research

Recuadro 3. El impacto del QE en los mercados emergentes: cuando gestionar el éxito se convierte en un desafío

Como fue discutido en el recuadro 2, ante la renovada incertidumbre respecto a la evolución de la economía de EE.UU., la Fed nuevamente decidió pasar a la acción proveyendo una vez más estímulos a su economía.

Estas políticas de expansión de liquidez se suman a las medidas anunciadas por el BCE, que tienen como objetivo hacer todo lo que sea necesario, tal y como Mario Draghi apuntó, para de eliminar los riesgos de convertibilidad del euro.

En general, **ambos bancos centrales están suministrando (o se comprometen a hacerlo) mayor liquidez a sus mercados financieros**. Sin embargo, tal y como sucedió en anteriores ediciones de expansión cuantitativa, su impacto ha trascendido más allá de los EE.UU. y de la zona euro, y ha alcanzado a las economías emergentes (EM). Durante estos últimos 3 meses, en promedio, las primas de riesgo se han reducido en 70 pb, aunque la

variación ha sido desigual dependiendo de la región. Comparando esta situación con el QE1 y el QE2, se pone de manifiesto que el actual episodio ha desencadenado una disminución en las tensiones de las primas de riesgo las cuales a la fecha se encuentran entre los dos episodios anteriores. Esto es consistente con los flujos de capital hacia las EM observados recientemente.

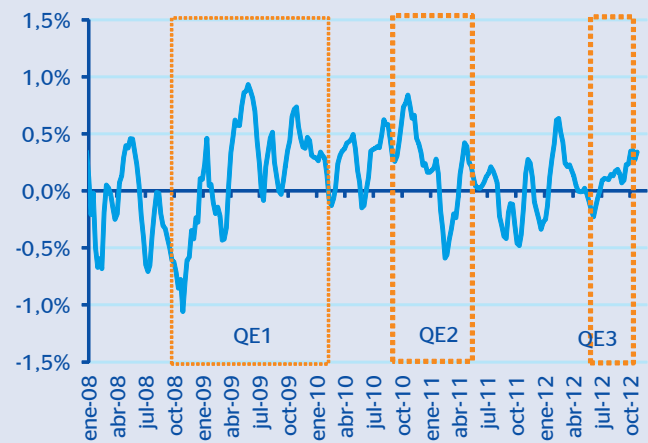
Las fuertes entradas de capital han generado presiones sobre los tipos de cambio. Sin embargo, no todos los países han permitido que sus monedas acusen el impacto de estos flujos, y así algunos han sido menos propensos a permitir una completa apreciación. La respuesta política al incremento de los flujos de capital es clave para estimar el efecto que tendrá en las economías emergentes el nuevo entorno financiero después del QE3 y las medidas tomadas por el BCE.

Gráfico 17
Prima de Riesgo de EM (EMBI global pb) durante período de expansión cuantitativa (caída acumulada)



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfico 18
Variación de la participación de activos de EM (% total activos - media móvil 4 semanas)



Fuente: BBVA Research y EPFR

Con el fin de estimar el impacto del QE3 en una economía emergente tipo utilizamos el GPM¹¹ como herramienta cuantitativa. Los supuestos para construir el escenario en aquellos aspectos relacionados con la política de la Fed son los mismos que los mencionados en el recuadro 2 (tipos de cambio fijos en sus actuales niveles hasta

mediados de 2015 y una expansión cuantitativa como la propuesta por la Fed), y en lo que respecta a las EM una reducción permanente en las primas de riesgo (40 pb) frente al escenario sin QE (base), tal como observamos en los anteriores y actual QE.

11: El GPM es un modelo desarrollado para diferentes países y áreas económicas por el FMI. Está basado en la teoría económica neo-keynesiana, suponiendo que la rigidez en los precios impiden un pleno uso de los recursos. El modelo considerado en este ejercicio sobre los impactos del QE es el modelo calibrado para México, una economía emergente y pequeña (en el sentido de que es una economía precio-aceptante, no lo suficientemente fuerte como para influir en las variables globales), y muy abierto al sector exterior a través de los canales comercial y financiero.

Con el fin de estimar el impacto del QE3 en una economía emergente tipo utilizamos el GPM como herramienta cuantitativa. Los supuestos para construir el escenario en aquellos aspectos relacionados con la política de la Fed son los mismos que los mencionados en el recuadro 2 (tipos de cambio fijos en sus actuales niveles hasta mediados de 2015 y una expansión cuantitativa como la propuesta por la Fed), y en lo que respecta a las EM una reducción permanente en las primas de riesgo (40 pb) frente al escenario sin QE (base), tal como observamos en los anteriores y actual QE.

Una importante salvedad es que la respuesta de las políticas económicas domésticas puede influir en la dimensión y dinámica del impacto al shock. Así, modificando los tipos de interés y el tipo de cambio, las autoridades monetarias pueden influir en los resultados que finalmente tendrá el QE en términos de PIB e inflación. La principal razón es que, aunque el impacto del canal comercial tiene en general efectos positivos sobre las EM, la disminución en las primas de riesgo generan entradas de capital y aprecian los tipos de cambio de las EM. Así, el impacto positivo inicial en la producción y en el empleo se compensaría con la apreciación en el tipo de cambio y la respuesta de la política monetaria, si se verifica una reacción ante el aumento de la brecha de producto e inflación. **De esta forma, las autoridades de las EM afrontan la clásica disyuntiva de gestionar fuertes entradas de capital, evidenciando así que “gestionar con éxito” puede también suponer un reto.** Las autoridades tienen varias posibilidades para gestionar el impacto, pero para simplificarlo nos centraremos en los casos extremos:

- **Escenario de flexibilidad:** El banco central responde con aumentos de tipos de interés al esperar mayor crecimiento e inflación generados por una mayor demanda exterior (canal comercial) y menores primas de riesgo (canal de prima de riesgo). Como consecuencia de esta política, la presión a la apreciación de los tipos de cambio debido a mayores entradas de capital queda reforzada por los diferenciales de tipos de interés.
- **Escenario de activismo:** para evitar las consecuencias negativas de una “excesiva apreciación” de los tipos de cambio, no se modifican significativamente los tipos de interés. Además de intervenciones sobre los tipos de cambio, podrían imponerse restricciones a los movimientos de capital.

Los principales resultados pueden ser observados en los gráficos de más abajo, los cuales incluyen diferentes respuestas según las distintas alternativas de política monetaria seguidas. Los principales resultados son los siguientes:

- **En el escenario de flexibilidad, las respuestas sobre el crecimiento del PIB e inflación son positivas.** Obsérvese que la respuesta en materia de producción e inflación durante el primer año no es importante, y es inferior a la que se obtendría en un escenario en el que sólo actuase el canal de comercio exterior (excluyendo flujos de capital y el efecto de la prima de riesgo). La principal razón de esto es el efecto negativo que sobre la producción e inflación tiene una apreciación en el tipo de cambio real. Sin embargo, los efectos retardados de la prima de riesgo permitirán una reducción en la tasa de interés oficial, cuyo efecto positivo sobre la actividad empezará a compensar el efecto de negativo la apreciación de los tipos de cambio en el corto plazo. **Esta estrategia tiene consecuencias, ya que puede desencadenar problemas en países donde se den tipos de cambio sobrevalorados y/o dificultades en términos de sostenibilidad exterior.**
- **El escenario de activismo desencadena mayores efectos en la producción e inflación en 2013 y 2014.** Esta estrategia supone una clara vulnerabilidad, ya que intenta evitar la sobreapreciación de los tipos de cambio, pero generar una política monetaria más laxa que resultar en un excesivo crecimiento de la actividad (y posiblemente crecimiento en el crédito nacional) y una inflación mucho mayor. **Las EM que muestren signos de sobrecalentamiento (exceso en el crecimiento, crédito e inflación) podrían no ser las mejores candidatas para esta opción.**

El escenario de activismo podría finalmente requerir una significativa subida de los tipos de interés oficiales.

Esto se da como consecuencia de que la inflación se vería también influenciada por las condiciones económicas. En este sentido, la producción y la velocidad de circulación del dinero son también claves en la relación final entre dinero e inflación. Podemos distinguir entre economías con brecha de producto negativa y con velocidades decrecientes por un lado, y economías con una brecha casi inexistente o positiva y con mayores presiones sobre la velocidad del dinero por el otro. Esto explica una mayor relación entre el dinero y la inflación en las EM, y es por esto que sus bancos centrales deberían estar alerta para prevenir que el crecimiento del dinero en circulación genere inflación.

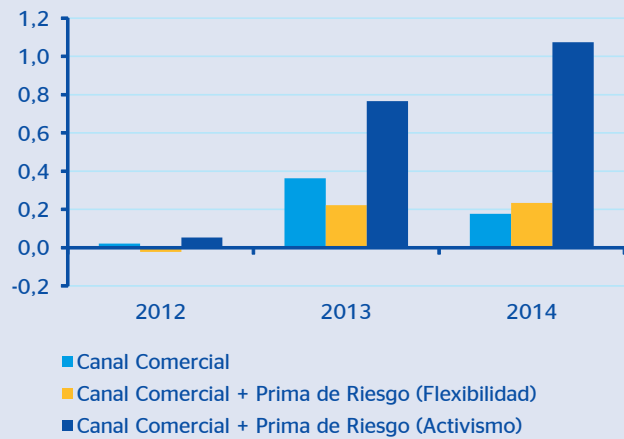
Una segunda preocupación sobre los efectos de la expansión monetaria en las EM es que el exceso global de liquidez puede empezar a alimentar algunas burbujas. Aunque sólo es un riesgo latente, creemos que la situación en las EM es, en general, diferente a aquella observada en las economías desarrolladas con anterioridad a la crisis de 2007-08. En general, los países de Asia y América latina

que sufrieron la crisis de finales de los '90 han permanecido aislados desde el periodo de auge hasta el actual. Además, estos países fueron desapalancándose durante extensos

periodos, por lo que es difícil encontrar desequilibrios, tales como los observamos en las economías desarrolladas antes de 2007-08.

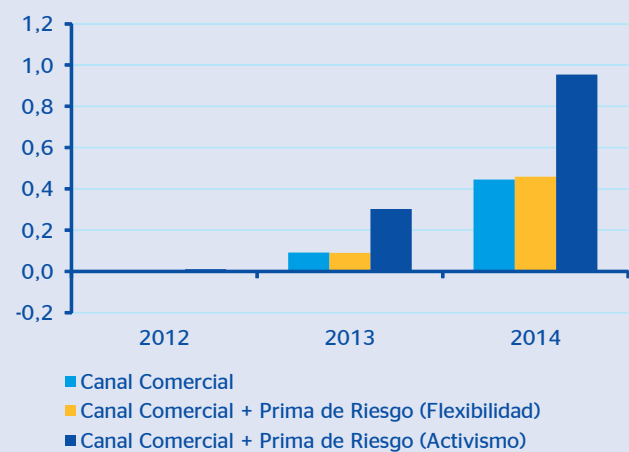
Respuesta de una economía emergente tipo al aumento de liquidez y la caída de riesgo global

Gráfico 19
Respuesta del PIB (pp)



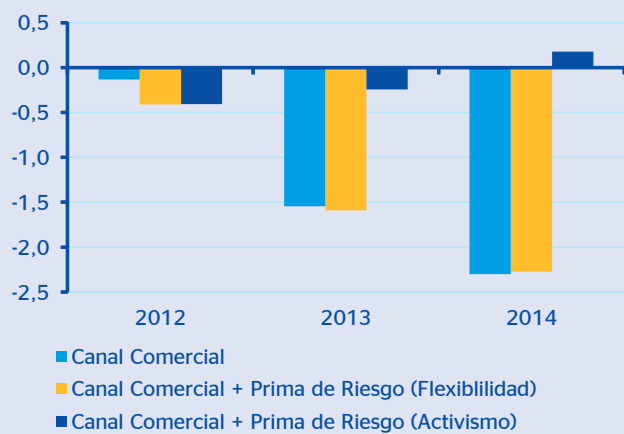
Fuente: BBVA Research

Gráfico 20
Respuesta de la inflación (pp)



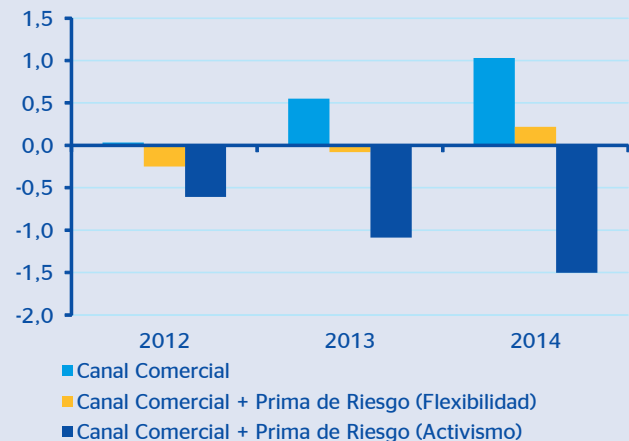
Fuente: BBVA Research

Gráfico 21
Respuesta de los tipos de cambio reales (%)



Source: BBVA Research

Gráfico 22
Respuesta de los tipos de interés reales (pp)



Source: BBVA Research

4. Tablas

Cuadro 3

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	-4,3	1,9	1,5	-0,5	0,3
Alemania	-5,1	4,0	3,1	0,9	1,3
Francia	-3,1	1,6	1,7	0,1	0,5
Italia	-5,5	1,8	0,5	-2,4	-0,6
España	-3,7	-0,3	0,4	-1,4	-1,4
Reino Unido	-4,0	1,8	0,9	-0,1	1,3
América Latina *	-2,2	6,2	4,3	3,0	3,7
México	-6,1	5,4	3,9	3,7	3,0
Brasil	-0,3	7,6	2,7	1,6	4,2
EAGLES **	4,0	8,4	6,7	5,2	5,8
Turquía	-4,9	9,2	8,5	3,0	4,5
Asia-Pacífico	4,1	8,2	5,8	5,2	5,5
China	9,2	10,4	9,2	7,6	7,9
Asia (exc. China)	0,8	6,7	3,5	3,7	3,9
Mundo	-0,6	5,1	3,9	3,2	3,5

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

** Brasil, Corea, China, India, Indonesia, México, Rusia, Taiwan, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 2 de noviembre de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

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

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

** Brasil, Corea, China, India, Indonesia, México, Rusia, Taiwan, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 2 de noviembre de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 5

Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 2 de noviembre de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 6

Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público (% PIB)

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

* Sin ayudas al sector financiero

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

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

Fecha cierre de previsiones: 2 de noviembre de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 7

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

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

Fecha cierre de previsiones: 2 de noviembre de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 8

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	0,78	0,77
UEM	1,39	1,33	1,39	1,28	1,30
Reino Unido	1,56	1,55	1,60	1,59	1,66
China	6,83	6,77	6,46	6,32	6,26

Fecha cierre de previsiones: 2 de noviembre de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 9

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	5,75

Fecha cierre de previsiones: 2 de noviembre 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

Con la colaboración de :

Análisis Transversal
Economías Emergentes**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**

alvaro.ortiz@bbva.com

Alberto González de Aledo

alberto.gonzalezdealedo@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

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