

Situación Global

Primer Trimestre 2014
Análisis Económico

- **La expansión global continuará en 2014-15**, ahora con una mayor contribución de las economías avanzadas.
- **En economías emergentes, heterogeneidad** en el crecimiento y en su exposición a riesgos.
- **¿Es la deflación un riesgo?** sí, pero de probabilidad reducida.

Índice

1. Expansión económica con diversidad de ritmos y de riesgos.....	3
2. Más crecimiento a la vista y con riesgos más equilibrados	4
Recuadro 1. Evolución heterogénea de las tensiones financieras en un entorno de volatilidad	9
3. Riesgo de deflación: bajo, pero no despreciable.....	11
Recuadro 2. Una comparación de la evolución del IPC en dos uniones monetarias	22
4. Tablas.....	24

Fecha de cierre: 7 de febrero de 2014

1. Expansión económica con diversidad de ritmos y de riesgos

El crecimiento económico global aumentaba en el último trimestre de 2013 cerca del 3,5% anualizado, confirmando la mejora registrada el trimestre anterior. En la segunda mitad del año pasado finalizó la recesión en la eurozona, se aceleró el PIB en EE.UU., el crecimiento japonés empezó a mostrar los efectos positivos de una ultra expansiva política monetaria y algunas economías emergentes superaron el bache del verano, aunque con una diversidad creciente entre distintas geografías. En suma, **un balance positivo que hace más probable el escenario de BBVA Research de recuperación global en 2014-15** con la cautela ya habitual de la vulnerabilidad ante factores de riesgo. Esa prudencia se modula ahora con la posibilidad no desdeñable de que la recuperación global pueda ser incluso más intensa de lo previsto por el impulso de los países desarrollados, especialmente por EE.UU. Pero también, con la eventualidad de que la reciente volatilidad financiera e incertidumbre en algunas economías emergentes pudiera trastocar el escenario previsto.

La decisión de la FED de iniciar la retirada de la liquidez extraordinaria facilitada desde 2008 es en sí misma una señal de la fortaleza del ciclo de EE.UU. Así, se ha registrado un repunte del empleo y del gasto privado que no ha necesitado medidas monetarias adicionales. Además, el acuerdo sobre el presupuesto para 2014-15, una sorpresa positiva respecto a nuestras expectativas, puede ser un revulsivo alcista de la inversión llevando el crecimiento más allá del 2,5% previsto ahora para 2014. Con todo, el comienzo de la salida de la expansión cuantitativa es, por novedoso, un proceso lleno de incertidumbre que impactará también las condiciones financieras globales. **Nuestro escenario base incorpora el éxito de la FED en la combinación de freno y posterior retirada de la liquidez y de anclaje de tipos de interés**, evitando que su repunte temprano pudiera abortar la recuperación.

También se asume que seguirán los avances en las políticas que refuerzan la unión monetaria europea. Crecimientos cercanos al 1% y 2% en 2014 y 2015 respectivamente exigen que sigan mejorando las condiciones de acceso a la financiación de gobiernos, empresas y bancos, y con ellos de los hogares de las economías periféricas del área. El año 2014 es crucial para acabar con la fragmentación causada por la falta de reglas comunes y efectivas para el examen de los balances de los bancos y de mecanismos para su supervisión y resolución, más allá de fronteras nacionales y de nichos regulatorios. Así, no son descartables periodos de inestabilidad conforme se acerquen eventos que puedan alterar el panorama, como las elecciones al Parlamento Europeo, o se vayan conociendo las condiciones y los resultados de los exámenes de los balances bancarios.

Un segundo elemento de riesgo en Europa es la posibilidad de acercarnos mucho a un entorno en el que la deflación sea un riesgo relevante dado lo difícil que es salir de una espiral de deflación y falta de crecimiento. Aunque la deflación sea según nuestro análisis un evento poco probable, el margen de respuesta del conjunto del área es acotado dada la configuración actual de la UEM. Ello aconseja actuar de manera anticipada y suficiente en caso de riesgo, algo de lo que creemos que el BCE es consciente. El banco central estaría dispuesto a ir más allá, pudiendo ir de menos a más y de acuerdo a su valoración del riesgo desde establecer nuevas líneas de fondeo a coste fijo para el sistema bancario hasta considerar una expansión cuantitativa.

En resumen, **el panorama económico global estaría más despejado si no fuera por las complicaciones que el fin de los estímulos monetarios en EEUU está favoreciendo en economías emergentes, haciendo evidente su diversidad en crecimiento económico y vulnerabilidad financiera.** Ello resulta de su distinto grado de integración financiera con el exterior y de la definición de sus políticas económicas. Aquellas economías con desequilibrios externos mayores y que se financien más a corto plazo son las que afrontan mayores riesgos de frenazo brusco de entradas de capital y por tanto de ajuste con potencial contagio más allá de sus fronteras. Así, podrían necesitar políticas monetarias más restrictivas para atajar estos escenarios (o en algunos casos más extremos, consolidación fiscal). Un caso especial es **China**, con balance externo acreedor y barreras que limitan el contagio financiero al exterior. Sin embargo, **puede ser fuente de inestabilidad global si las medidas de freno del crecimiento del crédito producen una desaceleración económica intensa**, que reduzca la demanda precisamente en algunas de las economías más vulnerables financieramente. Ese, sería ya otro escenario.

2. Más crecimiento a la vista y con riesgos más equilibrados

El ciclo económico global mejora y se despejan algunas incertidumbres de la política económica

El ciclo económico global se ha fortalecido durante los últimos meses de 2013. Según nuestras estimaciones, durante el último semestre de 2013 el PIB global se habría acelerado hasta niveles cercanos al 1% trimestral, dejando atrás la moderación iniciada en 2012 y que alcanzó un mínimo a comienzos de 2013, cuando apenas creció el 0,5%. A esta mejora ha contribuido la aceleración de las economías avanzadas, en especial EE.UU., pero también la zona euro, que empieza a crecer moderadamente tras el fin de la recesión a mediados de 2013. En las economías emergentes la situación es más diversa, pero algunas de ellas como China mantienen tasas de crecimiento relativamente estables.

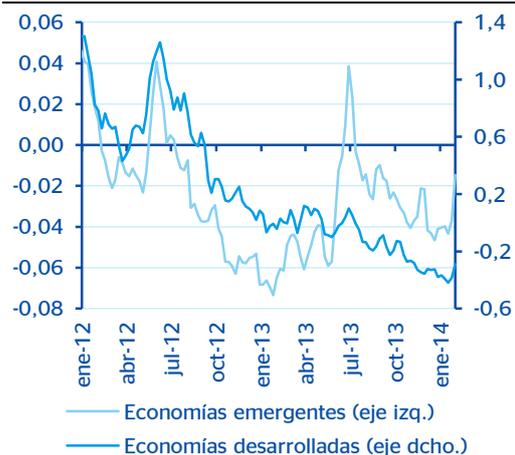
La mejor valoración del entorno global es el resultado también de las novedades registradas en el ámbito de la política económica, en la medida en la que contribuye a reducir la incertidumbre. Por una parte, en EE.UU. se ha alcanzado un acuerdo en materia fiscal de más recorrido de lo esperado. Además, la mejora en la actividad ha permitido que la Reserva Federal dé comienzo a principios de 2014 a la ralentización de su programa de expansión monetaria (*tapering*). En Europa, se han dado pasos adicionales para la construcción de una unión bancaria, lo que junto a la determinación del BCE para atajar riesgos, debería eliminar el lastre que supone la fragmentación financiera. El panorama global estaría más despejado, si no fuera por el efecto que el *tapering* está teniendo sobre los mercados financieros de las economías emergentes, y que podría terminar afectando al crecimiento de algunas de las economías de este grupo.

Gráfico 2.1
Crecimiento mundial (%)



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2.2
Índice de tensiones financieras de BBVA Research



Fuente: BBVA Research

Con todo, el diagnóstico del escenario global mejora respecto al que hacíamos hace tres meses, lo que se refleja en los ajustes en nuestras previsiones. El PIB global, que en 2013 se habría desacelerado hasta el 2,9%, crecerá en 2014 y 2015 el 3,6% y 3,9% respectivamente (Gráfico 2.1), cifras prácticamente iguales a las de hace tres meses por la compensación de cambios en las expectativas de crecimiento de distintas áreas: al alza en EE.UU., a la baja en algunas economías emergentes y sin cambios relevantes en las

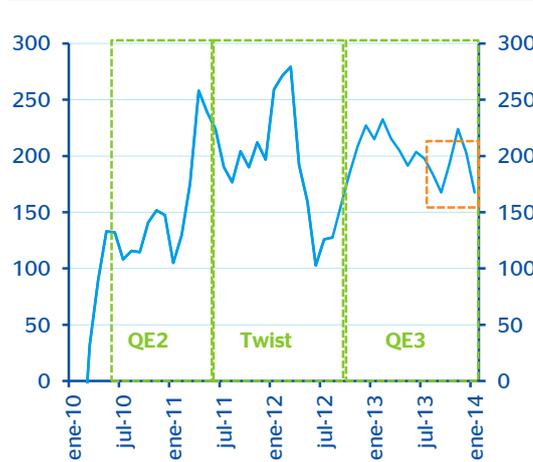
previsiones del conjunto del área del euro en 2014. **La previsible aceleración del crecimiento, no resta importancia a la existencia de riesgos bajistas sobre la previsión.** Aunque los riesgos que se adivinan están lejos de tener el carácter sistémico que tenían en el pasado, algunos eventos se han hecho presentes, como las recientes caídas de los precios de los activos y las depreciaciones de los tipos de cambio de las economías emergentes.

EEUU, a una velocidad de crucero suficiente para comenzar a desprenderse del impulso monetario.

El PIB de EEUU ha mantenido una senda de aceleración durante todo 2013, y a finales de año mantenía ya una velocidad de crucero que ha permitido que la Reserva Federal dé los primeros pasos en la retirada de los estímulos monetarios. Efectivamente, el crecimiento en el tercer trimestre se aceleró hasta el 1% trimestral, y los datos más recientes de coyuntura apuntan a que el ritmo en el último trimestre se habría mantenido vigoroso, aunque quizás unas décimas por debajo del anterior.

Mayor certidumbre sobre el tono de la política fiscal, que en 2014 supondrá un menor drenaje al crecimiento económico. La falta de acuerdos entre los partidos sobre el modo de conducir el proceso de consolidación fiscal en EE.UU. llevó a una interrupción parcial y temporal de la actividad del gobierno federal, que finalmente tuvo un impacto menor en el PIB. Posteriormente, en diciembre, se alcanzó un acuerdo que supone un importante paso adelante para eliminar la incertidumbre sobre la financiación de la actividad del gobierno en 2014-15, además de reducir el ajuste fiscal inicialmente previsto para ese periodo. Sólo el efecto directo de la menor intensidad de la consolidación fiscal eleva un par de décimas el crecimiento esperado para 2014. A ello habría que añadir los potenciales efectos, vía confianza, que pueda tener sobre el consumo de hogares y sobre las decisiones de inversión y contratación de las empresas esta reducción de incertidumbre. Con todo, siguen pendientes acuerdos en asuntos que afectan a la sostenibilidad de las cuentas públicas a largo plazo (gasto en sanidad, pensiones).

Gráfico 2.3
EEUU: Empleo privado no agrícola (variación mensual en miles, media móvil 3 meses)



Fuente: BBVA Research y BLS

Gráfico 2.4
EEUU: Futuros sobre fondos federales y tipos de largo plazo (%)



Fuente: Bloomberg

Las perspectivas de la política monetaria también se han aclarado recientemente, en línea con lo esperado. La Reserva Federal había vinculado el fin de su programa de estímulo monetario a la marcha de la economía. Como se señaló anteriormente, la actividad ha mostrado una tendencia a la aceleración, más contenida en el caso del mercado laboral pero en todo caso, reseñable pese a la ausencia de estímulos adicionales (Gráfico 2.3). Además, se ha producido una disminución de la tasa de paro hasta el 6,7%, aunque en parte impulsada

por la caída de la tasa de actividad. Y todo ello con unas perspectivas inflacionistas bien ancladas dentro de los márgenes establecidos por la propia Fed¹. En consecuencia, la Fed ha decidido comenzar a disminuir el ritmo de compras mensuales de activos financieros, deuda pública y activos del mercado hipotecario, de forma que en el cuarto trimestre de 2014 el aumento de balance del banco central haya terminado. Nuestro escenario base también incluye que la primera subida de tipos de interés se producirá en la segunda mitad de 2015, al tiempo que se continuará insistiendo en el *forward guidance* para anclar las expectativas de tipos. Precisamente el esfuerzo que la Fed ha hecho en los últimos meses para explicar su estrategia de salida ha sido relativamente exitoso en evitar episodios de volatilidad como los registrados a comienzos de verano pasado. Tanto los tipos de interés a largo plazo, como las expectativas sobre la senda de los fondos de la Fed se mantienen en niveles no superiores a los registrados al inicio del verano (Gráfico 2.4). Esto es significativo en tanto que parte de la recuperación de la actividad en EE.UU. se debía a sectores sensibles al tipo de interés, particularmente el sector inmobiliario.

Con todo, revisamos al alza nuestra previsión de crecimiento de EEUU en 2014 hasta el 2,5%, cifra que se estima también para 2015. Tras este ajuste, se encuentran tanto la fortaleza que la economía americana ha mostrado en la segunda parte de 2013 como el impulso adicional que supondrá el menor drenaje fiscal resultado del acuerdo fiscal alcanzado a finales de 2013. Cabe señalar que la previsión tiene riesgos al alza, si la mejora en la confianza termina suponiendo impulsos adicionales sobre la inversión y la contratación por parte de las empresas.

El *tapering* puede complicar el panorama de algunas economías emergentes

El cambio de orientación de la política monetaria de EE.UU. tiene, como es habitual, un impacto global. Las economías emergentes se están viendo sometidas a salidas de capital y depreciaciones en sus monedas, intensificadas en algunos casos por eventos propios que aumentan la incertidumbre sobre la gestión de sus respectivas políticas económicas domésticas. Aun así, hasta este momento y desde una perspectiva agregada, para el conjunto de los emergentes, la intensidad de las salidas de flujos de capitales de no residentes no está siendo mayor que en anteriores eventos de cambio de expectativas sobre la llegada del *tapering* de la Fed (Gráfico 2.5). Además, continúa produciéndose una diferenciación entre economías de acuerdo a sus fundamentales: mayores déficits externos y mayor peso de una financiación a corto plazo y en moneda extranjera están asociados con mayor vulnerabilidad a salidas de capital y depreciación del tipo de cambio (Gráfico 2.6).

Las tensiones recientes no alteran nuestras previsiones de crecimiento del conjunto de las economías emergentes en el escenario más probable, pero sí que suponen un riesgo bajista reseñable. Este riesgo sería mayor en aquellas economías más integradas financieramente en la definición de carteras globales y que tengan vulnerabilidades como las señaladas más arriba. Este sería el caso, sobre todo de Turquía, Brasil, Indonesia o India. El tensionamiento monetario que algunas de ellas están emprendiendo para frenar el deslizamiento del tipo de cambio y de las expectativas inflacionistas tendrá un impacto bajista en crecimiento. Con todo, la diversidad dentro del grupo de economías emergentes supone que se mantienen las favorables perspectivas en áreas de Sudamérica como el conjunto de las economías andinas, Asia emergente o México, que incluso mejora sus perspectivas de crecimiento en 2014 (hasta el 3,4%), arrastrada por impulso cíclico de la economía de EE.UU. (Gráfico 2.7).

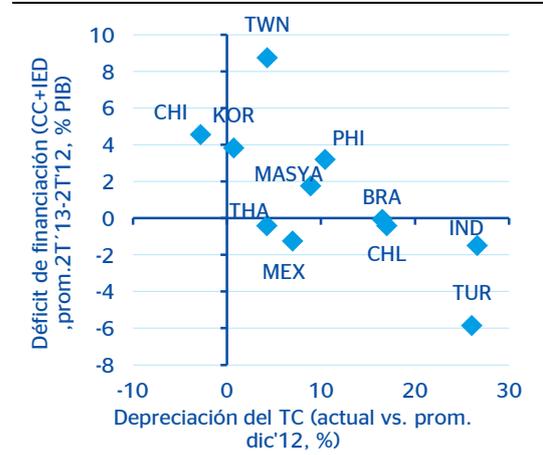
¹: Unas expectativas de inflación a un plazo de entre uno y dos años no superior en 0,5 puntos porcentuales al objetivo de largo plazo del 2%.

Gráfico 2.5
ME: flujos hacia fondos en bonos y acciones (acumulado 4 semanas, fondos dedicados a mercados emergentes, flujos sobre total de activos)



Fuente: BBVA Research en base a EPFR

Gráfico 2.6
Depreciación del tipo de cambio (%) y brecha de financiación externa (CC + Balance IED, % PIB)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

El crecimiento chino se mantiene en el entorno del 7,5%, pero las vulnerabilidades se hacen más evidentes

Durante el último trimestre la economía china se ha mostrado con claridad en su doble vertiente de soporte de la economía global y de potencial factor de riesgo. Por una parte, las dudas existentes a comienzos de año sobre la sostenibilidad del crecimiento chino y la posibilidad de un “aterrizaje brusco”, se han disipado en el corto plazo. La economía se ha recuperado en la segunda mitad de 2013 (Gráfico 2.7) y mantiene un buen tono, aunque algunos de los datos más recientes de confianza y expectativas de actividad manufacturera hayan vuelto a situarse debajo de lo esperado.

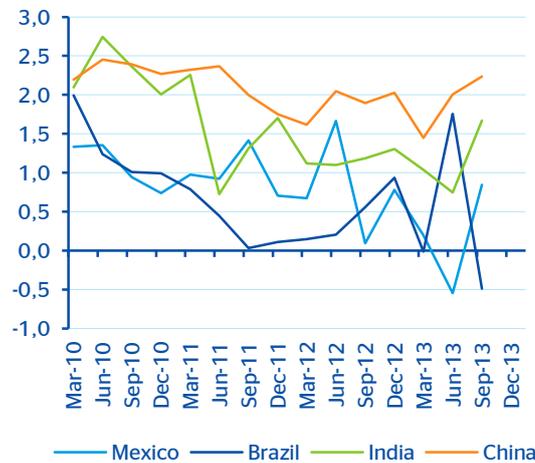
Además se han anunciado cambios de fondo en la política económica. En el Tercer Plenario del Partido Comunista Chino, las autoridades han reafirmado su compromiso con el mantenimiento de altas tasas de crecimiento, al tiempo que han propuesto medidas que reforzarán el papel del mercado en la asignación de recursos y el rebalanceo hacia un mayor peso del consumo de las familias desde un modelo de inversión y exportaciones. Estos anuncios han de ser valorados como pasos en la dirección adecuada, pero su efectividad dependerá de su implementación y no están exentos de riesgos.

Por ejemplo, en lo que se refiere al sector financiero, las autoridades se siguen mostrando comprometidas con atajar las vulnerabilidades existentes, ligadas fundamentalmente al rápido crecimiento del crédito. Así, se están produciendo tensiones de liquidez en el mercado interbancario que afectan sobre todo a la denominada “banca en la sombra”². Con ello no se ha logrado moderar el ritmo de crecimiento del crédito (Gráfico 2.8), pero su repetición puede tener efectos no deseados en la estabilidad del sistema.

En todo caso, nuestras previsiones de 2014 y 2015 para la economía china se mantienen, confiando en el margen y la capacidad de actuación de las autoridades. Con todo, el riesgo de un ajuste brusco a la baja del crecimiento sería un evento especialmente dañino dado el tamaño de la economía china y su importancia en el comercio global.

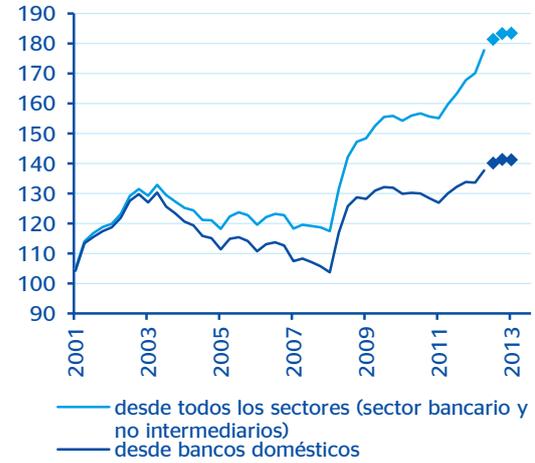
2: El conjunto de instituciones y vehículos financieros que escapan de la regulación del sistema bancario cumpliendo sus mismas funciones de intermediar entre los agentes económicos con exceso/déficit de ahorro para acometer decisiones de consumo o inversión.

Gráfico 2.7
Crecimiento del PIB en economías emergentes (% t/t, corregidos de estacionalidad)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.8
China: crédito al sector privado no financiero, % PIB



Fuente: BIS, Haver y BBVA Research

La zona euro prosigue su lenta recuperación, con el apoyo del BCE y con la unión bancaria en el punto de mira

Tras un inicio de año en recesión, la zona euro ha conseguido mantener una senda de expansión moderada a lo largo de la segunda parte del año, tal y como preveíamos en BBVA Research. Así, si se confirman nuestras previsiones, los datos del cuarto trimestre apuntan hacia un crecimiento interanual del 0,4%, que aunque leve, es el mayor desde finales 2011. Detrás de esta ligera mejora, está la perspectiva del creciente papel de la demanda doméstica, aunque el motor del crecimiento europeo en 2013 y 2014 ha sido y seguirá siendo el sector exportador.

Los factores que están apoyando la moderada recuperación de la actividad en el área del euro son: i) la recuperación de la demanda externa; ii) la sostenida mejora de las condiciones financieras, favorecida por la determinación y el compromiso del BCE con una política monetaria expansiva; y, por último y ligado con lo anterior, iii) los pasos dados hacia la unión bancaria, que han de reducir la fragmentación financiera que limita el papel de la política monetaria en el conjunto del área. En todo caso, no serían descartables periodos de inestabilidad conforme se acerquen eventos que puedan alterar el panorama de avances en la unión bancaria y en general de fortalecimiento de la unión monetaria en Europa. Entre estos eventos a los que estar atentos, cabría destacar, las elecciones al Parlamento Europeo, o novedades sobre las condiciones y los resultados de los exámenes de los balances bancarios.

Con todo, mantenemos nuestras previsiones para la zona euro en 2014 en el 1,1%, mientras que se espera un crecimiento del 1,9% en 2015. En cualquier caso, dada la continuada debilidad cíclica que proyectamos, se mantiene en el horizonte de previsión como evento de riesgo, aunque de baja probabilidad, un escenario en el que la posibilidad de deflación pueda ser relevante (ver capítulo 3).

Recuadro 1. Evolución heterogénea de las tensiones financieras en un entorno de volatilidad

Desde el comienzo de la crisis global la evolución de las “tensiones”³ en los mercados financieros de distintas regiones ha sido similar, independientemente de dónde se haya situado el origen de las mismas. Este co-movimiento resulta muy razonable, no sólo en tiempos de crisis, considerando: i) la instantánea transmisión de información; ii) la libertad de movimiento de los flujos de capital; y iii) que no se mide el precio del activo financiero de que se trate –seguramente más ligado a las condiciones idiosincráticas de cada economía– sino el riesgo y la incertidumbre –volatilidad– en torno a esas valoraciones. No obstante, desde el segundo trimestre del año pasado se comienzan a observar diferencias entre las tensiones financieras de mercados emergentes y desarrollados, desacoplamiento sobre el que se centra este recuadro.

Utilizamos como proxy de la variable no observada “tensiones” los índices construidos por BBVA Research. El índice de tensiones financieras (ITF) resume en un único indicador la dinámica de un conjunto de variables de los mercados financieros que aproximan riesgo e incertidumbre⁴. Para este estudio comparamos el ITF de economías desarrolladas (Estados Unidos y Europa) frente al ITF de economías emergentes (agregación del ITF de Latam, Asia emergente y Europa emergente).

Uno de los rasgos distintivos de la presente crisis es que tiene su origen en algunas de las economías más desarrolladas, en tanto que las emergentes se encuentran en general mejor pertrechadas que en el pasado en términos de definición y manejo de sus políticas macroeconómicas como resultado de sus propias crisis en décadas pasadas. Sin embargo, las tensiones de los mercados emergentes han reflejado “uno a uno” la inestabilidad derivada de los mercados desarrollados, hecho que se manifiesta en que las tensiones financieras en emergentes imitaron la evolución de las de los desarrollados. Así, la quiebra de Lehman Brothers tuvo un alto nivel de contagio sobre todos los mercados emergentes aunque más marcadamente sobre Latinoamérica. Por otro lado, la crisis de la deuda europea y las turbulencias derivadas de la “primavera árabe” también impactaron sobre emergentes, aunque como cabe esperar, el mayor efecto se hizo sentir sobre los mercados de Europa emergente.

Sin embargo, desde mayo de 2013 existe un desacople de las tensiones financieras en las regiones consideradas. Mientras que las tensiones en los mercados desarrollados han continuado con la tendencia bajista que venían exhibiendo desde mediados de 2012, en los mercados emergentes esta tendencia favorable se revirtió para dar lugar a un incremento de las tensiones en el segundo trimestre de 2013. Actualmente, las tensiones en emergentes se mantienen en niveles similares a los de junio de 2013.

Gráfico R.1.1

Evolución del ITF BBVA Research⁵



Fuente: BBVA Research

Esta divergencia viene fundamentalmente explicada por el impacto diferencial que tuvo en ambas áreas el cambio de expectativas sobre la liquidez global que se produjo en mayo pasado. Los programas de expansión monetaria emprendidos por los países desarrollados (fundamentalmente en EE.UU y el Reino Unido y más recientemente en Japón) generaron un volumen récord de liquidez a nivel mundial. Parte de esta liquidez llegó a los mercados emergentes buscando rentabilidad de modo más bien indiscriminado, sin considerar las diferencias en las perspectivas de las economías o en la valoración de los activos, y moderando por tanto, las medidas de riesgo y de volatilidad.

3: Las tensiones financieras no son observables directamente, pero tratan de recoger en vez de las cotizaciones de los activos, sus riesgos –a través de diferenciales sobre los activos libres de riesgo– e incertidumbre –a través de medidas de volatilidad–.

4: Para la construcción de cada índice se incorpora información sobre riesgo de crédito: soberano, bancario y corporativo (los dos últimos no aplican en el caso de mercados de emergentes por falta de información) por un lado, y volatilidad de mercados de capitales, tipos de interés y divisas por otro. Además, en el caso de mercados desarrollados se añaden medidas de tensiones de liquidez.

5: El método utilizado para la construcción de los ITFs permite comparar la evolución de los mismos, sin embargo dado que los indicadores se encuentran estandarizados no es correcto sacar conclusiones respecto a sus niveles.

En mayo de 2013 ante los indicios de mejora de la actividad, la Reserva Federal (FED) anunció la posibilidad de comenzar⁶ la retirada del programa de estímulos monetarios antes de lo esperado. El anuncio de la FED generó incertidumbre a nivel global, pero fue en los mercados emergentes donde se produjo el mayor impacto como consecuencia de la gran diversidad subyacente de activos financieros que recibieron la marea de flujos derivada de la expansión previa de la liquidez. En este contexto, ante las expectativas de menor liquidez mundial, el movimiento de salidas de flujos desde los mercados emergentes dio lugar a un incremento sustancial de las tensiones financieras de acuerdo a nuestros indicadores. Una vez asimilado este hecho por los mercados, se ha producido una paulatina disminución de las tensiones, aunque actualmente, se encuentran en niveles por encima a los registrados antes del anuncio de la FED.

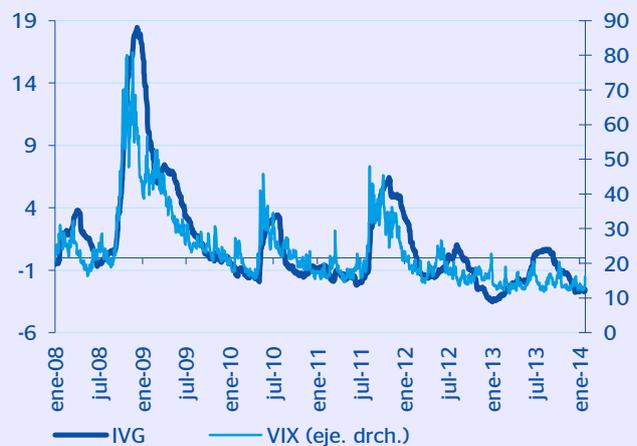
La volatilidad, un elemento clave en este nuevo escenario global

Tomando una perspectiva de más largo plazo lo destacable es que nos encontramos con todo en un entorno de moderadas tensiones financieras, que tienden a converger a niveles pre-crisis. Sin embargo, esto ocurre a la vez que se registra durante un cierto periodo de tiempo una alta volatilidad en los mercados financieros que no es totalmente reflejada tanto por los distintos ITFs, como por el VIX, indicador habitualmente utilizado como proxy de volatilidad global. En el caso del ITF al ser un indicador que incorpora componentes de riesgo y volatilidad, la paulatina disminución de los primeros, conforme nos alejamos de la crisis y se da paso a la recuperación, eclipsa lo acontecido en materia de volatilidad. En el caso del VIX su alcance es limitado en este contexto, pues el indicador mide la volatilidad implícita del índice de bolsa S&P 500. ¿Qué nos señalaría un indicador de volatilidad global?

El índice de volatilidad global (IVG) elaborado por BBVA Research pretende sintetizar en una única variable la dinámica de la volatilidad de los mercados financieros de un modo más global que con los indicadores disponibles hasta la fecha. En este sentido el indicador es más global ya que cubre diversas economías⁷ pero también diferentes mercados: renta fija, renta variable y divisas.

Desde el comienzo de la crisis el IVG muestra una dinámica semejante a la exhibida por los distintos ITF, y adicionalmente como cabría esperar, al VIX. Sin embargo, desde comienzos de 2013 se ha producido un aumento significativo de la volatilidad global que tiene una correspondencia tan solo parcial en tensiones financieras y en el VIX⁸. Este incremento en el IVG, que comienza en los primeros meses del año 2013, ha estado asociado a la incertidumbre sobre las acciones de los principales bancos centrales y su impacto en mercados: i) el lanzamiento de una masiva expansión cuantitativa por parte del Banco Central de Japón, y ii) posteriormente, y principalmente, el ya comentado cambio en la comunicación de la FED respecto a la posibilidad de comenzar a reducir su tercera ronda de estímulos antes de lo previsto. De esta forma, la incertidumbre respecto a posibilidad de una reducción de la liquidez mundial generó, aparte de los hechos ya comentados sobre las tensiones financieras, un aumento de la volatilidad global en un entorno de tensiones financieras moderadas.

Gráfico R.1.2
Evolución del IVG y VIX



Fuente: BBVA Research

A lo largo de 2014, en el que los bancos centrales de los principales países desarrollados van a seguir siendo protagonistas, resultará particularmente interesante monitorizar este indicador de volatilidad global, pues periodos de alta volatilidad podrían indicar potenciales canales de fragilidad financiera.

6: La fecha con la que los mercados especulaban era septiembre de 2013.

7: Los países incluidos son: Japón, China, EE.UU, Alemania, España, Italia, México, Brasil, Turquía y Polonia.

8: La correlación entre el IVG y el VIX desde 2004 hasta 2009 es del 90%; mientras que desde 2010 hasta enero 2014 es del 70%. La correlación baja al 30% si sólo se toma en cuenta 2013 y enero de 2014.

3. Riesgo de deflación: bajo, pero no despreciable

La inflación ha experimentado una caída muy significativa en los últimos dos años, en particular en las economías avanzadas y, dentro de estas, con especial intensidad en la zona euro. Niveles bajos de inflación elevan el riesgo de tasas negativas de inflación, tanto más elevado cuanto mayor sea la capacidad productiva ociosa o menor el dinamismo de los agregados monetarios. Si los agentes económicos incorporan en sus expectativas las caídas de precios, se pueda caer en una “espiral deflacionista”, al estilo de lo ocurrido en Japón desde finales de la década de 1990 o en Estados Unidos en los años 30, en un contexto de desapalancamiento y de tipos nominales próximos a cero.

El área del euro es la zona económica donde el riesgo de caída de la inflación es más relevante, dada además la limitada capacidad de respuesta de las políticas y en particular la dificultad que el frágil canal bancario supone para la eficacia de la política monetaria.

Bajo los supuestos de nuestro escenario base, la inflación en Europa se mantendrá en terreno positivo y repuntará a final de año, con una probabilidad inferior al 10% de que la inflación en 2014 sea negativa en promedio anual. Ahora bien, el riesgo de caídas en los precios aumenta sensiblemente cuando consideramos algunos supuestos alternativos, menos probables pero posibles. Por ejemplo, la probabilidad alcanza el 14% si se supone un limitado crecimiento de los agregados monetarios (por ejemplo como resultado de que no mejore la capacidad del sistema bancario de concesión de crédito); del 23% si, adicionalmente, se contempla una recaída en la recesión y, en el caso más extremo considerado, en el que el choque de actividad resulte muy severo (caída del PIB superior al 1%) y se produzca un desanclaje de las expectativas de precios (pérdida de credibilidad en la política monetaria), la probabilidad de caída anual de precios se acerca al 50%.

A nuestro juicio, dado el gran impacto que una espiral deflacionista puede tener en la economía europea (estancamiento económico prolongado, pérdida del terreno ganado por los países periféricos en solvencia financiera, competitividad, etc.), el BCE hace lo correcto al mostrarse cauteloso con la actual y aún incipiente recuperación económica y, más aún, al reafirmar su compromiso con la estabilidad de precios y con la toma de las medidas que considere necesarias para mitigar el riesgo de deflación.

El temor a la deflación crece con la desinflación, intensa en el área del euro

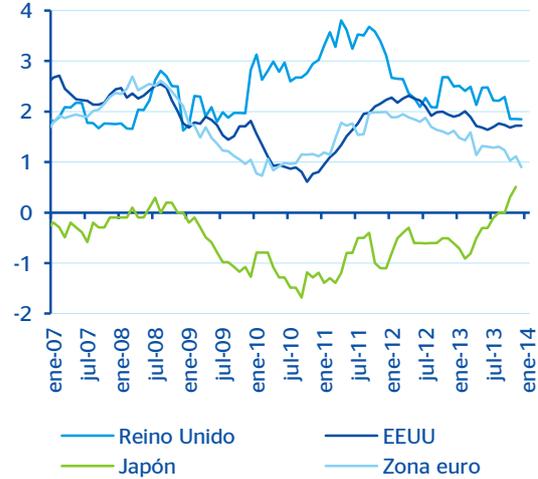
Como ya ocurriera en 2008 y 2009, la caída en las tasas de inflación que se está produciendo en algunas economías ha vuelto a revivir los temores sobre la posibilidad de estar a las puertas de la deflación, es decir, la caída continuada y generalizada de precios o incluso, ante una espiral deflacionista si los descensos del nivel de precios se incorporan a las expectativas de precios de los agentes económicos retroalimentando el proceso. Lo cierto es que **los datos observados son consistentes con una desinflación (es decir, desaceleración del nivel de precios) que es más intensa en algunas de las economías más avanzadas, pero sin llegar a variaciones tan bajas como las de aquellos años (Gráfico 3.1).**

Gráfico 3.1
Inflación total en grandes regiones (% a/a)



Fuente: Haver y BBVA Research

Gráfico 3.2
Inflación subyacente en economías avanzadas (% a/a)



Fuente: Haver y BBVA Research

La mera lectura de los datos más recientes (véase tablas en el anexo de este informe para más detalle) permite extraer algunas conclusiones:

1. **El proceso de desinflación en marcha desde mediados de 2011 se limita a algunas economías avanzadas** y en menor medida a China. En las economías emergentes de Asia las tasas de inflación mantienen niveles muy estables, mientras que en las de Latinoamérica aumentan desde mediados de 2013.
2. **La desinflación se da independientemente del momento cíclico**, es decir, afecta tanto a economías que continúan manteniendo altos ritmos de crecimiento (por ejemplo, China), a economías que se están recuperando a gran velocidad (EEUU o Reino Unido), y también a economías con ritmos de crecimiento más modestos (como es el caso de la zona euro).
3. **La desinflación actual es comparable a la de 2008/09 al considerar índices de precios subyacentes.** Parte de la caída de precios de 2008/2009 se debió al desplome en los precios de la energía que siguió a la quiebra de Lehman Brothers. El gráfico 3.2 recoge las tasas de inflación subyacente (eliminado los componentes volátiles: energía y alimentos frescos) en las economías avanzadas. Como se observa en el gráfico, y dejando al margen el caso de Japón que comentaremos posteriormente, la evolución de las tasas de inflación subyacente está replicando, en general, lo ocurrido en 2008/2009 (sin el apoyo de caídas en los precios de energía): en promedio de 2013, la inflación subyacente tanto en la zona euro como en EEUU fue 6 décimas inferior a lo registrado como promedio entre 2005 y 2008.
4. **Dentro de las economías avanzadas, la desinflación más intensa se ha producido en la zona euro.** Con los datos disponibles más recientes a la hora de redactar este informe, la inflación subyacente en la zona euro (0,9% en diciembre) se encuentra prácticamente en el mínimo alcanzado durante la desinflación post-Lehman Brothers (0,7%), y nuestras previsiones de corto plazo apuntan a que el mínimo se alcanzará en el primer semestre de 2014. En EEUU, por el contrario, pese a haber caído en medio punto desde su máximo reciente, la inflación subyacente todavía se sitúa casi un punto por encima de su mínimo post-Lehman.

Aumenta la vulnerabilidad de la economía europea

En general, existen dos grandes enfoques conceptuales para el análisis de la variación de los precios en una economía. El primero, conocido como “curva de Phillips”, considera una relación positiva entre inflación y presión de la demanda (que se suele aproximar con la brecha de desempleo o de producto, es decir, la diferencia entre el desempleo o el PIB efectivamente registrado y su nivel potencial, que es el que se correspondería con una plena utilización de los recursos productivos, sin tensiones en precios). El segundo es el enfoque “monetarista”, que se basa en la relación positiva de largo plazo entre el crecimiento de los agregados monetarios (especialmente M3) y la inflación.

Utilizando la evidencia empírica que soportan esos dos enfoques, se han venido construyendo diversos índices de vulnerabilidad ante la deflación, como el propuesto por el Fondo Monetario Internacional (FMI).⁹ El FMI utiliza cuatro grupos de indicadores: por una parte, indicadores sobre el nivel actual de la tasa de inflación (general, subyacente y medida a través del deflactor del PIB); un segundo bloque se refiere al estado cíclico de la economía y su tendencia (nivel y cambio en el output gap y crecimiento reciente del PIB); en tercer lugar, utiliza indicadores monetarios (crecimiento del agregado M3 comparado con la base monetaria, pero también evolución del crédito privado e índices de bolsas); por último utiliza el tipo de cambio efectivo real para controlar por la inflación (desinflación) importada en caso de depreciaciones (apreciaciones) de la moneda. Una versión propia (más reducida)¹⁰ de este tipo de indicador sintético, se puede observar en el gráfico 3.3. **Según este indicador, la vulnerabilidad a la deflación en la zona euro es mayor actualmente que en Japón.**

Es importante señalar que, incluso dentro de la zona del euro, la situación es igualmente bastante heterogénea. La situación actual es consistente con tasas negativas en países de la periferia como Grecia, flirteos con la inflación cero en Portugal o España, mientras que en los países centrales oscilan entre tasas en el entorno del 1% (Alemania, Francia) o incluso del 2% (Benelux, Finlandia...). En términos de inflación subyacente (Gráfico 3.4), la caída en sus tasas desde el máximo reciente de junio 2011 es común para todos los países del bloque, con pocas excepciones: sólo Holanda, Bélgica, Eslovenia e Irlanda¹¹ tenían a finales de 2013 una inflación subyacente mayor que en 2011. En todo caso, la intensidad de las caídas ha sido bien distinta.¹²

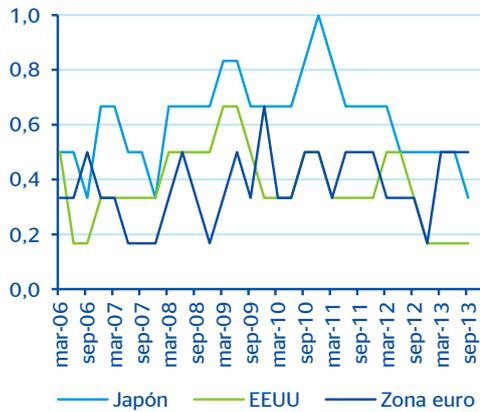
9: Para más detalles ver “Gauging Risks for Deflation”, Decressin J. and Laxton D., IMF staff position note, (2009) o “Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options», Kumar et al, IMF Occasional Paper 221 (2003).

10: Nuestro indicador se construye mediante la agregación de seis variables binarias que resultan de aplicar determinados umbrales a diferentes factores. Así, valores inferiores o superiores a dichos umbrales toman valor 0 o 1 respectivamente, para posteriormente ser agregados y normalizados de nuevo y obtener el valor del índice en cada país. Los factores considerados son: el nivel de inflación (general y subyacente), el ciclo económico (output gap actual y pasado, además del PIB de los últimos tres años respecto a la media de crecimiento de la última década) y la apreciación del tipo de cambio efectivo real durante el último año.

11: El caso de Irlanda es ciertamente especial. Uno de los países europeos más afectados por la crisis bancaria y de deuda y con una economía altamente flexible, registró intensas caídas de precios (en su componente subyacente) desde comienzos de 2009 hasta precisamente 2011. Aunque el último dato de inflación subyacente es más alto que el tomado como referencia de 2011, lo cierto es que es un punto porcentual inferior a sus máximos de 2012 (1,8%).

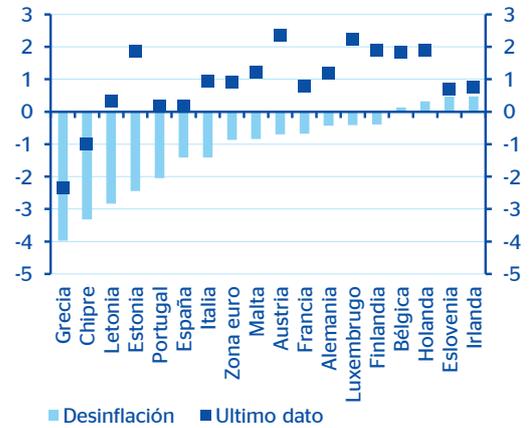
12: La mayor o menor intensidad de la caída de la inflación desde 2011 en cada país depende también de los cambios impositivos realizados. Aun así, los datos corregidos de cambios impositivos y desestacionalizados muestran que la intensa desaceleración de la inflación comienza al inicio de la segunda recesión.

Gráfico 3.3
Indicador BBVA de vulnerabilidad ante la deflación



Fuente: BBVA Research a partir de Haver

Gráfico 3.4
Desinflación en la zona euro
(variación en la tasa subyacente desde junio de 2011, pp, y último dato, % a/a)

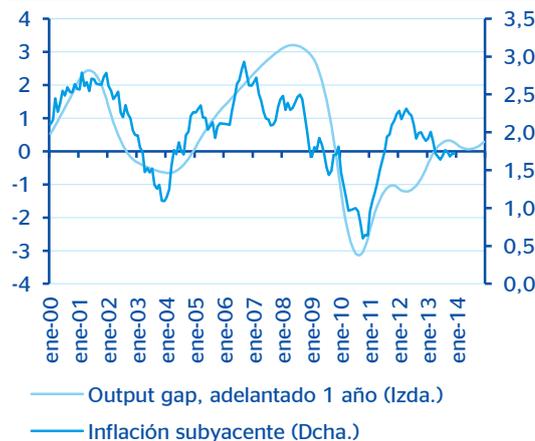


Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

Amplia capacidad ociosa y bajo crecimiento de los agregados monetarios, detrás de las presiones bajistas sobre los precios

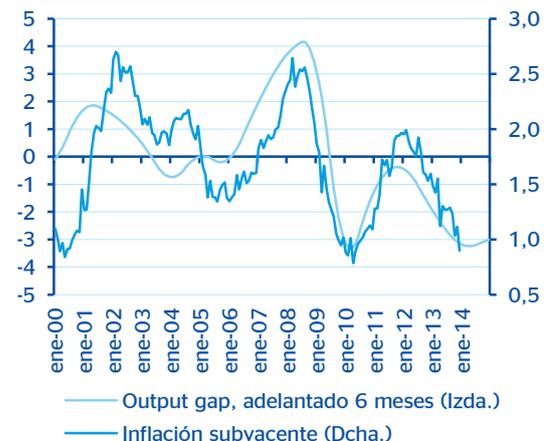
Tanto el enfoque “monetario” como el de la “curva de Phillips” explican la desinflación actual y el riesgo asociado de deflación. Los gráficos 3.5 y 3.6 muestran el movimiento común de la inflación subyacente y de la presión de la demanda (aproximada con nuestras estimaciones de output gap en EEUU y en Europa). La fase cíclica en la que se encuentran ambas economías es muy distinta y consistente con el comportamiento respectivo de las variaciones de sus precios de consumo.

Gráfico 3.5
Inflación subyacente y output gap en EEUU



Fuente: BBVA Research a partir de Haver

Gráfico 3.6
Inflación subyacente y output gap en la zona euro



Fuente: BBVA Research a partir de Haver

Atendiendo al enfoque monetarista hay, igualmente, buenas razones para justificar el escaso dinamismo de los precios. El movimiento común de ambas variables, es también reseñable (Gráficos 3.7 y 3.8). El aumento de los balances de los bancos centrales en EE.UU. y en el área del euro no ha tenido igual reflejo en los agregados monetarios, especialmente en la zona euro. **Esta distinta evolución se explica parcialmente por las distintas políticas**

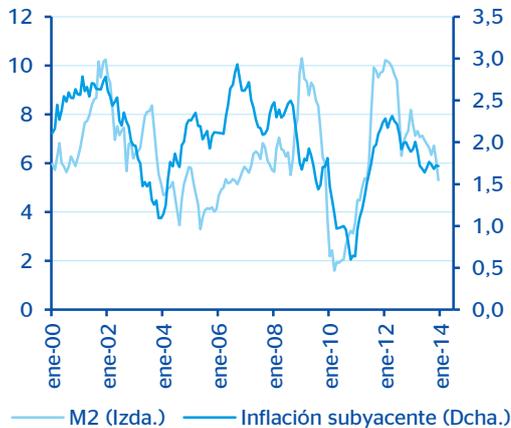
implementadas, no sólo en lo que se refiere al tamaño del aumento en el balance, sino también en los activos en los que se instrumenta ese aumento. Además, la Fed intervino con rapidez en los primeros compases de la crisis bancaria de 2008 para recapitalizar las instituciones en dificultades, de forma que en la actualidad el sistema financiero norteamericano está fortalecido. Ello ha permitido que en el momento actual la recuperación económica se vea apoyada no sólo por un entorno de bajos tipos de interés en comparación histórica (resultado del buen manejo de los programas de *quantitative easing* y de *forward guidance*), sino por el aumento del crédito al sector privado.

Por el contrario, el caso europeo es bien distinto. El balance del BCE también se ha expandido como respuesta a la crisis, pero a través de programas que, fundamentalmente, han tratado de proveer de liquidez al sistema financiero en condiciones ventajosas. Las autoridades nacionales europeas ciertamente no mostraron la misma rapidez que las de EEUU para abordar los problemas de solvencia en aquellos sistemas financieros más afectados por la severidad de la crisis financiera o por burbujas inmobiliarias domésticas. En un contexto de alto endeudamiento (tanto del sector financiero como del sector privado no financiero), y con gran parte del sistema financiero todavía inmerso en un proceso de recomposición de sus balances, **resulta razonable considerar que la reestructuración pendiente¹³ de partes del sistema financiero europeo debilita la efectividad de la transmisión de la política monetaria**. Esta fragilidad del canal bancario es claramente un elemento diferencial y esencial en la modelización que realizamos para la cuantificación del riesgo de deflación, como se muestra en la siguiente sección.

Con todo, **la lista de factores detrás de las bajas tasas de inflación en la zona euro no se cierra con la moderación de la oferta monetaria y el aumento de la capacidad ociosa**. Otros factores también juegan un papel en la presión desinflacionista en la zona euro. Por una parte, los precios de la energía no están experimentando alzas significativas en los últimos años, por lo que su capacidad de influenciar en los demás componentes del índice es limitada. En segundo lugar, el euro continúa mostrando un nivel muy apreciado, importando, pues, presión desinflacionista. Por último, es necesario destacar el proceso de reformas estructurales llevado a cabo recientemente en distintos países europeos, especialmente en la periferia. Estas economías presentaban algunos sectores protegidos y mecanismos que introducían rigidez a la baja en los ajustes de los precios, tanto en los mercados de productos (servicios regulados o protegidos de forma gremial) como de factores, especialmente en el mercado de trabajo (como por ejemplo, la indexación de salarios). Gran parte de esos mecanismos se han eliminado para obtener ganancias de competitividad, pero también suponen la pérdida de una "barrera" adicional contra la deflación.

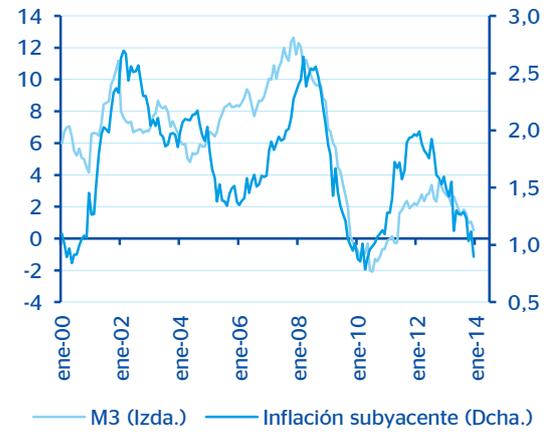
13: La reestructuración de la parte más frágil del sistema financiero europeo (los bancos nacionalizados en Irlanda o las cajas de ahorro españolas) ya está muy avanzada, pero es claro que la situación dista de estar normalizada. Así, durante 2014 tendrán lugar eventos (como el asset quality review del BCE y los stress test que ejecutará la EBA) que han de contribuir a la normalización, pero que también tienen el potencial de convertirse en factores de riesgo de no lograrse los resultados esperados. Hay que tener en cuenta que los datos más recientes de agregados monetarios están afectados por las medidas que el sector bancario está tomando de cara al *asset quality review*.

Gráfico 3.7
Inflación subyacente y crecimiento de la oferta monetaria (M2) en EEUU



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.8
Inflación subyacente y crecimiento de la oferta monetaria (M3) en la zona euro



Fuente: BBVA Research

En nuestro escenario base, la inflación se mantiene holgadamente en terreno positivo

En la actual coyuntura europea cabe pensar en presiones alcistas y bajistas sobre los precios. Por un lado, tras la profunda y prolongada recesión experimentada, el producto y el empleo europeos se encuentran muy por debajo de sus niveles de plena utilización de su capacidad productiva. Sin embargo, dadas las señales ya manifiestas y perspectivas de recuperación de la actividad económica, es de esperarse que el proceso desinflacionario se revierta en breve o, al menos, que se ralentice, de forma que pudiera atribuirse una probabilidad muy cercana a cero al riesgo deflacionario.

Por otro lado, la debilidad del parte del sistema financiero europeo puede lastrar la recuperación de los agregados monetarios y supone una mayor verosimilitud para la persistencia de las fuerzas desinflacionistas.

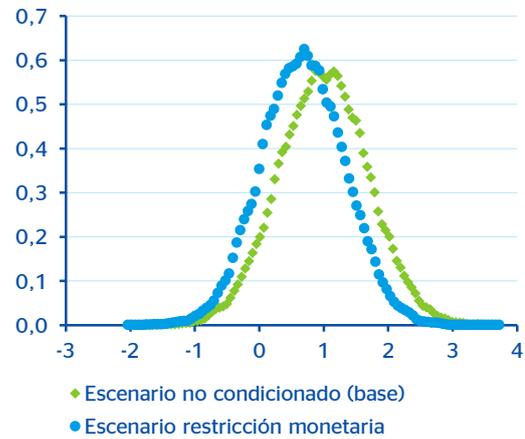
En nuestro escenario central, el resultado de todo ello, es un periodo de muy baja inflación prevista para la zona euro en el horizonte de previsión. De acuerdo con las previsiones de BBVA Research, la inflación europea continuará durante algún tiempo adicional con una tendencia bajista, alcanzando un mínimo a finales del primer trimestre para repuntar a partir de entonces (como se observa en el Gráfico 3.9). En su conjunto, en nuestro escenario se prevé que la inflación media de 2014 alcance el 1%, mientras que en 2015 llegará al 1.3%. Sin embargo, cualquier previsión está asociada a un intervalo de confianza. Como se observa en el gráfico 3.9, intervalos de confianza amplios incluyen la posibilidad de que la inflación entre puntualmente en terreno negativo, si bien con probabilidad bien baja en nuestro escenario base.

Gráfico 3.9
Previsión de inflación en el escenario base (%a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.10
Distribución de probabilidad de la inflación en un escenario con restricción en el agregado monetario



Fuente: BBVA Research

Ahora bien, nuestro escenario central está construido sobre la base de algunos supuestos mutuamente consistentes. En nuestro caso, las previsiones centrales son resultado de modelos de series temporales para los horizontes más cortos, mientras que a más largo plazo las perspectivas son consistentes con las de crecimiento económico a través de modelizaciones de la curva de Phillips. Nuestro escenario base para la zona euro, como se señaló en la sección 2 de este informe y puede verse con más detalle en el anexo de tablas, es de recuperación económica tras la caída de 2013 (crecimientos del 1,1% en 2014 y 1,9% en 2015). La especificación de las curvas estándar de Phillips también exige supuestos sobre el crecimiento potencial de la economía (materia donde existe controversia, entre otros motivos, por la dificultad de incorporar los efectos de la última crisis económica). **En todo caso, podría aceptarse que, con un crecimiento del PIB previsto del 1%, el output gap, posiblemente todavía en terreno negativo, no se va a ampliar adicionalmente, lo que reduce la presión bajista sobre los precios.**

La probabilidad de que un shock de actividad lleve a caídas de precios aumenta significativamente en un entorno de fragilidad financiera

Ahora bien, aunque el escenario central (crecimiento del PIB del 1,1% y de la inflación del 1%) se construya sobre las hipótesis consideradas como más probables, la certeza no es absoluta. El aspecto clave es que dado el bajo nivel de inflación y la persistencia e intensidad de la doble recesión previa, cualquier shock que tuviese un reflejo en PIB podría hacer aumentar la presión bajista sobre los precios, llevando a la inflación a terreno negativo y suponiendo un riesgo de activación de una espiral deflacionista.

Al mismo tiempo, aunque nuestro escenario base prevé una mejora paulatina de las condiciones financieras en la zona euro, parece prudente considerar un escenario alternativo donde la fragilidad del sistema financiero se mantiene, dificultando la correcta transmisión de la política monetaria¹⁴. En nuestro caso, hemos considerado un escenario alternativo al base donde asumimos que la continuación de las dificultades en el sistema financiero europeo implica que el crecimiento de la oferta monetaria, en lugar de acelerarse para recuperar una situación de normalidad (recuérdese el Gráfico 3.8) se mantiene en los niveles observados en

14: La experiencia previa sugiere que cualquiera de los eventos previstos para 2014, desde el AQR, stress test o los avances en la unión bancaria, pueden dar lugar a tensiones.

los últimos años (concretamente asumimos un crecimiento en el horizonte de previsión del 0,9%, que es el crecimiento de la M3 durante el último trimestre de 2013).

Los resultados de este ejercicio¹⁵ pueden observarse en el gráfico 10 y en la tabla 1 bajo el epígrafe "escenario con restricción monetaria". Como se observa, una restricción en el crecimiento del agregado monetario permite prever una menor inflación. En concreto, el modelo predice una inflación de 0,8% en promedio de 2014. Utilizando este modelo, también calculamos probabilidades de deflación. A nuestros efectos (y en línea con las definiciones habituales de deflación como caída generalizada y de magnitud significativa de precios) calificamos como deflación una caída en promedio anual de los precios en 2014 (se debe tener en cuenta que el nivel actual en enero de 2014 de la inflación es del 0,7% y que, por tanto, dada una senda razonable de desaceleración hacia cero durante el primer semestre, un promedio anual en 2014 negativo exige una fuerte caída de precios durante todo el segundo semestre). Pues bien, **dada esta restricción monetaria, estimamos que la probabilidad de un evento deflacionista como el definido es del 14%, prácticamente el doble de un escenario consistente con el escenario base de BBVA Research del 7.5%** (la distribución de ambas probabilidades de inflación pueden observarse en el gráfico 3.10). Además, es importante hacer notar que el modelo prevé que una restricción de este estilo tenga también un efecto sobre el crecimiento del PIB de 2014: el cual se reduce a 0.2%.

Tabla 3.1

Estimación de inflación y PIB bajo distintos escenarios

Escenario	Estimación puntual de inflación	Estimación probabilidad de deflación	Estimación puntual del crecimiento del PIB
Escenario base BBVA Research	1,0%	7,5%	1,1%
Escenario 1: restricción monetaria	0,8%	14%	0,2%
Escenario 2: Escenario 1 + choque negativo demanda	0,4%	34%	< -1%
Escenario 3: Escenario 2 + expectativas inflacionarias no ancladas	0,3%	47%	< -1%

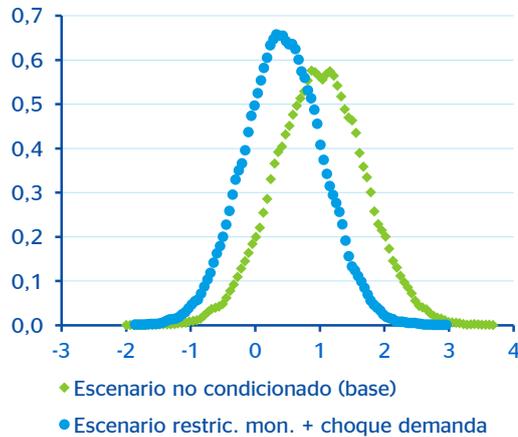
Fuente: BBVA Research

El supuesto de restricción monetaria conduciría a un nivel de inflación más próximo a cero, de forma que el colchón disponible para absorber choques es muy limitado. Si asumimos un shock negativo de actividad, la probabilidad de inflación aumenta significativamente. Como se señalaba anteriormente, no es el supuesto más probable, una vez iniciada la recuperación tras la recesión de 2013. Pero la economía europea ya vio frustrada su recuperación tras la recesión de 2009 y hasta el momento la recuperación es todavía modesta y vulnerable. En nuestro ejercicio suponemos que la economía europea se ve afectada por un shock de demanda, que hace que su PIB en lugar de crecer un 1% caiga al menos un 1%. El gráfico 3.11 y la tabla 1 muestran el resultado.¹⁶ Como se observa, **en un entorno de inflación tan bajo, con un canal bancario que continuase dificultando el crecimiento de los agregados monetarios, una nueva recesión llevaría a la inflación promedio anual hasta el 0.4%** (suponiendo de facto una entrada puntual en terreno negativo en algún momento del año, pero leve), **y la probabilidad de que la inflación fuese negativa en promedio anual aumenta hasta el 34%.**

15: Tanto los gráficos 10, 11 y 12 como la tabla 1, se obtienen mediante la simulación de dos modelos de vectores autorregresivos estimados con datos de la zona euro para el período 1979Q1-2013Q3: el primero (VAR1) para inflación y crecimiento del PIB y M3 y el segundo (VAR2) sustituyendo inflación y crecimiento de M3 por sus variaciones (es decir, aceleración del nivel de precios y de M3). El primer modelo, por construcción y en línea con la perspectiva económica convencional, siempre proyecta un retorno rápido a largo plazo a su media histórica de las variables que incorpora. Sin embargo, el segundo permite romper con ese retorno en el caso de inflación y crecimiento de M3, siendo útil para aproximarse a un escenario que se discute posteriormente de "expectativas inflacionarias no ancladas" (esto es, en el que el valor esperado a mediano plazo de la inflación por parte de los agentes es volátil).

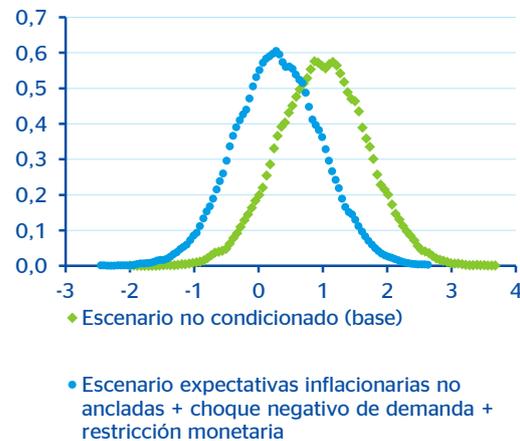
16: Es importante hacer notar que parece razonable que si la economía europea recayera en recesión habría una reacción de la política económica para contrarrestarla, en particular por parte del BCE. Nuestra aproximación no asume que no se produce esa reacción, sino que la reacción no contrarresta totalmente el efecto del choque inicial como para permitir que la economía siguiese creciendo.

Gráfico 3.11
Distribución de probabilidad de la inflación en un escenario con restricción en el agregado monetario y shock negativo de demanda



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.12
Distribución de probabilidad de la inflación en un escenario de cambio de expectativas de inflación



Fuente: BBVA Research

El anclaje de expectativas es clave: la entrada en una espiral deflacionista depende de la credibilidad de la política monetaria

Hay un escenario adicional que es útil considerar. **Una caída puntual de los precios no es equivalente a deflación. Los procesos deflacionistas están muy conectados con las expectativas de los agentes sobre la evolución futura de los precios.** Estas expectativas vienen influidas entre otros factores por la evolución reciente de la inflación o la credibilidad de los bancos centrales en la persecución de la estabilidad de precios. De esta forma, los agentes pueden observar (y esperar) movimientos a corto plazo de los precios, pero si la credibilidad del banco central es alta, asumen que los precios “vuelven” al nivel objetivo del banco central. Cuando se entra en un proceso deflacionista, el banco central puede ver perdida la credibilidad para controlar la inflación, de forma que los agentes económicos pueden perder la referencia de precios, y esperar no una vuelta paulatina a la referencia, sino la continuación del proceso de caídas de precios, es decir, la temida espiral deflacionista (como ocurrió en Japón, tal y como ilustramos con posterioridad).

Un caso más extremo a analizar, por tanto, acumularía la recesión, la falta de funcionamiento apropiado del canal bancario y la pérdida del anclaje de las expectativas de inflación. En nuestra opinión, un modelo econométrico estimado en segundas diferencias puede captar ese fenómeno de pérdida de expectativas de deflación (ver nota al pie 6, para más detalles). El gráfico 3.12 recoge la distribución de probabilidad de la inflación en ese escenario de expectativas inflacionarias no ancladas y su comparación con la distribución del escenario base. Los resultados también se recogen en la tabla 3.1. La inflación media esperada para 2014 es ahora de 0.28% (lo cual teniendo en cuenta la inflación al comienzo de año supondría caídas de precios moderadas durante buena parte del año), y la probabilidad de deflación (como señalamos anteriormente, media anual menor que cero) del 47%.

El alto impacto de estos escenarios alternativos, aunque menos probables, aconseja una actitud vigilante por parte del BCE

La principal de las conclusiones que salen del análisis anterior es que, si bien la probabilidad de deflación en el promedio de 2014 en el escenario más factible es muy baja (7.5%), bajo ciertas condiciones, menos probables pero no imposibles, el riesgo

umenta de forma muy significativa.¹⁷ A nuestro juicio, por tanto, la postura cautelosa del BCE es adecuada al mostrarse comprometido con la introducción de nuevas medidas de estímulo monetario, en caso de ser necesario. Una espiral inflacionista debe evitarse por los graves problemas que ocasionaría:

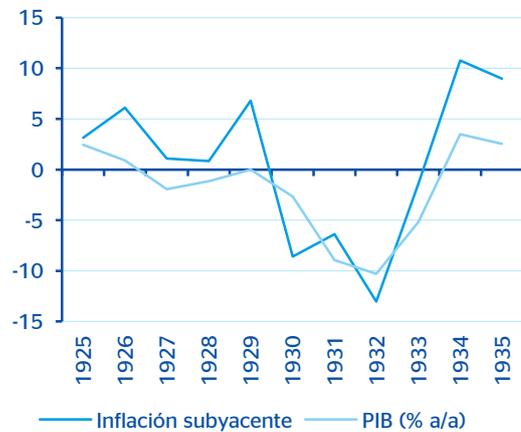
1. Por una parte, un entorno de baja inflación a nivel europeo, **dificulta la recuperación de la competitividad de las economías periféricas.** Niveles más altos de inflación de las economías más competitivas permitirían un cierre más rápido de los diferenciales de competitividad precio.
2. **Una dinámica propiamente deflacionaria puede llevar a caídas de PIB.** Esto es debido a que agentes económicos con expectativas de caídas futuras de precios retrasarían sus decisiones de gasto e inversión, dadas las expectativas de menor precio futuro de los bienes y factores productivos.
3. **La deflación hace que la deuda real aumente y por tanto el servicio de tal deuda es más oneroso,** presionado adicionalmente a la baja la capacidad de gasto de los agentes económicos. Esto es de especial importancia, dada los altos niveles de endeudamiento público y privado que presenta la zona euro.

El impacto agregado en términos de crecimiento es potencialmente muy elevado y esa es la razón por la cual las autoridades han tratado históricamente de evitar la entrada en deflación. De hecho, **existen pocas experiencias históricas de procesos auténticamente deflacionarios,** pero los dos más comúnmente citados (EEUU en 1921-1939, y Japón en 1998-2013) arrojan algunas conclusiones útiles en el momento actual.

1. **Una vez en deflación, éste es un fenómeno muy persistente, es decir, la política económica tiene una eficacia limitada para hacer que la economía retorne a tasas positivas.** Como se observa en los gráficos 13 y 14, estos dos episodios de inflación de EEUU y Japón duraron 7 y 14 años. Japón y sus innumerables planes por salir de la deflación son un buen ejemplo de estas dificultades. El último programa de expansión monetaria, de reforma fiscal y de reformas estructurales está siendo exitoso para el retorno a la inflación, pero todavía está por ver que la situación sea sostenible.
2. **La deflación está asociada a un periodo igualmente prolongado de recesión o estancamiento.** Como se observa en los gráficos, la pérdida acumulada de PIB en los 7 años de deflación en EEUU fue del 21%. Por su parte, en Japón se han podido combinar caídas de precios con cifras positivas de crecimiento (dados los estímulos monetarios y fiscales puestos en marcha), pero débiles: el crecimiento medio anual en los 14 años de deflación ha sido de apenas el 0,7% (el crecimiento medio en EEUU en el mismo periodo fue del 2,4%), lo que da lugar a hablar de la “década perdida”.

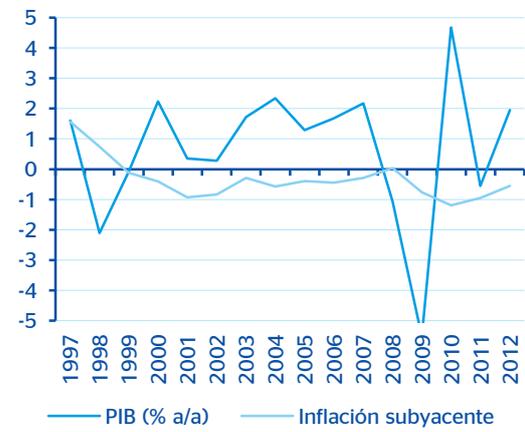
¹⁷: Es necesario tener en cuenta que dada la heterogeneidad existente entre países, los escenarios de muy baja inflación (y con más razón los de deflación) serían consistentes con varios países afrontando caídas de precios, siendo los periféricos los más probables, dados sus bajos niveles actuales de inflación (véase el gráfico 4). También debe tenerse en cuenta que las exportaciones de los países afectados pueden volverse relativamente más competitivas.

Gráfico 3.13
Deflación en EEUU



Fuente: BBVA Research a partir de Haver

Gráfico 3.14
Deflación en Japón



Fuente: BBVA Research a partir de Haver

Por todo ello, es de vital importancia evitar la mera deflación. En este sentido, se puede decir que lo ocurrido en 2008/2009 es un ejemplo de cómo evitarla exitosamente. En medio de la gran recesión de 2009, y con pronunciadas caídas de la inflación subyacente (recuérdese el Gráfico 3.1), se produjo una intensa reacción de política económica. Por una parte, se pusieron en marcha cuantiosos programas de estímulo fiscal, no sólo en economías avanzadas sino en algunas economías emergentes. Por ejemplo, según el FMI entre 2007 y 2009 el déficit público ajustado de ciclo aumentó en 2,6 puntos de PIB en la zona euro y en 3,6 puntos en China. De igual forma, se puso en marcha un fuerte estímulo monetario: los tipos de interés rápidamente bajaron hasta cero y comenzaron a expandirse los balances de los bancos centrales. **La situación hoy es bien distinta, en especial en Europa. El margen fiscal es muy limitado tras 6 años de recesión y estancamiento.** En 2007 la deuda pública europea apenas alcanzaba el 66% del PIB, mientras que en 2013 alcanza el 96% del PIB. Además, son los países más vulnerables a la deflación precisamente aquellos que presentan los desequilibrios fiscales más altos, por lo que parece claro que el margen de utilización de la política fiscal en Europa para hacer frente al riesgo deflacionista es muy limitado.

Sin embargo, **el BCE sí tiene instrumentos para hacer frente a este riesgo.** En los últimos meses, en especial tras la rebaja de tipos del mes de noviembre que el propio BCE justificó en las perspectivas de inflación muy baja por un periodo prolongado, han surgido distintas posibilidades al respecto: rebajas adicionales (ya marginales) de tipos de refinanciación, imposición de tipos negativos en la facilidad de depósito, refuerzo del *forward guidance*, nuevas subastas de liquidez a largo plazo (con tipo fijo) o, en el caso menos probable dadas las restricciones institucionales, un programa genuino de expansión cuantitativa como los implementados con éxito en el Reino Unido y en EEUU.

La experiencia muestra que esos planes podrían ser suficientes para atajar los riesgos de deflación. Ahora bien, **la “década perdida” japonesa también conlleva paralelismos con la situación en Europa.** La deflación japonesa se produjo en un contexto de (1) altos niveles de endeudamiento y canal bancario de transmisión de la política monetaria roto dada la fragilidad de su sistema financiero, (2) perspectivas de bajo crecimiento en la demanda (expectativas auto-cumplidoras), entre otros factores por problemas estructurales (fundamentalmente demográficos en el caso japonés) y (3) respuesta dubitativa de la política económica, no suficientemente agresiva o no por tiempo suficiente. **A nuestro juicio, la evidencia empírica disponible, los hechos estilizados resultantes de los casos de estudio habituales y la situación actual de la economía europea hace aconsejable medidas preventivas, decididas y suficientes para alejar el riesgo deflacionista ante sus primeras evidencias.**

Recuadro 2. Una comparación de la evolución del IPC en dos uniones monetarias

Si se busca otra área monetaria con la que comparar el IPC de la zona euro, la elección más adecuada es EE.UU. Ambas son economías de gran tamaño, de estructura sectorial diversificada, de elevado nivel de renta y por lo tanto, de similar gasto en consumo de los hogares. Sin embargo, también existen diferencias entre ambas áreas, las cuales son relevantes a la hora de extraer conclusiones para el estudio que nos ocupa. Se trata de dos áreas en las que el grado de integración de los mercados de factores productivos, particularmente el del trabajo, tiene distintos comportamientos, principalmente debido a las barreras existentes a la movilidad y a la madurez de la unión monetaria.

Nuestro análisis se focaliza en la existencia o no de patrones comunes en la evolución del IPC por rúbricas de la cesta de consumo y por áreas geográficas (áreas metropolitanas en EE.UU. y países en la zona euro), especialmente en los periodos de baja inflación y deflación. Para observar la distinta evolución de las series realizamos la comparación en términos del ratio de rúbricas y de áreas geográficas en deflación en cada una de las dos áreas.

Como se observa en los gráficos R.2.1 y R.2.2, **ante la presencia de inflaciones más bajas en ambas áreas, la probabilidad de encontrar un mayor número de rúbricas en deflación es más elevada**, aunque el evento de deflación se da con una proporción poco significativa de rúbricas con caída de precios

Al comparar ambas áreas observamos que la volatilidad del ratio es mayor en EE.UU. Adicionalmente, ante el evento de deflación, la cantidad de rubricas con caída de precios es menor en la zona euro. En EE.UU. este evento se dio con un máximo del 47% de rúbricas con caída de precios (32% en el primer mes de descenso), mientras que en la zona euro la deflación se registró con un máximo del 35% de rúbricas con caída de precios (apenas un 19% en el primer mes)²⁰. **Ambos resultados parecen ser una señal de la mayor rigidez relativa de precios en la zona euro con respecto a EE.UU.** Sin embargo, la mayor volatilidad del ratio en EE.UU. podría explicarse por la mayor cantidad de rúbricas disponibles en EE.UU. frente a las de la zona euro. Parece razonable pensar que a menor cantidad de rúbricas el comportamiento de éstas sea más homogéneo.

Tabla R.2.1
Comparativa entre las áreas

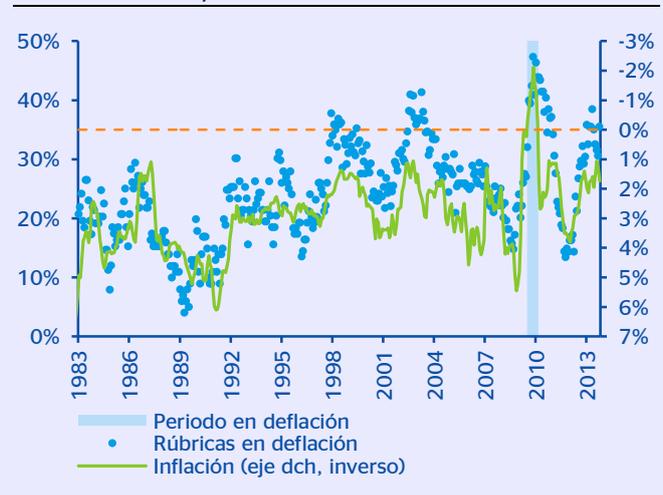
	EE.UU.	Eurozona
Peso en el mundo (PIB/PIB mundial, %)	26	20
Servicios/PIB, %	78	73
Renta per cápita PPP USD	51.700	37.100
Peso del consumo de los hogares sobre el PIB, %	69	57
Cesta IPC: alimentos y energía, %	23	23
Cesta IPC: bienes manufacturados, %	21	16
Cesta IPC: servicios, %	56	61

Fuente: BEA, Eurostat, IMF y WB (2012, IPC 2013)

1. Análisis del IPC por rúbricas

Para realizar un análisis consistente por rúbricas comenzamos a estudiar las series de EE.UU. a partir del año 1983¹⁸, mientras que en la zona euro esta fecha se retrasa hasta 1997¹⁹, por razones de disponibilidad de información. En la muestra analizada se registra un evento de deflación, el cual se dio en ambas regiones durante la segunda mitad del año 2009.

Gráfico R.2.1
EE.UU.: Inflación y número de rúbricas en deflación (%)



Fuente: BEA, Eurostat y BBVA Research

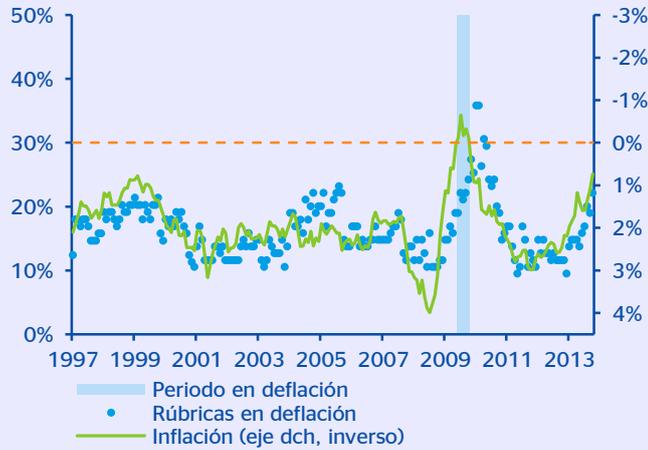
17: En el año 1983 el IPC de EE.UU. cuenta con 89 rúbricas. A partir del año 1997 suman 200. La menor cantidad de rúbricas disponibles antes de 1983 no permitiría un adecuado análisis.

18: A partir del año 1997 el IPC de la zona euro puede desagregarse en 89 rúbricas, llegando a 95 en el año 2000.

19: Debe tomarse en cuenta que la proporción se obtiene al dividir el número de rúbricas en deflación entre el total de rúbricas, lo cual no tiene en cuenta la ponderación de éstas en el índice general. Esto es importante ya que para que se registre deflación en el índice general con tan solo el 19% de las rúbricas con caída de precios, éstas deben tener un mayor peso en el índice general.

Gráfico R.2.2

Zona euro: Inflación y número de rúbricas en deflación (%)



Fuente: BEA, Eurostat y BBVA Research

Ahora bien, a partir de la elevada correlación (inversa) antes comentada entre el ratio de rúbricas en deflación y la propia inflación, se podría especular con la posibilidad de que éste fuese un indicador de riesgo de deflación. Sin embargo, existen dos limitaciones que hacen que el indicador no sea adecuado. En primer lugar, la proporción de rúbricas en deflación durante períodos de deflación general es sólo ligeramente superior a la de períodos de inflación.

Un elemento adicional que hace de este un indicador poco adecuado para captar el riesgo de deflación es que no puede ser utilizado como indicador adelantado. La correlación máxima en EE.UU. entre la inflación general y el indicador se consigue de manera contemporánea. En el caso de la zona euro, la máxima correlación se obtiene cuando se rezaga (aproximadamente) 2 meses al indicador, lo que dada la volatilidad de la misma, no permite obtener con anticipación una clara señal de caída de precios.

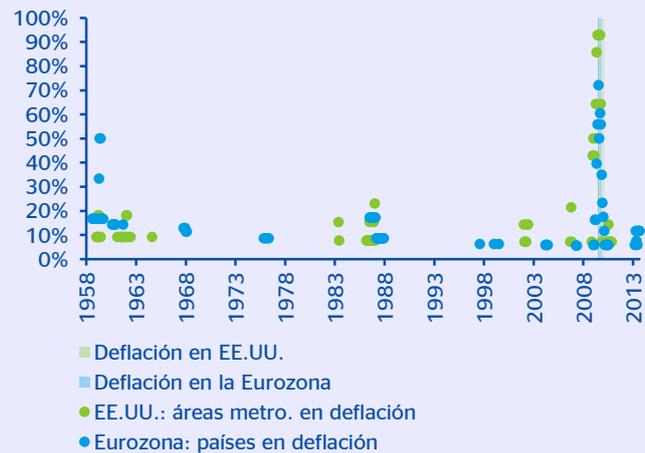
2. Análisis del IPC por países y áreas metropolitanas.

Como se señaló anteriormente, construimos una serie que representa la proporción de regiones (países o áreas metropolitanas) que se encuentran en deflación con respecto al total de regiones. Nuevamente, para alcanzar un nivel de desagregación adecuado y lograr así un análisis consistente, hemos limitado la muestra disponible, haciéndola comenzar en el año 1958 para ambas áreas²¹.

El gráfico R.2.3 muestra que en el evento de deflación en EE.UU., la proporción de áreas metropolitanas que registraban caída de precios era superior al 90%. En periodos de inflación general, las áreas metropolitanas en deflación no superaban el 20% del total. En lo que respecta a la zona euro, se observa un número ligeramente superior de países en deflación, a pesar de que no hubiese deflación en el índice general. Finalmente y a diferencia de EE.UU., el índice general registra deflación a pesar de que solo un 70%²² de los países tienen caída de precios. **Ello resulta consistente con una menor integración monetaria y económica de los países de la zona euro frente a las distintas áreas metropolitanas de EE.UU.**

Gráfico R.2.3

Proporción de países de la zona euro o áreas metropolitanas de EE.UU. en deflación



Fuente: BEA, Eurostat y BBVA Research

De los dos puntos anteriores puede concluirse que ambos indicadores no resultan apropiados para señalar riesgo de deflación, debido a su falta de capacidad predictiva. Adicionalmente, el IPC desagregado tanto por rúbricas como por regiones no parece exhibir un patrón de comportamiento común en ambas uniones lo cual, como ya comentamos, puede deberse a que EE.UU. representa un área monetaria más integrada y considerablemente más madura.

20: En el caso de EE.UU. en el año 1958 contamos con 11 áreas metropolitanas. A partir de 1963 se incorpora Dallas, en 1977 Miami en 1996y se alcanzan las 14 áreas metropolitanas actuales con la introducción de Washington. En el caso de la zona euro, en el año 1958 se cuenta con 6 países. Desde finales de los '60 suman 9, de los '70 11, a principios de los '90 15, y finalmente, desde 2006, 17 países.

21: Proporción que podría ser aún inferior si en lugar de considerar el número de países en igualdad los ponderásemos por su peso relativo medido por el PIB o por el gasto de consumo en el área.

4. Tablas

Tabla 4.1
Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas interanuales, %)	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	1,8	2,8	1,8	2,5	2,5
UEM	1,6	-0,6	-0,4	1,1	1,9
Alemania	3,4	0,9	0,5	1,8	2,0
Francia	2,0	0,0	0,2	1,1	1,6
Italia	0,6	-2,6	-1,8	0,8	1,5
España	0,1	-1,6	-1,2	0,9	1,9
Reino Unido	1,1	0,3	1,9	2,6	2,4
América Latina *	4,0	2,6	2,2	2,5	2,6
México	4,0	3,7	1,2	3,4	3,0
Brasil	2,7	1,0	2,2	2,5	1,9
EAGLES **	6,7	5,0	4,8	5,2	5,4
Turquía	8,5	2,4	3,9	1,5	5,2
Asia-Pacífico	6,0	5,3	5,2	5,3	5,4
Japón	-0,4	1,4	1,7	1,5	1,3
China	9,3	7,7	7,7	7,6	7,5
Asia (exc. China)	3,7	3,5	3,4	3,7	4,0
Mundo	4,0	3,2	2,9	3,6	3,9

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

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

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014.

Fuente: BBVA Research

Tabla 4.2
Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas interanuales, %)	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	3,1	2,1	1,5	2,3	2,4
UEM	2,7	2,5	1,4	1,0	1,4
Alemania	2,5	2,1	1,6	1,5	1,7
Francia	2,3	2,2	1,0	1,0	1,2
Italia	2,9	3,3	1,3	0,8	1,2
España	3,2	2,4	1,4	0,5	1,0
Reino Unido	4,5	2,8	2,6	1,9	2,0
América Latina *	8,0	7,5	8,9	11,6	10,7
México	3,4	4,1	3,8	4,3	3,4
Brasil	6,6	5,4	6,2	6,1	5,6
EAGLES **	6,0	4,2	4,2	4,4	4,2
Turquía	6,2	8,7	7,6	8,2	5,3
Asia-Pacífico	4,9	3,1	2,9	3,5	3,5
Japón	-0,3	0,0	0,3	2,1	1,5
China	5,4	2,6	2,6	3,3	3,5
Asia (exc. China)	4,5	3,4	3,1	3,7	3,6
Mundo	5,1	4,1	3,8	4,1	4,0

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

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

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014.

Fuente: BBVA Research

Tabla 4.3
Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)

	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	-3,0	-2,7	-2,5	-2,5	-2,1
UEM	0,1	1,2	2,1	2,1	2,0
Alemania	5,7	7,0	7,0	6,1	6,5
Francia	-2,0	-2,3	-1,7	-1,8	-1,7
Italia	-3,1	-0,7	0,7	1,0	0,8
España	-3,8	-1,1	0,9	1,6	1,7
Reino Unido	-1,6	-4,6	-3,6	-2,8	-2,3
América Latina *	-0,9	-1,5	-2,2	-2,1	-2,0
México	-0,9	-1,0	-1,3	-1,5	-1,6
Brasil	-2,1	-2,4	-3,6	-3,4	-3,2
EAGLES **	0,5	0,2	0,3	0,4	0,6
Turquía	-9,9	-6,9	-7,4	-5,8	-6,3
Asia-Pacífico	1,5	0,9	1,2	1,4	1,7
Japón	2,0	1,0	1,2	1,5	2,0
China	1,9	2,3	2,3	2,5	3,0
Asia (exc. China)	1,3	0,0	0,5	0,6	0,8

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

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

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014.

Fuente: BBVA Research

Tabla 4.4
Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público (% PIB)

	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	-8,7	-6,8	-4,2	-3,4	-2,2
UEM	-4,1	-3,7	-2,8	-2,4	-2,1
Alemania	-0,8	0,2	0,1	0,2	0,3
Francia	-5,3	-4,8	-4,1	-3,6	-2,9
Italia	-3,8	-2,8	-3,3	-2,5	-1,9
España *	-9,1	-6,8	-7,0	-5,8	-5,1
Reino Unido **	-7,8	-6,3	-5,7	-5,8	-4,5
América Latina ***	-2,3	-2,5	-2,7	-3,8	-2,9
México	-2,7	-3,2	-2,9	-4,1	-3,6
Brasil	-2,6	-2,5	-3,2	-3,9	-3,2
EAGLES ****	-1,9	-2,3	-2,2	-2,4	-2,3
Turquía	-1,4	-2,1	-1,2	-2,2	-1,6
Asia-Pacífico	-3,7	-3,7	-3,7	-3,4	-3,2
Japón	-10,0	-9,5	-10,0	-8,5	-8,0
China	-1,1	-2,1	-1,9	-2,5	-2,5
Asia (exc. China)	-5,4	-4,8	-4,8	-4,0	-3,7

* Sin ayudas al sector financiero.

** Año fiscal del 1 de abril al 31 de marzo.

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

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

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014.

Fuente: BBVA Research

Tabla 4.5

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

	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	2,8	1,8	2,3	3,2	3,7
UEM	2,6	1,6	1,6	2,0	2,5

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014.

Fuente: BBVA Research

Tabla 4.6

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio (Promedio)

Dólares (\$) por moneda nacional	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos (EUR por USD)	0,72	0,78	0,75	0,77	0,75
UEM	1,39	1,29	1,33	1,30	1,33
Reino Unido	1,60	1,59	1,56	1,57	1,62
Japón	79,70	79,81	97,56	109,98	117,08
China	6,46	6,31	6,20	5,97	5,85

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014.

Fuente: BBVA Research

Tabla 4.7

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales (Final período)

	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50
UEM	1,00	0,75	0,25	0,25	0,50
China	6,56	5,75	6,00	6,00	6,50

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014.

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

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

Alberto González de Aledo
alberto.gonzalezdealedo@bbva.com

Jaime Martínez-Martín
j.martinez.martin@bbva.com

Rodolfo Mendez Marcano
rodolfo.mendez@bbva.com

Jorge Rodríguez-Vález
jorge.rv@bbva.com

Alejandro Buesa Olavarrieta
alejandro.buesa@bbva.com

BBVA Research*Economista Jefe del Grupo*
Jorge Sicilia*Economías Emergentes:*

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis transversal de Economías Emergentes
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

México
Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.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

Áreas Globales:

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.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

Política de Recuperación y Resolución
José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global
Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research
Paseo Castellana, 81 – 7ª planta
28046 Madrid
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