

Situación Global

4º TRIMESTRE DE 2015 | UNIDAD DE ESCENARIOS ECONÓMICOS



01 Freno del crecimiento global en 2015 y mejora limitada en 2016. Ajuste en el bloque emergente y riesgo de lenta recuperación en el desarrollado

02 Bancos centrales: margen de actuación en economías desarrolladas y China pero dilemas en economías emergentes

03 Precios reales de las materias primas, un análisis preliminar de sus tendencias a largo plazo

Índice

1 Editorial	3
2 Freno del crecimiento global en 2015 y mejora limitada en 2016	4
3 Un análisis preliminar de las tendencias a largo plazo de los precios reales de las materias primas	14
4 Tablas	21

Fecha de cierre: 10 de noviembre de 2015

1 Editorial

Las perspectivas de crecimiento mundial son más bajas que el trimestre anterior. De acuerdo a nuestras estimaciones, el PIB mundial creció el 3,4% en 2014, lo hará sólo un 3,2% en 2015 y el año que viene se recuperará hasta el 3,5%, apenas el promedio del último quinquenio. **Por primera vez desde los años 80, en el período 2011-15, se registró en promedio una desaceleración simultánea del PIB en economías desarrolladas y en el agregado de economías emergentes.**

El agotamiento del modelo de crecimiento de China pesa en la demanda externa de otros países emergentes, en particular de los exportadores de materias primas y de los más integrados en sus cadenas de producción. **Las perspectivas de recuperación del PIB mundial desde 2016 han de apoyarse en una mejora de las economías desarrolladas, una vez superada la digestión de la excesiva deuda acumulada por el sector privado en la anterior expansión.** Para que sea sostenible, se necesita un aumento de la productividad dado que la población tiene una tendencia secular de moderación. No cabe duda que estos procesos se acelerarían con reformas estructurales que aumentaran la oferta. En este escenario, contamos con que China gestionará sin accidentes graves la primera desaceleración tras su historia de crecimiento reciente. **Los riesgos, como viene ocurriendo desde 2009, siguen sesgados a la baja.**

En primer lugar, **el desapalancamiento del sector privado de las economías desarrolladas es desequilibrado** entre geografías, más avanzado en EE.UU. y Japón y menos en Europa. Además, el volumen de deuda del sector privado sigue siendo alto, respaldado por el aumento del balance de los bancos centrales y el anclaje de los tipos de interés. En segundo lugar, **el freno en el proceso de globalización**, reflejo del aumento de restricciones a los flujos comerciales o del “tsunami” regulatorio en el sector bancario, es un elemento de preocupación por el impacto que puede tener en el crédito y la actividad.

La falta de tensiones inflacionistas en las economías desarrolladas y en aquellas emergentes con capacidad ociosa y niveles de ahorro doméstico suficiente (principalmente, China) es otro elemento característico del escenario actual. Ello **proporciona un margen de actuación inédito a sus bancos centrales**, que pueden seguir manteniendo tipos de interés bajos. **Sí parece que la Fed se encuentra cómoda subiendo más lentamente sus tipos de interés y que el BCE va a actuar con medidas adicionales**, lo que evitará la apreciación del euro. Por el contrario, los bancos centrales de economías emergentes que buscan la estabilidad de precios y tienen tipos de cambio flexibles han de atender también al anclaje de las expectativas inflacionistas y a los riesgos sobre los balances en moneda extranjera, sobre empresariales.

Sin duda, hay argumentos sólidos en ambos lados del debate actual sobre el impacto de las políticas de expansión cuantitativa en países desarrollados. En particular, si están proporcionando réditos cada vez más bajos en términos de crecimiento, o si de haber aumentado su escala hubieran impulsado más el crecimiento al haber reducido aún más los tipos de interés reales. Lo que sí parece claro es que estas políticas sin reformas que aumenten la productividad no pueden ser tan eficientes como si hubieran estado acompañadas de las mismas. **En cualquier caso, este escenario de tipos de interés monetarios en mínimos y expansión del balance del banco central no se va a mantener siempre.** Si el crecimiento vuelve habrá una suave subida de tipos hacia una “normalidad” que puede ser de crecimientos algo más bajos que en el pasado por los frenos de oferta señalados. Pero si la recuperación de las economías desarrolladas no toma impulso, el crecimiento de China se frena mucho más rápido de lo esperado o surgen eventos geopolíticos disruptivos, las tensiones financieras volverían con fuerza en un contexto de agotamiento de la capacidad de acción de la política monetaria. Y ahí las opciones tendrían que volverse aún más imaginativas. Estamos lejos de ese escenario, pero es un riesgo.

2 Freno del crecimiento global en 2015 y mejora limitada en 2016

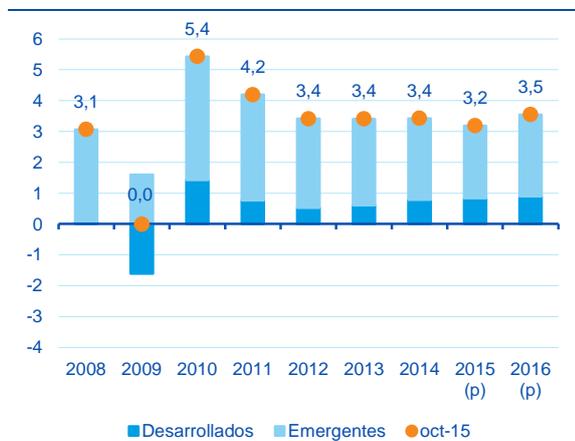
Según nuestras estimaciones¹, **el PIB mundial en el tercer trimestre habría crecido a un ritmo menor al previsto y similar al observado a principios de año (+0,6% trimestral, +2,4% anual)**, encadenando cuatro trimestres consecutivos de crecimiento inferior al registrado en promedio entre 2010 y 2014. **Los registros de actividad económica a escala global han vuelto a comportarse peor de lo esperado en los últimos meses debido, fundamentalmente, a la progresiva desaceleración de los principales países emergentes**, en un contexto en el que las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico y la estabilidad financiera de China provocaron un repunte significativo de las tensiones financieras y nuevas correcciones en los precios de las materias primas.

El balance del primer semestre y el sesgo negativo que arrojan los indicadores de actividad disponibles para el tercer trimestre en geografías como EE.UU., Latinoamérica o México han traído aparejada una **revisión a la baja de los pronósticos de crecimiento de las principales áreas emergentes para el conjunto del año**. Como resultado, el PIB mundial podría cerrar 2015 con un avance anual del 3,2% (dos décimas menos de lo pronosticado hace tres meses), el más reducido desde 2009 (Gráfico 2.1). La recuperación gradual del bloque desarrollado no lograría compensar la moderación del emergente que, de confirmarse nuestras previsiones, avanzaría apenas un 4% anual tras un crecimiento medio en los cinco años precedentes superior al 5,5%.

Las perspectivas para 2016 son ligeramente más favorables (el crecimiento mundial podría repuntar hasta el 3,5%, situándose tres décimas por debajo del pronóstico del anterior trimestre), sustentadas en un mejor comportamiento relativo tanto de las economías desarrolladas como emergentes. Sin embargo, **la intensificación reciente de algunos de los focos de riesgo con mayor impacto global**, como es el caso de la desaceleración del sector manufacturero chino y sus repercusiones sobre el ciclo de materias primas y el comercio mundial, **eleva la incertidumbre y acentúa los riesgos a la baja** para la recuperación de los países con mayor dependencia de la demanda y el ahorro externos. **El potencial deterioro de las perspectivas de crecimiento a medio plazo de economías desarrolladas como EE.UU. también es un factor a considerar en las perspectivas de crecimiento global.**

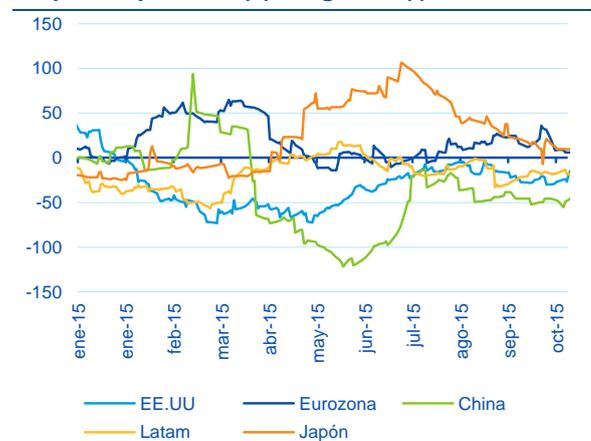
1: Estimación basada en el indicador de actividad global (GAIN) de BBVA Research. Detalle metodológico en <http://bit.ly/1nI5Rln>

Gráfico 2.1
PIB mundial: crecimiento anual (%). Previsiones 2015-16



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Índice de sorpresas económicas (CESI). Sorpresas positivas(+) / negativas(-)

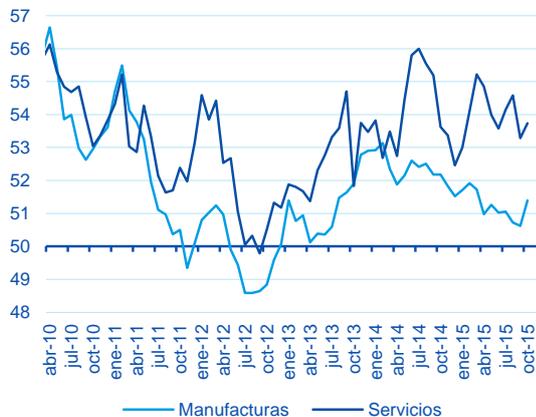


Fuente: BBVA Research y Citigroup

La intensidad de la desaceleración del bloque emergente es, a diferencia de otros episodios recientes, el factor determinante de la pérdida de dinamismo del crecimiento mundial. Los índices de sorpresas económicas (Gráfico 2.2) para China, que crece por debajo del 7% anual, y Latinoamérica, en contracción, llevan prácticamente desde principios del segundo trimestre de 2015 en terreno negativo. Por el momento, la recuperación de la demanda doméstica y el mantenimiento de condiciones monetarias laxas están limitando el impacto del ajuste del bloque emergente sobre las principales economías desarrolladas, en particular, sobre la eurozona. Sin embargo, **la moderación de los indicadores de sentimiento empresarial en los últimos meses, así como la estabilización del crecimiento de EE.UU. en niveles algo más bajos de lo esperado, pone de manifiesto que la diferenciación entre bloques económicos empieza a estrecharse** y que el riesgo de contagio puede incrementarse si los países emergentes mantienen la dinámica de deterioro reciente.

La divergencia entre la evolución de la actividad en la industria y los servicios, favorable a los últimos, es igualmente representativa de la naturaleza de la moderación del ciclo económico global. La desaceleración progresiva del índice de confianza empresarial para el sector manufacturero, que en septiembre se sitúa próximo a niveles compatibles con estancamiento de la actividad, contrasta con el mantenimiento en zona de expansión del equivalente para el sector servicios. Ello se refleja en un crecimiento de la producción industrial mundial inferior al 2% interanual en agosto (el menor ritmo de crecimiento desde principios de 2013) y en una desaceleración acusada de las exportaciones de bienes (en agosto, apenas crecen respecto a los niveles de hace un año). Por el contrario, las ventas del comercio minorista en EE.UU. y la eurozona han conseguido estabilizarse en tasas de crecimiento del orden del 2% interanual (aunque, en el primer caso, desacelerándose respecto a los ritmos de avance de mediados de 2014) y las de China han hecho lo propio en tasas del 10%. El soporte de la demanda doméstica en el bloque desarrollado, en parte, gracias a factores de apoyo como la corrección del precio del petróleo o la bajada de los tipos de interés, y el mayor peso adquirido por los servicios en la demanda de algunos países emergentes como China están detrás de este comportamiento.

Gráfico 2.3
PMI mundial de manufacturas y servicios



Fuente: BBVA Research y Markit

Gráfico 2.4
Producción industrial y exportaciones de bienes mundiales (variación interanual, %). Ago-15, último dato disponible



Fuente: BBVA Research y CPB

Con todo, **la estabilización del precio de las materias primas en cotas reducidas y el repunte sostenido de las tensiones financieras** en las economías emergentes, acompañado de salidas intensas de capitales, depreciaciones acusadas de sus divisas y un aumento de los diferenciales soberanos, **ponen de manifiesto que el balance de riesgos sigue siendo bajista a escala global.**

La ralentización de la demanda parece la principal justificación frente al aumento de la oferta para explicar la caída del precio del petróleo desde los 65 dólares por barril en los que cotizaba a mediados de año a los menos de 50 dólares en los que se situaba en octubre. La dinámica del petróleo es similar a la de otras materias primas como el cobre o el aluminio, lo que resulta consistente con la existencia de un factor común a todas ellas vinculado al freno de la demanda. Este es uno de los elementos que justifica el deterioro de las perspectivas de crecimiento de áreas geográficas como Latinoamérica o del sector energético e industrial de EE.UU. y que, sin duda, está contribuyendo a mantener elevada la percepción de riesgo financiero en el conjunto del bloque emergente. A la transición del patrón de crecimiento que exige el agotamiento de un ciclo alcista de materias primas, se une la inestabilidad financiera ocasionada por la salida de flujos de capital y el potencial impacto que sobre las expectativas de precios suponen depreciaciones cambiarias tan abultadas como las observadas en los últimos meses.

El índice BBVA de tensiones financieras para el conjunto de países emergentes lleva desde finales de 2014 por encima del promedio de la última década, alcanzando en octubre los niveles máximos de 2011 (Gráfico 2.5) y los más elevados tras la crisis financiera de 2008-09. El ajuste, desencadenado por China, se ha terminado extendiendo a los principales países y, con mayor intensidad, a Latinoamérica, siendo ambas geografías las que explican el grueso de las salidas netas de capitales del bloque que, hasta finales de octubre, sumaban un importe similar al observado en los primeros meses de 2013, coincidiendo con el *taper tantrum* de la Fed. Los repuntes más significativos los han sufrido aquellos países más expuestos al ciclo de materias primas y con mayores vulnerabilidades externas, tanto en términos de déficit por cuenta corriente como de financiación privada denominada en moneda extranjera. **Factores idiosincráticos como la incertidumbre política o la existencia de riesgos geopolíticos en Brasil o Turquía han reforzado el clima de desconfianza y acentuado el incremento de la volatilidad financiera.** Como en otros episodios similares de reasignación de flujos de capital y aversión al riesgo, los

activos financieros de economías desarrolladas han ejercido de refugio, presionando a la baja las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo.

Gráfico 2.5
Índice BBVA de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 2.6
Precio del barril de petróleo (dólares) y previsiones



Fuente: BBVA Research y Haver

El contexto de menor crecimiento mundial y moderación del precio de las materias primas ha vuelto a presionar a la baja los registros de precios y las expectativas de inflación a medio plazo del bloque desarrollado. Ello, unido a los potenciales riesgos que traería aparejado un ajuste más pronunciado de la actividad en China, ha modulado la **estrategia de política monetaria** esperada para los principales bancos centrales desarrollados. En concreto, la Fed no subió los tipos de interés de referencia como se preveía en septiembre debido a la inestabilidad financiera observada el pasado verano y las dudas sobre la fortaleza cíclica de las economías emergentes y su potencial impacto sobre la recuperación de EE.UU. Dada la estrategia “*data dependent*” de la Fed, la probabilidad de un incremento de tipos antes de que finalice el año oscila con la nueva información y el análisis que de la misma hace el banco central. La reunión del pasado 27 de octubre ha vuelto a reforzar las perspectivas de una subida en diciembre, que se mantiene como el evento más probable aunque altamente incierto. El retraso del inicio de la normalización monetaria en EE.UU. ha impactado en las condiciones monetarias de la eurozona a través del tipo de cambio, lo que unido a la preocupación por la convergencia lenta de la inflación hacia el 2%, ha provocado el anuncio del BCE de un posible refuerzo de las medidas de estímulo. Y es que tanto la caída de la inflación como la apreciación reciente del euro están limitando la mejora de las condiciones financieras ocasionada por el programa de *quantitative easing*.

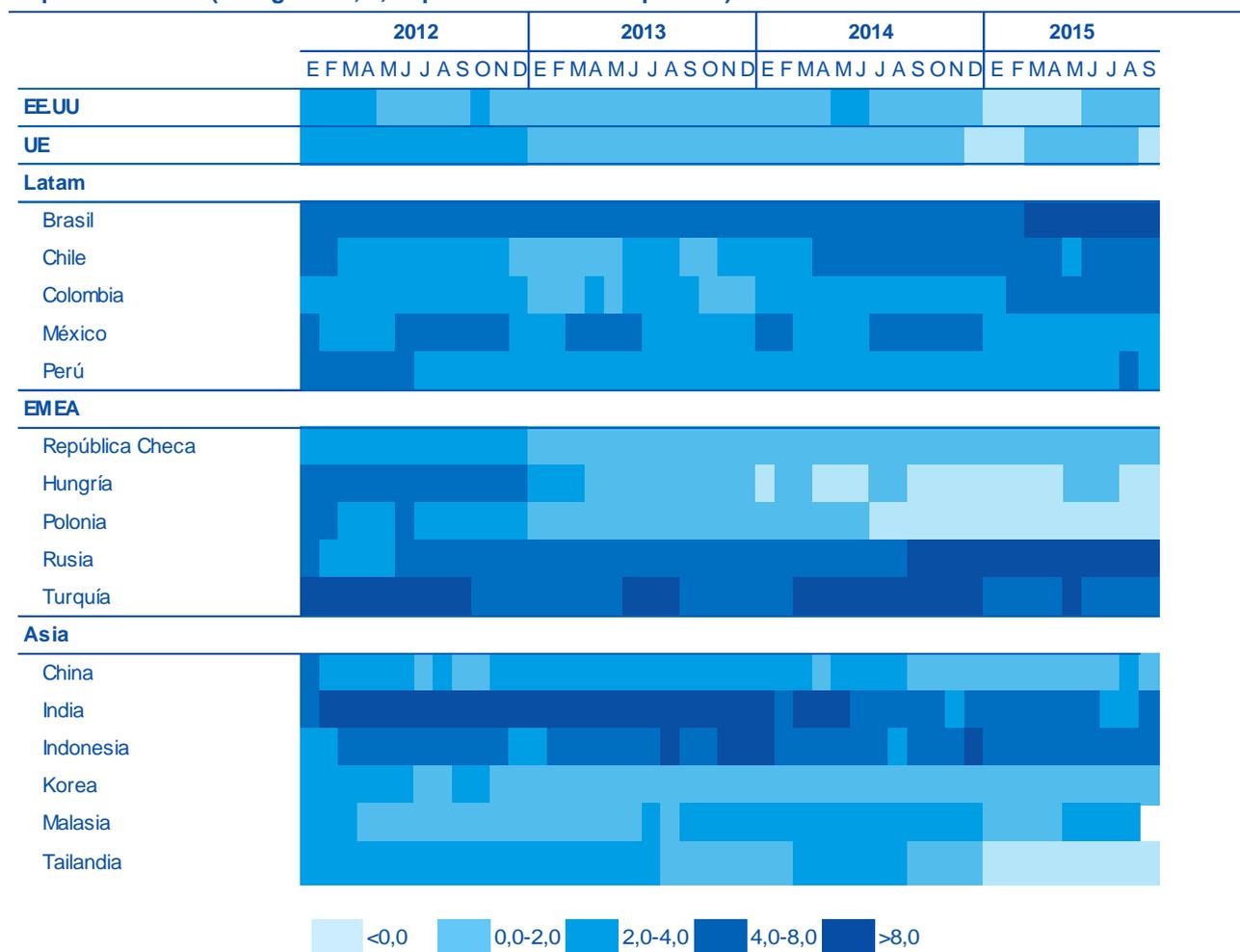
Los bancos centrales del bloque emergente se enfrentan al dilema de contrarrestar la debilidad del ciclo económico manteniendo, al mismo tiempo, el anclaje de las expectativas de inflación (las depreciaciones cambiarias están empezando a traducirse en aumentos de precios en algunos países) **y la estabilidad de su balanza de capital.** Por ello, y en función del margen de maniobra que les otorgan los niveles de tipos de interés reales, hay bancos centrales que han decidido bajar los tipos de interés de referencia (es el caso de China pero también de India o Corea) mientras que otros, principalmente de Latinoamérica (Chile, Colombia o Perú), han optado por endurecer sus condiciones monetarias ante el riesgo de que la inflación se estabilice por encima de sus rangos “objetivo”. **En adelante y con independencia de elementos idiosincráticos, la actuación de los bancos centrales emergentes continuará condicionada en gran medida por la respuesta de la Fed,** decidiendo retrasar todavía más la

primera subida de tipos o adoptándola en diciembre, y las nuevas decisiones de estímulo monetario que puedan implementar el BCE y/o el Banco de Japón.

Buena parte de la estabilización reciente observada en la cotización de los activos de riesgo y los flujos de capital dirigidos a países emergentes responde precisamente a la expectativa de que los principales bancos centrales mantendrán o reforzarán sus políticas de apoyo al ciclo económico; en el caso de China para evitar un ajuste brusco de la actividad y en el de la Fed o el BCE para apoyar la recuperación en un entorno externo más incierto, presiones desinflacionistas crecientes, escaso espacio para adoptar políticas fiscales contra-cíclicas y restricciones para acometer reformas estructurales que relancen el crecimiento de forma sostenida.

Aun cuando la política monetaria pueda mitigar el impacto de un escenario de menor crecimiento sobre las condiciones financieras globales, el espacio del que dispone para reactivar el ciclo económico es reducido, teniendo en cuenta los bajos niveles de tipos de interés y el elevado volumen de liquidez ya existente. **La combinación de un shock financiero en China, que sitúe el crecimiento anual de la economía bien por debajo del 6%, con una recuperación del bloque desarrollado todavía más lenta de lo observado hasta el momento es, sin duda, un escenario de riesgo relevante, tanto por su grado de plausibilidad (limitado pero no extremo) como de severidad por su impacto potencial sobre la economía mundial.**

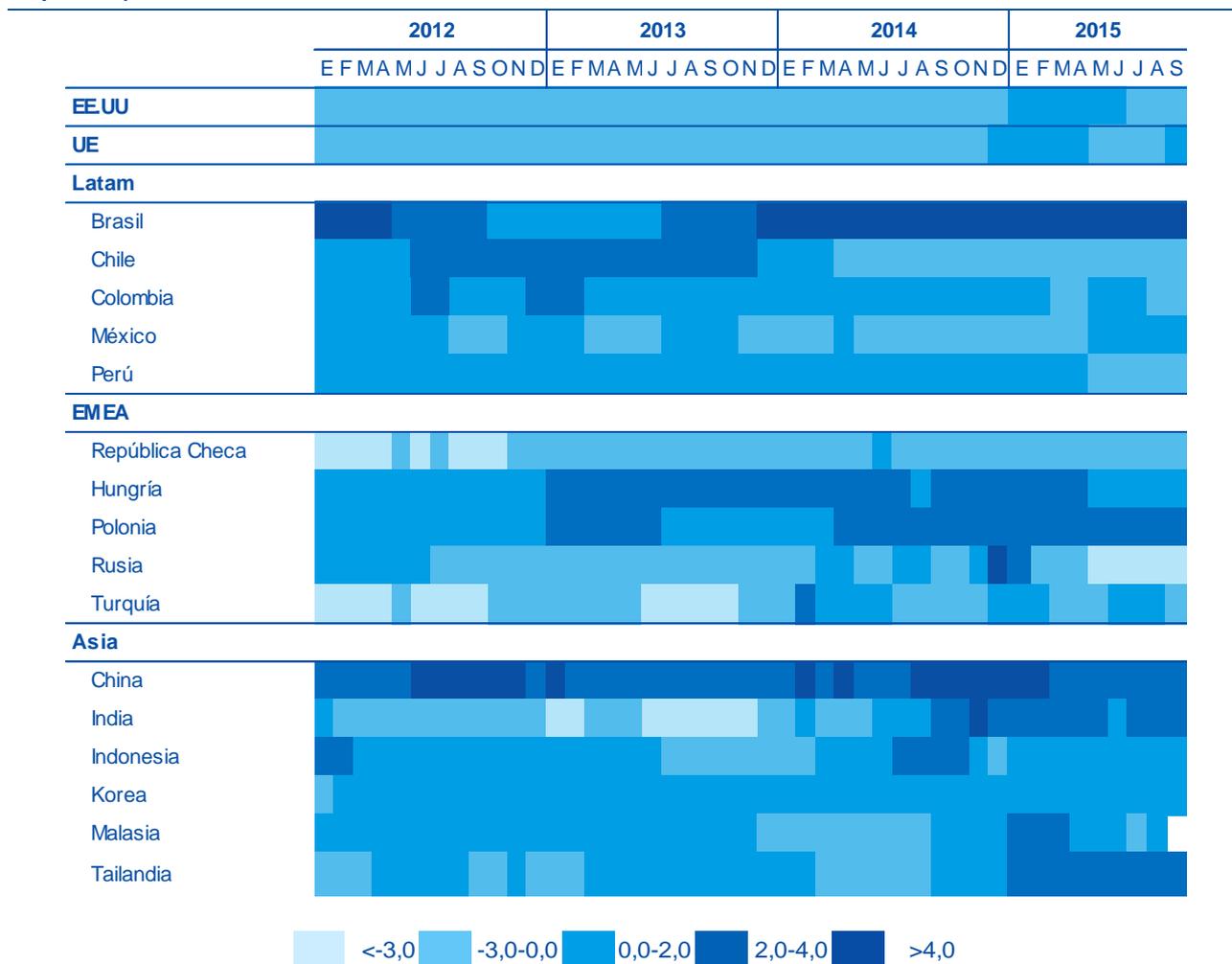
Gráfico 2.7
Mapa de inflación (tasa general, %, Sep-15 último dato disponible)



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfico 2.8

Mapa de tipos de interés reales (tipo de interés de referencia menos inflación general, %, Sep-15 último dato disponible)



Fuente: BBVA Research y Haver

EE.UU.: revisión a la baja del crecimiento esperado para 2016 debido al deterioro del entorno externo

En lo que respecta al análisis detallado de las principales economías, cabe señalar la **estabilización del crecimiento económico de EE.UU. en tasas reducidas** respecto a las registradas en otras fases de recuperación. Tras la sorpresa positiva de la actividad en el segundo trimestre, que compensó el mal inicio de año, el PIB podría cerrar el tercero con un crecimiento anualizado del 1,5% (frente al 3,9% de los tres meses precedentes) y mantener este ritmo de avance hasta finales de 2015.

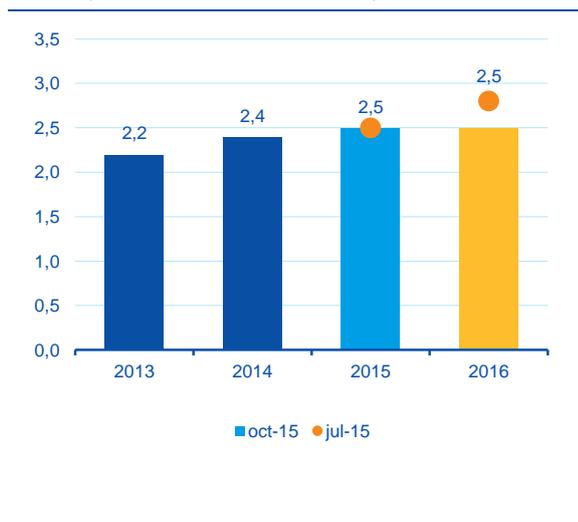
El consumo privado sigue siendo determinante en la dinámica de recuperación económica si bien el menor crecimiento del empleo en los últimos meses y el aumento moderado de los salarios reducen su potencial para incrementar la aportación a la demanda doméstica y compensar la **caída tanto de las exportaciones como de la inversión en el sector energético** (la reducción de la producción y el deterioro de la rentabilidad de las empresas petroleras anticipan un mayor ajuste de la inversión en el sector). La mejora de la inversión residencial tampoco garantiza una reactivación sustancial del gasto doméstico a corto plazo.

Además, el peso creciente de los países emergentes en el comercio del país (las exportaciones dirigidas a China, México, Brasil y Chile suponen algo más del 25% del total), junto con la apreciación acumulada por el dólar desde finales de 2014, continuará lastrando las ventas de EE.UU. en el exterior. Por todo ello, **el PIB podría crecer al 2,5% en 2015 (en línea con lo esperado el trimestre anterior) y repetir ese registro en 2016, lo que supone una revisión a la baja de tres décimas respecto a lo pronosticado entonces.**

Los riesgos que se derivan para EE.UU. de un entorno global más desfavorable están condicionando la función de reacción de la Fed al decidir mantener los tipos de interés inalterados en septiembre. Unos riesgos que afectan al crecimiento económico pero también a las expectativas de inflación: la corrección de los precios de importación ha devuelto la inflación general al 0% en septiembre, mientras que la tasa subyacente, una vez excluidos los precios de alojamiento, se sitúa en el 1%. El impacto de la apreciación del dólar sobre las exportaciones es otro factor a tener en cuenta, así como la incertidumbre sobre el efecto de tipos mayores en EE.UU. en las condiciones financieras globales.

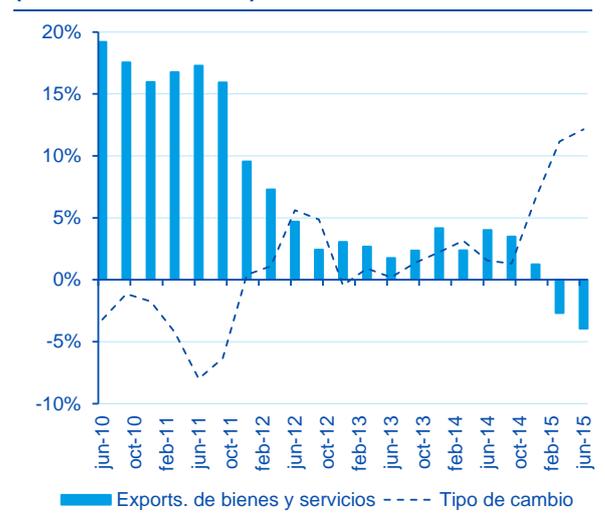
Aunque la estrategia de comunicación de la Fed sigue enfatizando en la necesidad de adaptar el escenario de endurecimiento monetario al flujo de información económica, el disenso entre sus miembros respecto a la conveniencia de subir tipos antes de que termine el año o esperar a 2016 se ha incrementado. En cualquier caso, la senda de incremento de tipos de interés se antoja muy gradual, con niveles de llegada a finales de 2016 probablemente inferiores a lo esperado hace un trimestre y no superiores al 1%. **El ajuste a la baja de las previsiones de crecimiento económico más allá de 2016 hacia tasas ligeramente por debajo del 2,5% y tasas de inflación convergiendo gradualmente hacia el 2% también justifica un escenario de tipos de interés anclados en niveles históricamente reducidos.** Pese a todo, el dólar se mantendría relativamente apreciado frente a sus principales cruces debido a las divergencias en la estrategia de política monetaria del resto de bancos centrales desarrollados (posible ampliación de los estímulos monetarios por parte del BCE y el Banco de Japón) y las vulnerabilidades que presentan las economías emergentes de referencia.

Gráfico 2.9
EE.UU., crecimiento económico, % a/a



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.10
Exportaciones y tipo de cambio de EE.UU. (variación interanual)



Fuente: BBVA Research y Haver

China: revisión al alza del crecimiento esperado para 2015 que no disipa las dudas sobre el ritmo de la desaceleración económica en el futuro

La posición cíclica de China constituye, sin duda, una de las principales variables a vigilar a escala global. La fuerte corrección de su mercado bursátil el pasado mes de agosto alertó de los riesgos derivados de un *shock* financiero en el país con capacidad para comprometer el crecimiento de su gasto doméstico. La magnitud de las salidas de capitales y del repunte de la volatilidad financiera derivó en una amplia batería de medidas de política monetaria encaminadas a suavizar el deterioro de las condiciones de liquidez y su potencial impacto sobre el esquema de financiación del sector empresarial, altamente endeudado. El **inesperado cambio anunciado por las autoridades en el proceso de fijación del tipo de cambio de apertura diaria del yuan** y los **recortes progresivos de los tipos de interés de referencia** se enmarcan en este contexto, caracterizado, además, por una desaceleración progresiva de la actividad que ha situado el crecimiento del PIB por debajo del 7% interanual en el tercer trimestre.

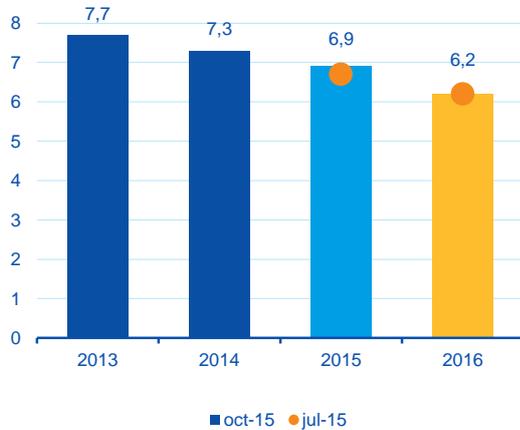
Con independencia del cuestionamiento que se haga a las estadísticas de Contabilidad Nacional, lo cierto es que los indicadores adelantados de actividad y confianza empresarial revelan que **China ha entrado en una nueva fase de menor crecimiento liderada por el ajuste del sector manufacturero y en la que los servicios están adquiriendo un peso relativo creciente** (en 2015, representan el 48% del PIB, siete puntos más que en 2006) que, sin embargo, no logra compensar el freno de la actividad industrial. La transición hacia tasas de crecimiento estructuralmente más bajas tiene consecuencias relevantes para el ciclo económico mundial, tal y como refleja ya el comportamiento de las materias primas y el comercio de bienes. A nivel doméstico, la caída persistente de los precios de producción desde principios de 2012, junto con la moderación de la inflación hacia cotas del 2% (tanto la tasa general como la subyacente), es representativa del proceso de ajuste en el que se halla inmerso la economía.

La corrección de las expectativas de beneficios empresariales de las empresas chinas cotizadas, así como el aumento de sus ratios de apalancamiento y la moderación del crédito bancario, elevan los riesgos de asistir a un deterioro del gasto doméstico más intenso del observado hasta el momento. Además, cabe señalar que la elevada concentración del endeudamiento corporativo en aquellas empresas más apalancadas (entre ellas, empresas de participación pública) y con mayor exposición al ciclo interno (construcción y mercado inmobiliario)² incrementan la vulnerabilidad del sector privado, incluido el bancario, a un *shock* de financiación y menores ingresos.

Todo apunta a que las autoridades continuarán recurriendo a medidas de estímulo monetario (no se descartan más bajadas de tipos de interés pese a que son ya cinco las realizadas en lo que va de año) y al margen de política fiscal del que dispone el Gobierno central para garantizar que el crecimiento económico no cae por debajo del 6% anual. **Nuestros pronósticos cifran el crecimiento para 2015 en el 6,9% y para 2016 en el 6,2%, con la inflación en el 1,6 y el 2% respectivamente.**

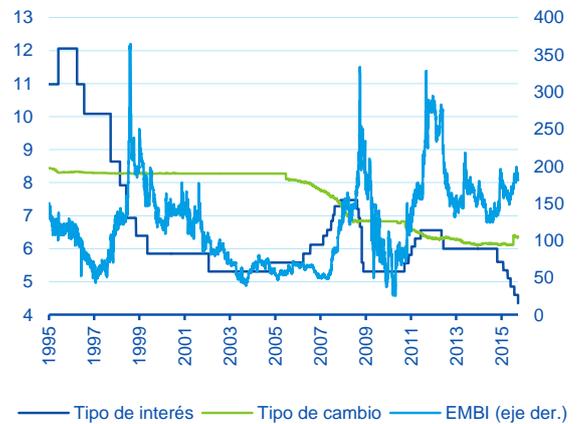
2: Véase Corporate Leverage in Emerging Markets: a concern? Global Financial Stability Report, IMF. October 2015.

Gráfico 2.11
China, crecimiento económico, % a/a



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.12
China: tipo de interés de referencia (%), tipo de cambio Yuan/dólar y diferencial soberano (EMBI, pb)



Fuente: BBVA Research y Haver

Eurozona: resistencia de la demanda doméstica y el BCE listo para evitar la recaída de la inflación

En la eurozona, la recuperación económica prosigue aunque no se intensifica tal y como se preveía hace unos meses. Las tasas de avance trimestral del PIB se estabilizan en el rango del 0,3-0,4%, lo que mantiene la expectativa de que el crecimiento anual puede alcanzar el 1,5% en 2015. **La reducción del precio del petróleo, los bajos tipos de interés y la recuperación incipiente de los nuevos flujos de crédito privado explican el avance de la demanda doméstica y, en particular, del consumo.** La mejora de inversión en capital fijo continúa siendo tenue pese a las señales positivas que arrojan los indicadores de confianza empresarial y la relajación de las condiciones de financiación. El buen comportamiento relativo mostrado por las exportaciones de bienes en el conjunto del área contrasta con el mayor estancamiento del comercio mundial, en parte, debido a que el 60% del comercio de la eurozona se realiza con países desarrollados. La depreciación del euro también puede estar favoreciendo la competitividad de las ventas al exterior.

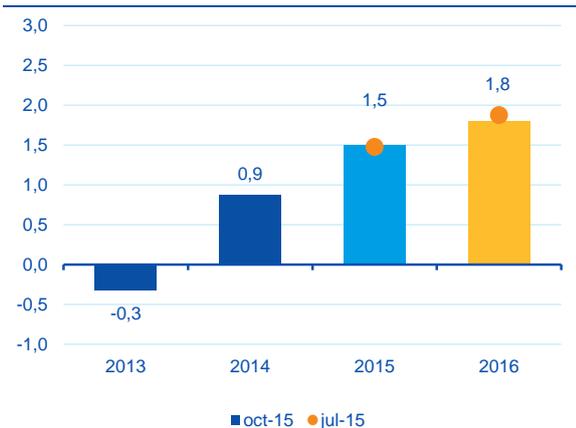
Aunque **el balance de riesgos para el crecimiento del área sigue sesgado a la baja**, tanto por la incertidumbre que existe a cerca del ciclo económico mundial como por la persistencia de elementos de vulnerabilidad idiosincrática (principalmente, inestabilidad política asociada a los procesos electorales en marcha y cierto retraso en la implementación de reformas estructurales en algunas economías clave), **el PIB de la eurozona podría incrementar su ritmo de avance en 2016 hasta el 1,8%** (apenas una décima menos que lo esperado el trimestre anterior). **Italia y Francia, con tasas de crecimiento todavía reducidas en 2015, explicarían el relanzamiento del conjunto**, hasta el momento, sustentado en la recuperación de los países periféricos.

Pese a ello, la mejora de la actividad continúa siendo gradual y no está trayendo aparejado un repunte de las expectativas de precios. Los registros contemporáneos de inflación han vuelto a responder a la caída de los precios energéticos observada en los últimos meses, por lo que la tasa general se mantendrá próxima al 0% hasta finales de año y próxima al 1% en 2016. Por el momento, la inflación subyacente se ha estabilizado en cotas ligeramente inferiores al 1%.

La acentuación de los riesgos a la baja para las previsiones de inflación, en gran medida debido al abaratamiento de los bienes importados, **junto con la apreciación reciente del euro vuelve a cuestionar**

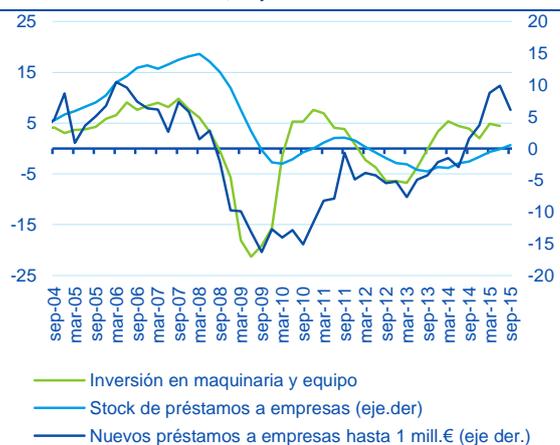
el margen de mejora de las condiciones monetarias en la eurozona. La sensibilidad del BCE a este escenario es elevada y justificaría la adopción de nuevas medidas de estímulo a corto plazo, tal y como ha anticipado. La combinación de recortes adicionales de los tipos de interés de referencia (probablemente, de la facilidad marginal de depósitos) y la ampliación del programa de compra de deuda (en extensión y/o cantidad de liquidez inyectada) perseguiría el anclaje de los tipos de interés a largo plazo en niveles reducidos durante más tiempo y una cierta depreciación del euro que contenga las presiones deflacionistas.

Gráfico 2.13
Eurozona, crecimiento económico, % a/a



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.14
Eurozona: inversión y préstamos bancarios (variación interanual, %)



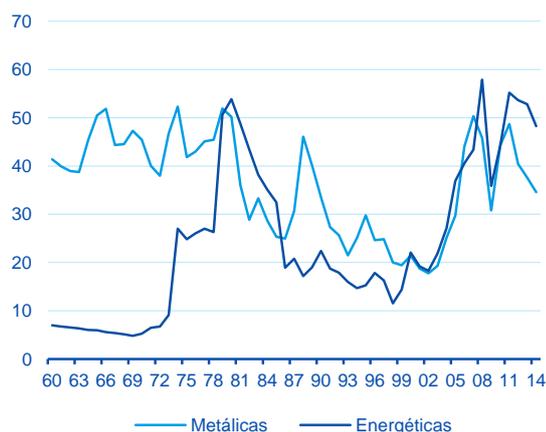
Fuente: BBVA Research, Eurostat y BCE

3 Un análisis preliminar de las tendencias a largo plazo de los precios reales de las materias primas

Caída significativa del precio de las materias primas

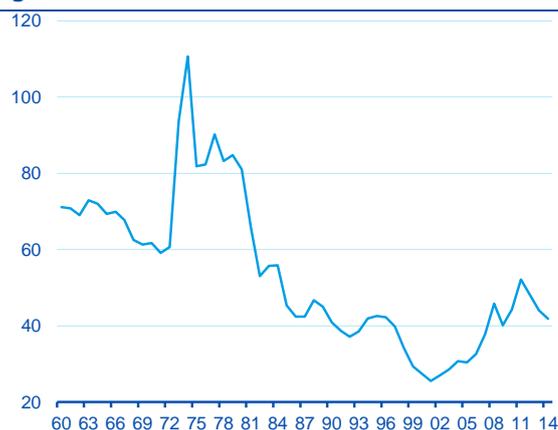
Los precios de las materias primas han experimentado recientemente una caída significativa. Después del fuerte impulso registrado desde el comienzo de la década pasada, el precio de las materias primas en términos reales³, en su conjunto, revierte su tendencia alcista a partir del 2011. Con el fin de considerar el tamaño de estas caídas, agrupamos las materias primas en tres grandes categorías: energéticas, metálicas y agrícolas (ver gráfico 3.1 y 3.2). Así, los mayores ajustes se dan en las materias primas metálicas, que alcanzan en promedio un 29%, seguidas de las agrícolas con un 20% de corrección, y las energéticas con un 9%, estas últimas influenciadas por el comportamiento diferencial del precio del petróleo.

Gráfico 3.1
Precio de materias primas no renovables:
energéticas y metálicas*



* En términos reales a precios de 1982.
Fuente: Banco Mundial y Haver

Gráfico 3.2
Precio de materias primas renovables:
agrícolas en términos reales*



* En términos reales a precios de 1982.
Fuente: Banco Mundial y Haver

Si la caída del precio de las materias primas se mantiene, su impacto en el ingreso y el crecimiento de los países que las exportan de forma intensiva será considerable. El FMI ha dedicado el capítulo 2 de su último informe de Perspectivas de la Economía Mundial⁴ a mostrar los canales mediante los cuales una variación en el precio de las materias primas impacta en las posibilidades de crecimiento de los países exportadores de las mismas, concluyendo que el reciente ajuste en los precios de las materias primas podría tener un impacto negativo promedio de hasta un 1 punto porcentual en el crecimiento a medio plazo (2015-17).

En este trabajo, analizamos la dinámica del precio real de las materias primas y si existe alguna tendencia de largo plazo en los términos de intercambio de las economías más dependientes de su producción.

3: Deflactadas por el índice de precios al consumidor (IPC) de EE.UU.

4: "¿Hacia dónde se dirigen los países exportadores de materias primas? Crecimiento del producto tras el auge de las materias primas". Perspectivas de la economía mundial. FMI. Octubre 2015.

Hipótesis sobre la evolución del precio de las materias primas

La dinámica a largo plazo del precio de las materias primas es un tema estudiado en la literatura económica. Cabe destacar **la hipótesis expuesta por la Cepal⁵ a mediados del siglo pasado, que plantea la desigualdad que genera el constante deterioro de los términos del intercambio en perjuicio de los países exportadores de bienes primarios**. La denominada tesis de Prebisch-Singer, orientada a materias primas renovables, concluye que los países exportadores de bienes primarios están obligados a disminuir sus precios en términos relativos –es decir, los precios reales de las materias primas tienen una tendencia secular bajista- como resultado de la baja elasticidad ingreso de la demanda exhibida por estos bienes⁶.

Más recientemente, la literatura pone menos acento en la equidad y se centra en la simple determinación de la tendencia que siguen los precios de las materias primas en el largo plazo. Ejemplo de ello son los trabajos de Robert Pindyck. **En un informe clásico⁷, el autor intenta probar que el precio de las materias primas energéticas se mueve en torno a una tendencia, y que dicha tendencia queda caracterizada por una función cuadrática convexa**. El precio de las materias primas no renovables intercambiadas en un mercado competitivo y con cierto acuerdo respecto al nivel de reservas existente, se ajustaría a este tipo de tendencia ya que según el autor sería el reflejo de cómo evolucionan los costes marginales de producción⁸.

Con el fin de verificar su hipótesis, Pindyck analiza tres materias primas: petróleo, carbón y gas natural para una muestra que comienza en 1870 en los dos primeros casos, y 1919 en el caso del gas natural, y que culmina en 1996. En una primera parte del trabajo (capítulo 2) realiza una prueba que consta de dos pasos:

1. estimación de los parámetros de la tendencia cuadrática que mejor se ajusta a los datos.
2. verificación de la hipótesis de reversión de los precios a la tendencia estimada anteriormente.

Como los resultados no son conclusivos (las pruebas realizadas no aportan la información suficiente para establecer el proceso que mejor representa la evolución de los precios), en una segunda parte del trabajo (capítulo 4) se construye para cada producto un modelo que estima conjuntamente la tendencia y la diferencia del precio observado respecto a ésta. En dicha estimación, se incorporan dos supuestos en concordancia con las hipótesis sostenidas en el trabajo:

1. reversión de los precios a una tendencia (coste marginal) de largo plazo inobservable.
2. la tendencia verifica cambios estocásticos en el tiempo tanto en su nivel como en su pendiente⁹.

Para el autor, sus resultados representan una herramienta aceptable para hacer pronósticos a largo plazo del precio del petróleo, aunque resulta menos útil para realizar proyecciones del precio del carbón y del gas natural.

5: Comisión Económica para América latina, creada en 1947, y cuyo primer secretario ejecutivo fue Raúl Prebisch.

6: El concepto de baja elasticidad – ingreso de la demanda hace referencia a que la demanda por este tipo de bienes aumenta en el margen menos que el ingreso.

7: "The long-run evolution of energy prices", Robert S. Pindyck, The Energy Journal, 1999

8: Según las investigaciones realizadas a principios del siglo pasado por el economista Harold Hotelling, la forma más rentable de explotación de un bien no renovable es una en la cual el precio del recurso está determinado por el ingreso neto marginal de la venta, que queda en función de la tasa de interés y de las expectativas de reservas existentes.

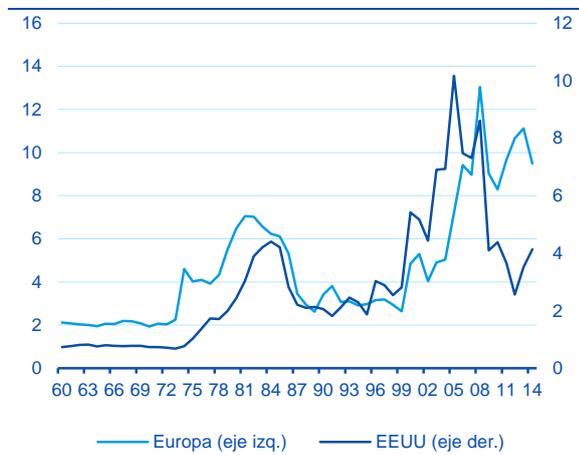
9: Estos cambios reflejan las innovaciones tecnológicas generadas en los mercados de materias primas

¿Es correcto esperar que las materias primas sigan una tendencia similar dada su naturaleza diferente? Materias primas renovables frente a no renovables

Nuestro objetivo es replicar las pruebas realizadas por Pindyck para una muestra diferente, 1960-2014, y para un amplio número de materias primas: 43 productos que incluyen, además de energía, metales y productos agrarios.

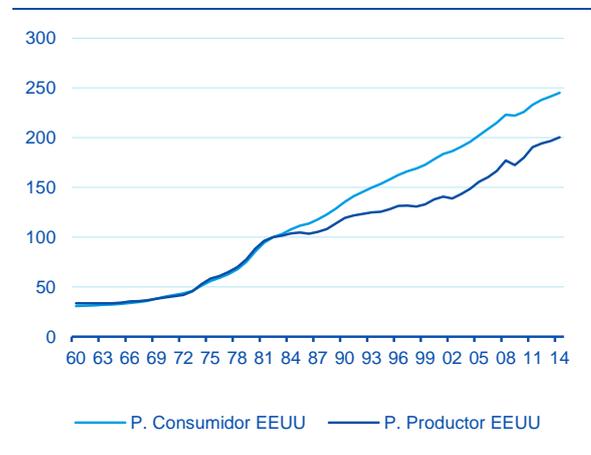
Una primera reflexión que es preciso realizar, dado que ahora incorporamos en el análisis materias primas renovables, es si los supuestos planteados en el trabajo de Pindyck y que, en principio, son adecuados para materias primas no renovables y, particularmente, para materias primas energéticas, también son apropiados para materias primas renovables.

Gráfico 3.3
Precio del Gas Natural: suministrado en EE.UU. vs Europa*



* En términos reales - índice 2010=100
Transformación logarítmica.
Fuente: Banco Mundial

Gráfico 3.4
Evolución de distintos índices de precios



Índice 1982=100
Fuente: Banco Mundial y Haver

En primer lugar, ha de verificarse la existencia de un único precio representativo del producto en un mercado competitivo, algo que ocurre con la gran mayoría de las materias primas renovables (alimentos, productos agrarios), altamente intercambiables y sin oferentes con capacidad monopolística. Un ejemplo de materia prima en la que no se verifica el precio único es el gas natural (gráfico 3.3), para el que existen mercados geográficos distintos, con precios diferentes dada la práctica inexistencia de intercambios entre ellas por la falta de infraestructura dado su elevado coste de transporte.

Más relevante es verificar si la tendencia que siguen los precios de las materias primas se encuentra caracterizada por una función cuadrática convexa, no sólo en el caso de los productos no renovables, sino también en el de los renovables. Como Pindyck deja claro en su trabajo y en algunos anteriores¹⁰, esta tendencia obedece a factores relacionados con los costes marginales de extracción y, principalmente, con el nivel de reservas (probadas) existentes. Por el contrario, en el caso de las materias primas renovables, es claro que la oferta de estas se renueva cada año y que al ser en su gran mayoría bienes perecederos, no es posible acopiar reservas de las mismas. De esta forma, cada año los precios de las materias primas renovables estarán principalmente relacionados con factores de oferta, que a su vez están explicados por cuestiones naturales (ej.: climatología, rendimiento de la cosecha). Ahora bien, la tendencia de largo plazo quedaría determinada más por cuestiones de demanda y factores tecnológicos de producción. De esta manera, a priori esperaríamos que dada la distinta naturaleza de

10: "Uncertainty and exhaustible resource markets". Robert Pindyck, Journal of political economy, 1980.

productos no renovables y renovables, las especificaciones para sus tendencias de largo plazo deberían ser distintas, con mayor volatilidad, además, en el caso de las últimas por la incidencia de factores naturales como la climatología.

En general, la evolución de los precios reales de materias primas individuales no revierte a una tendencia de largo plazo determinística

Realizamos las pruebas propuestas por Pindyck ampliando la muestra a 43 materias primas, que incluyen 4 materias primas energéticas, 10 metálicas y 29 agrícolas. Hemos utilizado como fuente de información la base de datos de precios de materias primas del Banco Mundial¹¹, de frecuencia anual para el periodo 1960-2014.

Los precios son expresados en términos reales como resultado de deflactarlos por el índice de precios al consumidor de EE.UU. Finalmente, se toma el logaritmo del precio real de cada materia prima y sobre esta transformación se realizan las pruebas. El aspecto del índice de precios utilizado para deflactar los precios nominales de las materias primas tiene relevancia en sí mismo. En primer lugar, porque **el índice tiene una tendencia, que al deflactar modifica la tendencia del precio nominal de la materia prima**. Y en segundo lugar, porque **el abaratamiento o encarecimiento relativo de las materias primas y, por lo tanto, las conclusiones sobre si a largo plazo es rentable o no ser productor de materias primas es totalmente dependiente de la referencia elegida** (gráfico 3.4).

A partir de las transformaciones señaladas, estimamos para cada una de las 43 materias primas los parámetros de la tendencia cuadrática que mejor ajustan los datos observados. En la práctica, se trata de estimar los coeficientes b_1 y b_2 de la siguiente ecuación mediante una regresión simple (mínimos cuadrados ordinarios), donde T y T^2 son la tendencia lineal y cuadrática respectivamente.

$$\text{Logaritmo Precio real de materia prima} = a + b_1 * T + b_2 * T^2$$

Tras estimar las regresiones para la tendencia de cada uno de los 43 precios de materias primas, obtenemos los siguientes resultados:

1. **Solo 13 materias primas rechazan la hipótesis de una tendencia cuadrática**, es decir el coeficiente que acompaña a la tendencia cuadrática (b_2) no es estadísticamente significativo. De esas 13, tres son insumos para bebidas (ej.: cacao, café, etc.).
2. Las restantes 30 materias primas, distribuidas casi por igual entre renovables y no renovables, exhiben coeficientes significativos, lo que significa que una tendencia cuadrática convexa es una hipótesis aceptable para la evolución de sus precios a largo plazo.

Una vez admitida la hipótesis de una tendencia cuadrática, proseguimos tal como lo hace Pindyck, con la prueba de si los precios se mueven en torno a esta o, lo que es lo mismo, verificamos si los precios revierten a esta tendencia estimada. Para esto, la prueba que propone Pindyck en su artículo es un test de raíz unitaria sobre los precios una vez que se controla por la tendencia (determinística) cuadrática antes estimada. El test en el caso de que se rechace la hipótesis de raíz unitaria permite aceptar que los precios revierten a la tendencia o, lo que es lo mismo, los *shocks* tienen un efecto transitorio.

Los test de raíz unitaria practicados no arrojan resultados muy favorables, ya que de las 43 materias primas tan solo en 6 casos fue posible rechazar la hipótesis de raíz unitaria. Adicionalmente, no podemos hablar de un patrón, ya que los 6 casos favorables se reparten entre distintos tipos de materias primas (cereales, textiles, maderas, metales, etc.). Este hallazgo no nos sorprende por dos razones: en

11: World Bank Commodity Price Data (The Pink Sheet). Esta base de datos incluye el precio de 65 materias primas para un periodo comprendido entre el año 1960 y 2014. Hemos trabajado tan solo con 43 materias primas ya que descartamos aquellas que no disponían de precio para el total de la muestra.

primer lugar, porque la literatura advierte sobre la baja potencia que suelen exhibir los test de raíz unitaria, es decir, la dificultad de rechazar la hipótesis de raíz unitaria aun siendo falsa; en segundo, lugar porque Pindyck encuentra las mismas dificultades a pesar de contar con una muestra significativamente más extensa, lo cual le otorgaría mayor poder a sus test.

Una forma alternativa de testar la reversión a la tendencia, ante lo poco conclusivo del test, la propone el propio Pindyck y es realizar un test de ratio de varianzas. La intuición de este test es que si los precios exhiben una raíz unitaria, es decir los *shocks* tienen un efecto permanente sobre los mismos, la varianza de dos períodos debería crecer cuando se separan, mientras que si los precios revierten a la tendencia la varianza de dos periodos no debería crecer cualquiera que sea el intervalo entre ellos.

Los resultados del test de ratio de varianza para cada uno de los precios nuevamente no son conclusivos y arrojan evidencias contrapuestas, ya que aproximadamente para la mitad de las materias primas podemos rechazar la hipótesis de que la varianza crece pero para la otra mitad no es posible conseguir este resultado.

En resumen, tras extender las pruebas propuestas por Pindyck para un número considerablemente mayor de materias primas, podemos concluir que los resultados obtenidos son poco informativos ya que encontramos evidencia mixta. **De esta forma, no estamos en condiciones de sostener que los precios de las materias primas evolucionan en torno a una tendencia (cuadrática) de la misma forma que le ocurre a Pindyck en su capítulo 2. Es por esta razón que creemos conveniente en un futuro artículo, al igual que lo hace Pindyck en su capítulo 4, movernos a modelos ligeramente más sofisticados que dejen de lado el supuesto de tendencia determinística para asumir tendencias estocásticas.**

El análisis de los precios por categorías tampoco permite llegar a conclusiones definitivas

Un detalle sobre el que vale la pena reflexionar es que en contra de nuestra intuición, no hemos observado un comportamiento diferencial entre los resultados obtenidos para las materias primas renovables y para las no renovables. En este sentido, ambos grupos de materias primas han mostrado que una función cuadrática convexa resulta ser una tendencia aceptable para la evolución de sus precios, pero en muchos casos es difícil, casi con igual probabilidad en ambos grupos, encontrar evidencia de que los precios revierten a esta media. Así, creemos conveniente hacer una prueba adicional que intente responder **si existe un comportamiento diferencial en la tendencia de los precios de las materias primas renovables y no renovables.** Para realizar este análisis construimos un índice de precios para cada una de estas dos categorías de materias primas de la siguiente manera:

1. organizamos las 43 materias primas que integran nuestra base de datos en un primer grupo de materias primas no renovables que integran las 14 materias primas energéticas y metálicas, y un segundo conjunto de materias primas renovables que incluye a las 29 materias primas agrícolas.
2. obtenemos el índice de precios para cada categoría de materias primas por medio de dos procedimientos alternativos: i) calculando la mediana del conjunto de series de un mismo grupo, ii) obteniendo el primer componente principal de las mismas.

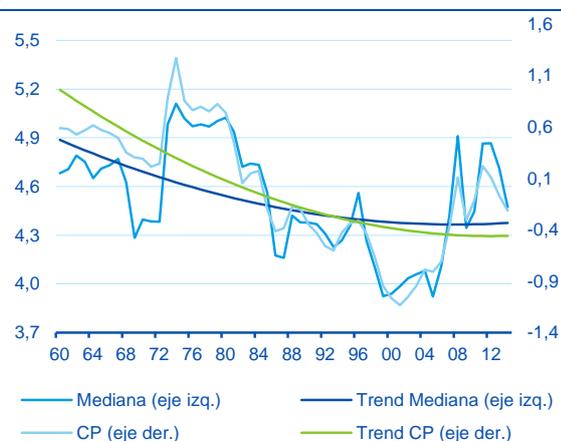
En los gráficos 3.5 y 3.6 puede verificarse que los índices de precios obtenidos por los dos métodos exhiben una dinámica similar en ambos grupos de materias primas¹².

Al igual que lo hicimos antes para cada precio real de materia prima individual, estimamos la tenencia cuadrática que mejor ajusta las series previamente construidas de precios de materias primas renovables y

12: Adicionalmente es posible verificar que la evolución de los índices de precios para ambas categorías de materias primas se asemeja a los que surgirían del Banco Mundial si se utilizan en su construcción los ponderadores propuestos por la institución.

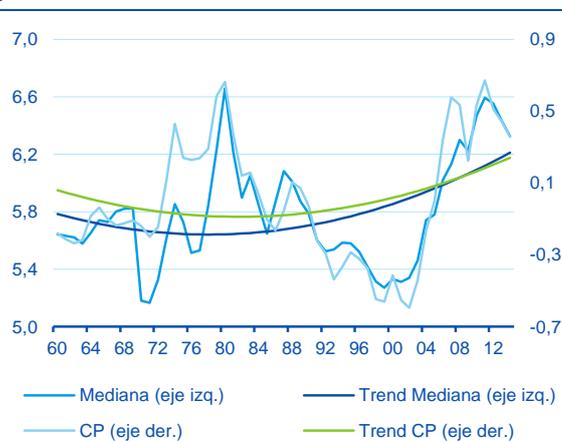
no renovables, y esto para cada uno de los métodos comentados (mediana y componentes principales). Como puede apreciarse nuevamente en los gráficos 3.5 y 3.6, las tendencias para ambos grupos de materias primas tienen una evidente forma cuadrática convexa. Adicionalmente, y dado que los coeficientes estimados de la ecuación son altamente significativos, podemos aceptar la hipótesis de que una tendencia cuadrática representa adecuadamente la evolución de los precios en el largo plazo¹³. Finalmente destacamos que como cabría esperar, no existen diferencias relevantes en las tendencias que surgen del método de la mediana y el de componente principales, dada la semejanza de las series.

Gráfico 3.5
Índice de precios materias primas renovables:
Obtenidos como mediana y componente principal
y sus tendencias*



* En términos reales a precios de 1982.
Medianas en logaritmo componente principal sin escala.
Fuente: Banco Mundial

Gráfico 3.6
Índice de precios materias primas no renovables:
Obtenidos como mediana y componente principal
y sus tendencias*



* En términos reales a precios de 1982.
Medianas en logaritmo componente principal sin escala.
Fuente: Banco Mundial

A partir de la evidencia presentada hasta aquí, es posible extraer las siguientes conclusiones:

1. la evolución de la mayoría de precios de las materias primas puede ser ajustada con una función cuadrática convexa, aunque en muchos casos no podemos aceptar la reversión a dicha tendencia.
2. en contra de la intuición, no parecería existir diferencia entre las dinámicas de largo plazo del precio de las materias primas renovables y no renovables¹⁴.

Sin embargo, estas conclusiones solo tienen carácter preliminar ya que creemos que son necesarias pruebas adicionales, y de ser posible trabajar con una muestra de datos más extensa con el fin de ganar potencia en los test practicados, aun cuando esto último suponga limitar el número de materias primas a analizar. Adicionalmente, modelos con tendencias estocásticas, representativas de cambios en los costes marginales de producción de las materias primas por ejemplo, son una vía interesante de análisis.

13: Sin embargo, es necesario hacer notar que no fue posible rechazar la hipótesis de que los precios no reversion a la media. Aunque como esta prueba no puede ser tomada como concluyente ya que los estadísticos en casi todos los casos se acercaron a zona de rechazo y por la baja potencia que suelen mostrar estos test según comentamos anteriormente.

14: Como vimos esta conclusión se alcanza tanto haciendo pruebas para los precios individuales de las materias primas como agrupándolos por categorías.

Al observar la evolución de las series de precios de materias primas renovables y no renovables puede verse que las dinámicas son semejantes durante las últimas dos décadas, sin embargo, en la primera parte de la muestra las mismas son claramente diferentes. Este comportamiento diferencial está altamente influido por lo acontecido en el mercado del petróleo, en particular por las dos crisis del petróleo (1973 y 1979). Si quitamos del grupo de materias primas no renovables la evolución de esta materia prima tan particular, la dinámica de precios de ambas categorías exhibe una mayor semejanza.

Sin embargo, esta semejanza nuevamente iría en contra de la hipótesis de que los precios de las materias primas renovables y no renovables deben seguir dinámicas diferentes en función de su naturaleza diferencial. **Creemos que la clave para responder a este interrogante está en la existencia de factores que afectan transversalmente a todas las materias primas independientemente de las características y el mercado en el que se transan las misma (es el caso del propio ciclo económico).**

4 Tablas

Tabla 4.1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

Promedio anual (%)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	2,2	2,2	2,4	2,5	2,5
Eurozona	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,8
Alemania	0,6	0,2	1,6	1,6	1,8
Francia	0,2	0,7	0,2	1,1	1,6
Italia	-2,8	-1,7	-0,4	0,8	1,4
España	-2,1	-1,2	1,4	3,2	2,7
Reino Unido	0,7	1,7	2,9	2,4	2,2
América Latina *	2,8	2,5	0,8	-0,3	0,5
México	4,0	1,4	2,1	2,2	2,5
Brasil	1,8	2,7	0,2	-2,5	-0,5
EAGLES **	5,8	5,6	5,2	4,7	5,0
Turquía	2,1	4,1	2,9	2,8	3,3
Asia-Pacífico	5,7	5,9	5,7	5,6	5,4
Japón	1,7	1,5	-0,1	0,8	1,0
China	7,7	7,7	7,3	6,9	6,2
Asia (exc. China)	4,1	4,5	4,3	4,4	4,8
Mundo	3,4	3,4	3,4	3,2	3,5

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

** Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 10 de noviembre de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 4.2

Previsiones Macroeconómicas: Inflación

Promedio anual (%)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	2,1	1,5	1,6	0,2	1,8
Eurozona	2,5	1,4	0,4	0,1	1,1
Alemania	2,1	1,6	0,8	0,2	1,3
Francia	2,2	1,0	0,6	0,1	1,0
Italia	3,3	1,3	0,2	0,2	1,0
España	2,4	1,4	-0,2	-0,4	1,2
Reino Unido	2,8	2,6	1,5	0,1	1,3
América Latina *	7,8	9,2	12,6	16,4	26,6
México	4,1	3,8	4,0	2,8	3,3
Brasil	5,4	6,2	6,3	8,9	6,8
EAGLES **	5,2	5,2	4,6	4,5	4,1
Turquía	8,9	7,6	8,9	7,7	8,5
Asia-Pacífico	3,8	4,0	3,3	2,3	2,8
Japón	0,0	1,6	2,7	0,4	1,2
China	2,6	2,6	2,1	1,6	2,0
Asia (exc. China)	4,8	5,2	4,4	2,9	3,5
Mundo	4,5	4,2	3,9	3,8	4,8

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

** Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 10 de noviembre de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 4.3

Previsiones Macroeconómicas: Saldo Cuenta Corriente

Promedio anual (% PIB)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	-2,8	-2,3	-2,9	-2,8	-2,8
Eurozona	1,2	1,8	2,1	2,6	2,4
Alemania	6,8	6,5	7,6	7,6	7,1
Francia	-1,5	-1,4	-0,8	-0,9	-1,0
Italia	-0,5	0,9	1,9	1,4	2,2
España	-0,3	1,4	0,8	1,5	1,9
Reino Unido	-3,7	-4,5	-5,9	-5,2	-5,0
América Latina *	-1,6	-1,1	-2,8	-3,2	-2,5
México	-1,3	-2,1	-2,1	-2,9	-3,0
Brasil	-2,4	0,0	-4,5	-3,9	-2,5
EAGLES **	0,9	0,7	0,5	0,4	0,4
Turquía	-6,1	-7,9	-5,7	-5,0	-5,3
Asia-Pacífico	1,1	1,3	1,7	2,2	1,9
Japón	1,0	0,7	0,5	1,6	1,3
China	2,6	2,0	2,1	2,5	2,4
Asia (exc, China)	-0,1	0,7	1,4	1,9	1,5

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

** Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 10 de noviembre de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 4.4

Previsiones Macroeconómicas: Saldo Público

Promedio anual (% PIB)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	-6,8	-4,1	-2,8	-2,5	-2,4
Eurozona	-3,6	-2,9	-2,4	-2,2	-1,8
Alemania	0,1	0,1	0,7	0,6	0,0
Francia	-4,8	-4,1	-4,0	-3,7	-3,2
Italia	-3,0	-2,9	-3,0	-3,0	-2,4
España	-6,6	-6,3	-5,7	-4,5	-3,0
Reino Unido	-8,3	-5,7	-5,7	-4,2	-3,6
América Latina *	-2,5	-2,5	-4,2	-5,2	-4,8
México	-2,6	-2,3	-3,2	-3,5	-3,0
Brasil	-2,5	-3,1	-6,7	-7,8	-7,5
EAGLES **	-1,4	-2,0	-2,7	-4,3	-3,8
Turquía	-2,1	-1,2	-1,6	-1,2	-1,4
Asia-Pacífico	-2,6	-2,9	-2,8	-3,0	-2,9
Japón	-7,6	-9,2	-7,9	-6,5	-6,0
China	-1,1	-1,5	-1,8	-2,5	-2,5
Asia (exc, China)	-3,8	-4,1	-3,7	-3,5	-3,2

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

** Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 10 de noviembre de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 4.5

Tipo de interés de la deuda pública a 10 años

Promedio anual (%)	2012	2013	2014	2015	2016
EEUU	1,8	2,3	2,5	2,1	2,4
Alemania	1,6	1,6	1,2	0,5	0,7

Fecha de cierre de previsiones: 10 de noviembre de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 4.6

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de cambio

Promedio anual	2012	2013	2014	2015	2016
USD-EUR	0,78	0,75	0,75	0,90	0,92
EUR-USD	1,29	1,33	1,33	1,11	1,09
GBP-USD	1,59	1,56	1,65	1,53	1,64
USD-JPY	79,8	97,5	105,8	121,44	130,92
USD-CNY	6,31	6,20	6,14	6,30	6,70

Fecha de cierre de previsiones: 10 de noviembre de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 4.7

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de interés de política monetaria

Fin de periodo (%)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,50	1,00
Eurozona	0,75	0,25	0,05	0,05	0,05
China	6,00	6,00	5,60	4,35	4,35

Fecha de cierre de previsiones: 10 de noviembre de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

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

Sara Baliña
mariasara.balina@bbva.com

Rodrigo Falbo
rodrigo.falbo@bbva.com

Rodolfo Mendez
rodolfo.mendez@bbva.com

Jorge Redondo
jorge.redondo.caballero@bbva.com

BBVA Research**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

Área de 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@bbva.com

Área de Economías Emergentes**Análisis Transversal de Economías Emergentes**

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel 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

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvarojorge.martin@bbva.com

Áreas Globales**Escenarios Económicos**

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:**BBVA Research**

Calle Azul, 4
Edificio de la Vela - 4ª y 5ª plantas
28050 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