

Situación Global

Primer trimestre de 2015

Unidad de Escenarios Económicos

- Crecimiento mundial: más alto en 2015-16, pero aún moderado y desigual
- Precios del petróleo, divergencia de políticas monetarias y riesgos geopolíticos, las claves del escenario
- ¿La trampa del ingreso medio compromete las perspectivas de crecimiento mundial? la evidencia no lo sugiere
- Políticas monetarias no convencionales y espiral deflación-deuda ¿dónde estamos?

Índice

1 Editorial	3
2 Crecimiento global moderado con divergencias crecientes entre áreas económicas	4
3 Nivel de PIB per cápita y crecimiento: la hipótesis de la trampa del ingreso medio	10
4 Riesgo de espiral deflacionaria y política monetaria	17
5 Tablas	29

Fecha de cierre: 6 de febrero de 2015

1 Editorial

2014 terminó mejor que empezó, con la economía mundial creciendo por encima del 3% gracias al impulso de EE.UU. y el viento de cola que supone una caída acusada de los precios del petróleo, y más si se produce con aumentos de su oferta. **La mejora del crecimiento mundial se mantendrá en 2015 y 2016, superando el 3,5% en promedio**, pero también habrá una **diferenciación relevante** entre áreas dados los **efectos asimétricos** del descenso del precio de las materias primas y de la divergencia de políticas monetarias en el bloque desarrollado, los dos eventos que marcan a priori las perspectivas del escenario económico global.

La **caída del precio del petróleo** es positiva para los países importadores, al impulsar su actividad económica y reducir las presiones inflacionarias, y negativa para los exportadores, al contraer sus ingresos; un diagnóstico general que se matiza por las características concretas de cada economía. En el caso del **área del euro**, importadora, la presión a la baja sobre una inflación ya muy reducida aumenta la vulnerabilidad de caer en una espiral deflacionaria (retroalimentación entre caídas de precios y demanda agregada). Para evitar este riesgo, el BCE lanzó un programa de compra de activos públicos y privados desde marzo y hasta que las expectativas de inflación sean compatibles con la estabilidad de precios. Se espera que esta medida contribuya al crecimiento a través de la depreciación del euro y la reorientación de flujos financieros hacia la búsqueda de una mayor rentabilidad, ayudando así a animar consumo e inversión. La unión bancaria también debería favorecer la oferta de crédito al reducir el coste de capital para unos bancos cuyos balances están contrastados, supervisados y regulados por una única autoridad en el área.

En **EE.UU.**, con un crecimiento mayor que el área euro y una inflación no tan incómodamente baja, la FED tendrá un mayor margen de maniobra para implementar la subida de tasas prevista para 2015. El crecimiento se acercará al 3% en 2015-16, la tasa de desempleo al 5% y la inflación, ayudada por los precios del petróleo, se situará por debajo del 2% en promedio. En este contexto de dinamismo económico y expectativas de inflación ancladas, el dilema de la FED se resolverá con el comienzo, hacia mediados de 2015, de una etapa de subidas de tipos de interés, aunque a un ritmo más lento que en otros ciclos expansivos.

La **normalización monetaria de la FED** es síntoma del fortalecimiento de su economía, pero también un **reto para las emergentes** que tengan que implementar políticas anti-cíclicas para mitigar el efecto de la caída de precios de materias primas y de la menor demanda doméstica. Aquellas más necesitadas de ahorro externo tendrán que testar su capacidad de desvinculación de la FED y de depreciación de sus monedas manteniendo su estabilidad macroeconómica. Un difícil equilibrio, y más en un entorno financiero global volátil por la incertidumbre sobre los efectos de la primera subida de tipos de interés de la FED desde 2006.

Con todo, **el escenario global de crecimiento es moderadamente positivo**. El mundo crece por encima del 3% pero la mejora es lenta en las economías desarrolladas y las emergentes afrontan los menores precios de las materias primas y el cambio de patrón de crecimiento en China. A la vez, los **riesgos siguen teniendo un sesgo bajista**. A la posibilidad de que las políticas que se implementan no sean tan efectivas como se espera (por ejemplo, en Europa con el programa de compra de activos del BCE o el "Plan Juncker" de apoyo a la inversión) se unen las dudas en las economías emergentes de su capacidad de implementación de políticas contra-cíclicas efectivas. También están los riesgos geopolíticos, más si se retroalimentan con las caídas de los precios del petróleo. Pero los riesgos no están sólo en los conflictos. En el área del euro, existen divergencias sobre cuál es la combinación más apropiada de reformas de oferta, ritmo de la consolidación fiscal y apoyo del BCE para favorecer el crecimiento. Si además, como es el caso de Grecia, entra en el debate el pago de una deuda pública ya reestructurada y en manos mayoritariamente de otros estados del área, las divergencias se convierten en desacuerdos que han de solucionarse más pronto que tarde. El debate pone en evidencia las vulnerabilidades de una unión monetaria sin unión política ni fiscal, algo que no llegará a corto plazo. Aunque en el escenario más probable se espera una solución negociada, que no suponga una crisis sistémica en el área, si se prolonga la incertidumbre puede pesar en el ritmo de la recuperación de Europa.

2 Crecimiento global moderado con divergencias crecientes entre áreas económicas

La economía mundial habría terminado 2014 con un ritmo de crecimiento similar al del 3T14, cercano al 0,8% trimestral según nuestras estimaciones¹, ligeramente superior al observado durante la primera mitad del ejercicio. El dinamismo de EE.UU. habría compensado la debilidad de la recuperación de Japón y del área del euro y la desaceleración progresiva de China y de otras economías emergentes.

En el bloque de economías desarrolladas, se mantiene la divergencia entre la evolución de los indicadores de actividad industrial y de servicios. La mejora gradual del consumo privado, al hilo de la estabilización o aumento del empleo, ha continuado trasladándose a las cifras de ventas del comercio y los índices de confianza del sector servicios. Por su parte, el mejor comportamiento relativo del comercio mundial en los dos primeros meses del 4T14 todavía no se ha traducido en un aumento sustancial de la producción de la industria. **Las economías emergentes**, en general, acusan la caída de precios de las materias primas en un escenario ya tendencial de moderación del crecimiento chino. Con todo, estimamos que el PIB mundial habría crecido en 2014 el 3,3%, una décima más que en 2013, con las economías desarrolladas incrementando ligeramente su aportación respecto a los tres años previos y las emergentes continuando su desaceleración.

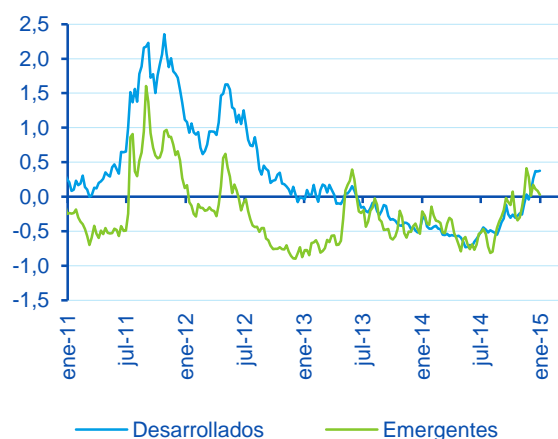
Una de las novedades en el panorama económico global en los últimos meses es la intensa caída del precio de petróleo y su impacto desigual sobre los países según sean importadores o exportadores netos. Cabe esperar que el balance global del abaratamiento del petróleo sea positivo en términos de crecimiento, en la medida en que la liberación de rentas de hogares y empresas en las economías importadoras (es el caso de EE.UU., el área del euro y China) compense la caída de la actividad de los principales países productores. Sin embargo, caídas adicionales de precio o niveles como los vigentes, entorno a 50 USD/barril de Brent, sostenidos en el tiempo podrían generar tensiones geopolíticas y/o financieras que comprometan la estabilidad global.

De hecho, **el repunte de la volatilidad en los mercados financieros, hasta cotas de mediados de 2013 según los índices BBVA de tensiones financieras, es otro de los elementos destacados del trimestre**, común a países emergentes y desarrollados como consecuencia de dos factores. En primer lugar, la combinación de la crisis geopolítica entre Rusia y Ucrania con la corrección del precio de las materias primas, lo que eleva las dudas sobre el desempeño económico de muchas economías emergentes. En segundo término, la incertidumbre en torno al ciclo de subidas de tipos de interés de la FED, especialmente cuando el BCE emprende nuevas medidas de expansión cuantitativa y crece el debate político sobre el balance más apropiado de políticas para fortalecer la recuperación de la eurozona.

La corrección del precio del petróleo también acentúa los riesgos de asistir a un escenario global de inflación demasiado baja, al menos, hasta la segunda mitad de 2015. A la cesión reciente de la inflación general, común a las principales geografías (el promedio de los registros de EE.UU., el área euro, Japón y China se sitúa en el 1% en diciembre de 2014), se suma la intensa caída de los precios de producción industrial y de importación. Aunque, hasta el momento, el traslado del descenso de los precios energéticos a las tasas de inflación subyacente y los salarios parece acotado, el fuerte ajuste experimentado por las expectativas a medio plazo de precios y los niveles mínimos de cotización alcanzados por los tipos de interés a largo plazo revelan el grado de incertidumbre que existe acerca del ritmo de recuperación del ciclo mundial y la capacidad de los bancos centrales para devolver los registros de inflación a niveles compatibles con sus objetivos.

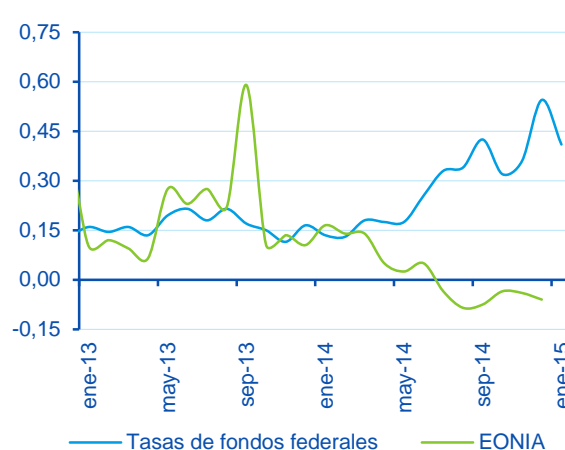
¹ Estimación basada en el indicador BBVA Research GAIN, detalle metodológico en: <http://bit.ly/1nl5Rln>

Gráfico 2.1
Índice de Tensiones Financieras BBVA Research



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 2.2
Expectativas de política monetaria: tipos de interés *forward* a 12 meses vista (%)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

En este contexto de baja inflación y crecimiento económico moderado, **las políticas monetarias mantienen el tono acomodaticio aunque con sesgos diferenciados** si atendemos a la posición de la FED y el Banco de Inglaterra, por un lado, y a la del BCE o el Banco Central de China, por otro.

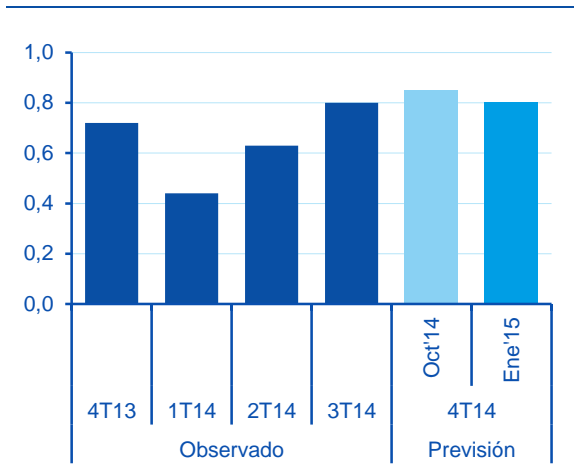
El nuevo escenario de precios del petróleo otorga margen de maniobra a los primeros bancos centrales para retrasar o restar intensidad a la senda de subidas de los tipos de interés de referencia. En el caso del BCE, el registro de tasas de inflación negativa ha sido el detonante para que, el pasado mes de enero, decidiese anunciar una ampliación de su programa de compra de activos, incluyendo, esta vez, la adquisición de deuda pública. El Banco Central de China podría adoptar nuevos recortes de las tasas de descuento para amortiguar la desaceleración de la actividad mientras refuerza las medidas de control del endeudamiento privado y de las administraciones públicas locales. En el bloque emergente, aquellos países que se están beneficiando del abaratamiento de las materias primas, por suponer entre otras cosas una mejora de sus saldos exteriores (como ejemplos, cabe citar a India o Turquía), están optando también por una mayor laxitud monetaria pese a la previsible subida de tipos de interés de la FED en 2015.

La convergencia del crecimiento de EE.UU. hacia cotas del 3% a lo largo de 2015, junto con la normalización progresiva de la política monetaria de la FED, debería traducirse en un repunte paulatino del rendimiento del bono estadounidense a largo plazo. La subida de rentabilidades de la deuda pública alemana se antoja más lenta, debido tanto al escenario de menor crecimiento nominal esperado para el área del euro como al impacto de las compras de activos soberanos del BCE arriba comentadas. **Las diferencias de crecimiento esperado entre EE.UU. y el área euro y, sobre todo, el cambio en las expectativas de política monetaria de ambas áreas se han reflejado en la evolución del tipo de cambio USD/EUR**, con una apreciación significativa del dólar en los últimos meses que ha devuelto al cruce con el euro a la zona de 1,15, pudiendo oscilar entorno a este nivel, en media, durante todo el ejercicio.

Con todo, y pese al soporte que ofrecerán las políticas económicas y el descenso del precio del petróleo, los riesgos para el crecimiento mundial en 2015 siguen siendo bajistas. Al recrudecimiento de las tensiones geopolíticas, se unen los vinculados a la efectividad de las políticas monetarias para incrementar las expectativas de inflación y establecer, en el caso particular de la FED, una estrategia de retirada de

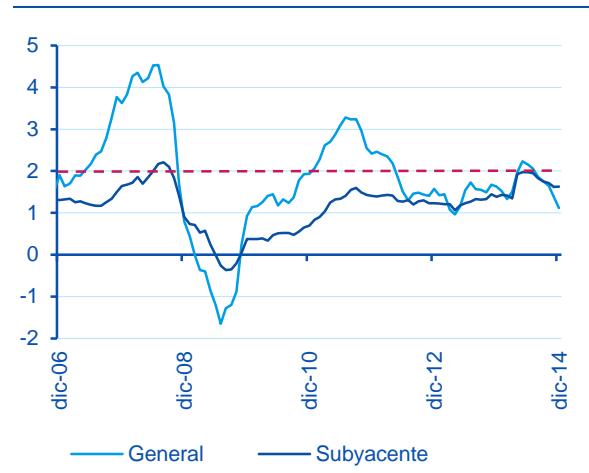
estímulos que no deteriore las condiciones de financiación de las economías emergentes hasta un grado tal que frene su crecimiento.

Gráfico 2.3
PIB mundial basado en BBVA-GAIN (% t/t)



Fuente: BBVA

Gráfico 2.4
Inflación mundial (%) (*)

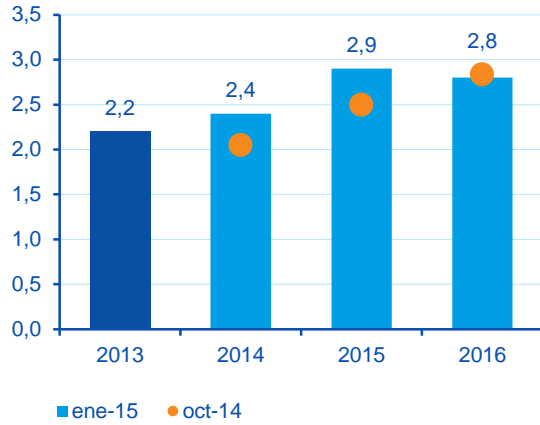


(*) Calculada como media simple de la inflación de EEUU, área euro, Japón y China
Fuente: BBVA Research y Haver

EE.UU. ha recuperado el dinamismo a lo largo de 2014 y, sobre todo, en los trimestres centrales, con tasas de avance trimestral del PIB ligeramente superiores al 1% en el 2T y 3T. La **fortaleza de la demanda doméstica**, a tenor del crecimiento del consumo privado y la estabilización de la construcción residencial, está siendo clave en el patrón de crecimiento estadounidense. Con un ritmo de creación neta de empleo de alrededor de 200.000 personas al mes y una tasa de paro que cerró 2014 en el 5,6%, las ganancias de renta salarial continúan dando soporte al consumo familiar. La caída del precio del petróleo y, por ende, de las gasolinas, también está contribuyendo a liberar renta disponible para el gasto en otros bienes de consumo.

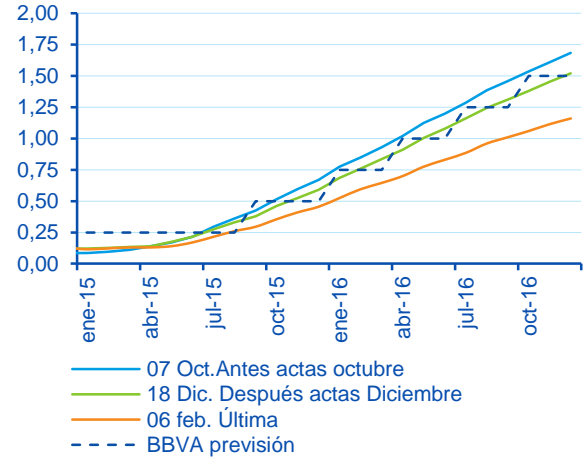
Resultado del buen comportamiento en los trimestres previos, y pese a que el incremento del PIB parece haber sido más moderado en el 4T, **el crecimiento de EE.UU. podría alcanzar el 2,4% en 2014 y repuntar hasta el 2,9% en 2015, superando en ambos años los pronósticos de mediados de ejercicio.** La combinación de un mayor crecimiento y una menor inflación (la tasa general se situará por debajo del 2% hasta 2016) acentúa el **dilema de la FED a la hora de iniciar el proceso de normalización monetaria**, en un contexto en el que la apreciación global del dólar favorece, a su vez, la moderación de los precios. La previsión de la primera subida de los *fed funds* se mantiene para el 3T15.

Gráfico 2.5
Estados Unidos, crecimiento económico (% a/a).
Previsión 2015 - 2016



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.6
Estados Unidos, expectativas de tipos de fondeo de la Reserva Federal (%)

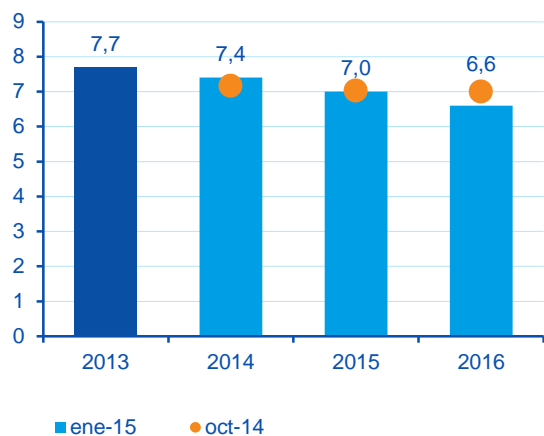


Fuente: BBVA Research y Bloomberg

En China, la lenta desaceleración de la actividad ha continuado a lo largo del año. El registro adelantado de crecimiento para el conjunto de 2014 lo cifra en el 7,4%, lo que dejaría la tasa de incremento interanual del 4T en el entorno del 7,2%, el ritmo de avance más contenido desde 2009. La pérdida de pulso de la inversión en capital fijo y el deterioro de la competitividad exterior que arroja la apreciación del yuan, además del ajuste del sector inmobiliario, explican esta dinámica de la economía china.

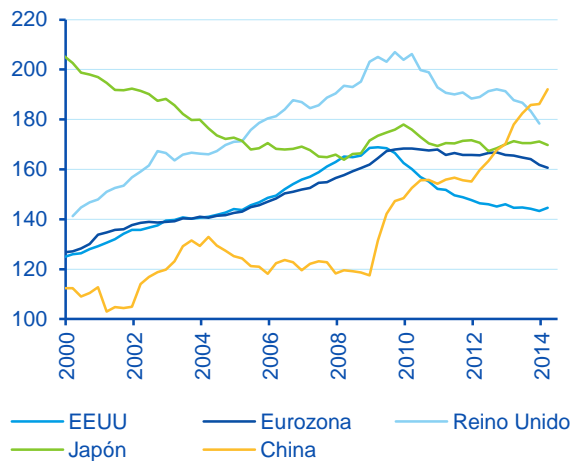
Aunque se mantiene la previsión de crecimiento para 2015 en el 7%, los riesgos están claramente sesgados a la baja fruto de la magnitud de los desequilibrios financieros acumulados, la incertidumbre sobre la evolución del mercado inmobiliario, y las dudas sobre la capacidad de las políticas para acomodar la corrección de los desequilibrios existentes con la liberalización económica en marcha. Las autoridades han empezado a mostrar una mayor tolerancia a la desaceleración económica, siempre que se mantenga un aumento de empleo consistente con el comportamiento de la población activa, mientras apuestan por una reorientación del patrón de crecimiento hacia una menor dependencia de la inversión. Ello les permitirá combinar una mayor laxitud monetaria con la adopción de mecanismos de control fiscal que contengan el endeudamiento, tanto de la administración pública local como del sector privado (en la última década, la deuda del sector privado no financiero chino aumentó en 67 puntos de PIB).

Gráfico 2.7
China, crecimiento económico (% a/a). Previsión 2015 - 2016



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.8
Deuda sobre PIB del sector privado no financiero (%)



Fuente: BBVA Research y BIS

La **eurozona** es, entre las grandes áreas económicas, aquella que concentra la mayor probabilidad de enfrentarse a un escenario de inflación demasiado baja durante un período prolongado de tiempo. A las sorpresas negativas en los registros de precios al consumo, se suma un **perfil de recuperación económica moderada, en línea con lo esperado**. Si el PIB logra crecer alrededor de un 0,2% trimestral en el 4T, apoyado por un aumento similar de la actividad de Alemania y Francia, y un mejor comportamiento relativo de España, el cómputo de la eurozona sería de un avance anual del 0,8% en 2014.

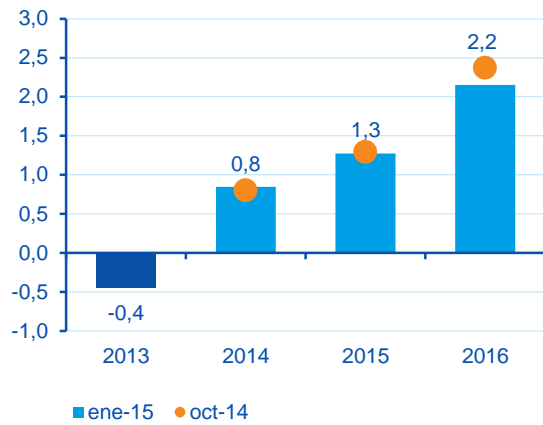
Con todo, mantenemos la previsión de crecimiento en el 1,3% para 2015, apoyada en la caída del precio del petróleo, la depreciación acumulada por el euro en los últimos meses y la relajación de las condiciones monetarias derivada de la actuación del BCE. El carácter menos restrictivo de la política fiscal en los países de la periferia del área también es un elemento a tener en cuenta, así como el “Plan Juncker” de inversión, cuyos primeros efectos se esperan, en todo caso, para la segunda mitad del año.

Entre los **principales focos de riesgo bajista**, cabe señalar el potencial impacto de un recrudecimiento de las tensiones en el área de influencia de Rusia, tanto en términos comerciales como, principalmente, financieros, dada la exposición de la banca europea a los países de dicha área. Un segundo factor de riesgo es la incertidumbre que generan las divergencias entre algunas autoridades nacionales y las instituciones de la unión sobre cuál es la combinación más apropiada de reformas de oferta, ritmo de consolidación fiscal y apoyo del BCE para favorecer el crecimiento. Finalmente, otro riesgo es que sigan cayendo **las expectativas de inflación a medio plazo, desincentivando el consumo a corto plazo y, con ello, retroalimentando dicha caída**.

Ante este último foco de riesgo, **el BCE ha extendido su programa de adquisición de activos a la deuda pública y aumentado el volumen mensual de compras a 60.000 millones de euros**. Aunque el esquema de asunción de pérdidas establecido (un porcentaje elevado del riesgo de pérdida en los bonos públicos comprados es asumido por los bancos centrales nacionales) no resuelve el problema de fragmentación financiera en el seno de la eurozona, el tamaño del programa y, sobre todo, el compromiso de mantenerlo en vigor hasta que la senda de inflación se adecue a la fijada como objetivo por el BCE, constituye un paso relevante en esa dirección.

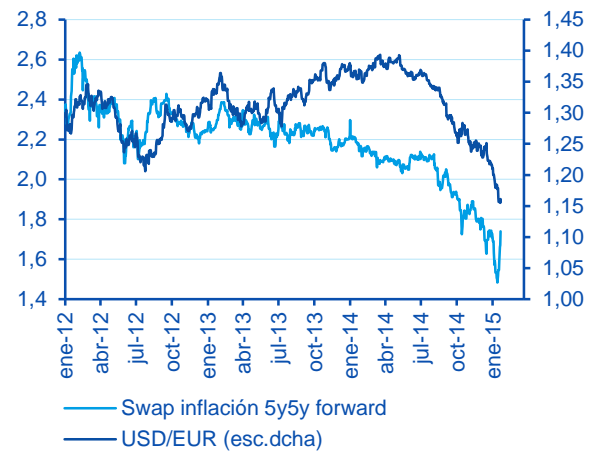
Los canales de transmisión de la política monetaria del BCE a la economía son diversos: reducción de la carga financiera del sector público y privado y, por tanto, mayor renta disponible para consumo o inversión; depreciación del euro y soporte a las ventas exteriores, y mayor predisposición de los agentes a la asunción de riesgos fruto de un contexto de tipos de interés a largo plazo muy reducidos. El impacto final de todos ellos sobre la actividad real y el flujo de crédito será el que determine la senda de expectativas de precios a medio y largo plazo, pero no solo. La definición de estrategias de consolidación fiscal factibles dado el escenario de crecimiento nominal en aquellas economías que todavía acumulan desequilibrios abultados de sus cuentas públicas, y el mantenimiento de políticas de reforma en sectores o mercados clave para relanzar el crecimiento potencial son también fundamentales.

Gráfico 2.9
**Eurozona, crecimiento económico (% a/a).
Previsión 2015 - 2016**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.10
**Tipo de cambio USD/EUR y expectativas de
inflación de la Eurozona a medio plazo (swap
inflación 5 años/ 5 años forward) (%)**



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

3 Nivel de PIB per cápita y crecimiento: la hipótesis de la trampa del ingreso medio

Tras la última crisis, la más intensa y duradera desde la II Guerra Mundial², **el escenario de crecimiento económico es moderadamente favorable en el corto plazo**. El mundo está creciendo por encima del 3%, cerca de su promedio histórico desde 1980 (3,5%), pero lejos aún del promedio de los 10 años anteriores a la crisis de 2008-09 (4,2%). La mejora del PIB es lenta en el grueso de economías desarrolladas, inmersas en un proceso de *desapalancamiento* tras los fuertes aumentos de deuda registrados en la fase de expansión previa, y las emergentes afrontan el cambio de patrón de crecimiento en China en un contexto de menores precios de las materias primas.

El ajuste del crecimiento desde 2008 se ha producido tanto en las economías avanzadas³, foco de la crisis, como en las emergentes y en desarrollo, que pese a suponer desde 2008 más de la mitad del PIB del mundo, desde entonces están ralentizando el ritmo al que aumentan su peso (Gráfico 3.1). Entre 2000 y 2007, estos países crecieron a una tasa media del 6,6% (contribuyendo en torno al 70% del crecimiento global) mientras que entre 2008 y 2013 su ritmo se ha desacelerado hasta el 5,4% anual en promedio. Dado que estas economías, en general, no fueron el origen de la crisis financiera de 2008 y mostraron un mayor dinamismo en los años anteriores, se plantea la **posibilidad de que esté teniendo lugar una ralentización de su crecimiento que vaya más allá de un comportamiento cíclico**, como resultado de haber alcanzado unos niveles de ingreso que los aboquen a lo que se conoce como **la trampa del ingreso medio**⁴.

Gráfico 3.1
Economías emergentes y en desarrollo, peso en el PIB mundial



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 3.2
Etapas en el desarrollo económico de acuerdo al nivel de renta



Fuente: BBVA Research y FMI

2: Para mayor detalle, ver BBVA Research Situación Global. Cuarto trimestre de 2014 – Capítulo 3: “Este ciclo es diferente”. Disponible en Internet: <http://bit.ly/1zFhkyU>

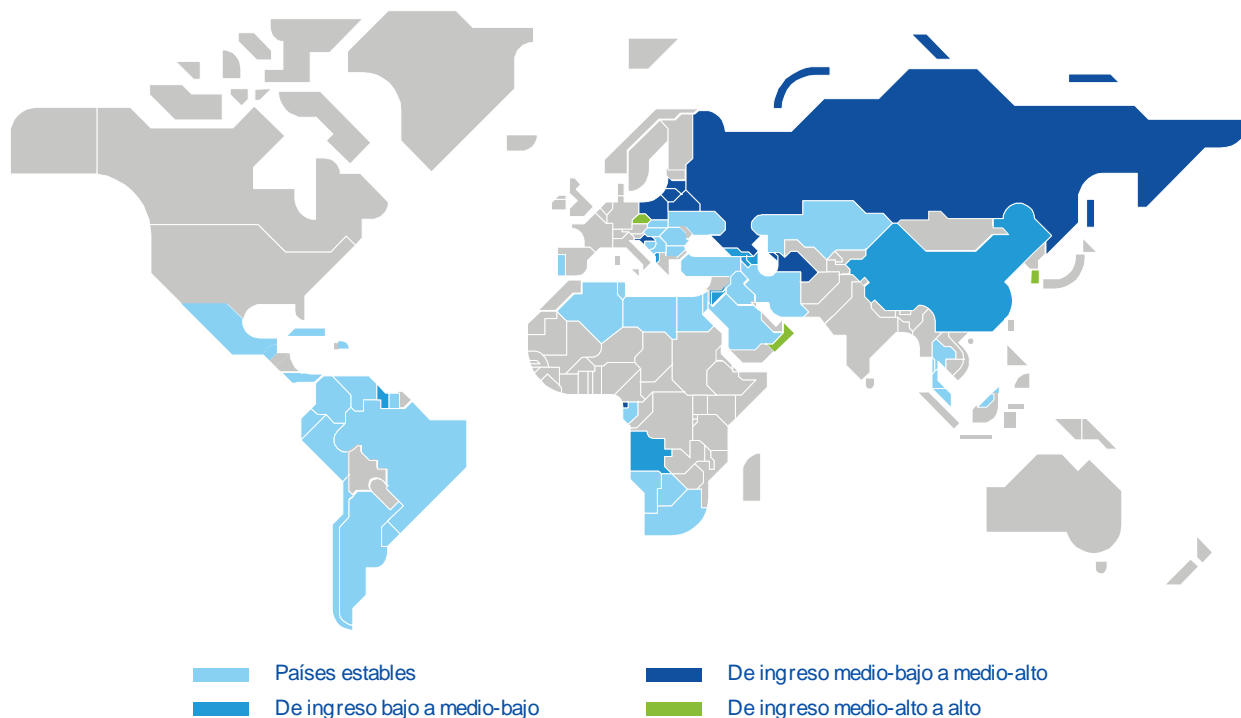
3: Definidas según la clasificación del FMI.

4: La trampa del ingreso medio se mencionó por primera vez en el informe del Banco Mundial “An East Asian Renaissance: Ideas for Economic Growth”.

bajo a medio-alto⁶. En esta situación, se encuentran ocho países, entre ellos, Rusia, Polonia, Croacia, Estonia y Lituania.

De esta forma, del análisis respecto al movimiento del grupo se puede concluir que en la década pasada sí que se verificaron movimientos de salida del grupo en la composición del mismo en un horizonte temporal acotado, lo cual entra en contradicción con lo sostenido por la hipótesis de la trampa de ingreso medio.

Gráfico 3.4
Cambios en el grupo de países de ingreso medio. 2000 – 2010
Países con PIB per cápita ente 10% y 50% respecto a EE.UU.



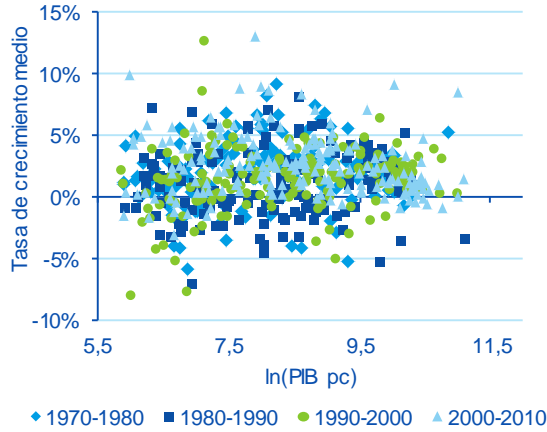
Fuente: BBVA Research con datos de Penn World Table

Para realizar un análisis más general de la relación entre nivel de PIB y su crecimiento, construimos el gráfico 3.5, en el cual se muestra la relación entre el nivel del PIB per cápita al comienzo de una década y su crecimiento promedio a lo largo de la misma para una muestra de 190 países⁷ desde 1970. No se observa que los países que tienen una renta per cápita más alta, situados más a la derecha, presenten un crecimiento del PIB per cápita más moderado, es decir, que estén relativamente más abajo, tal como esperaríamos si se verificara la hipótesis de la trampa del ingreso medio. Una conclusión similar se obtiene si mostramos la misma relación década a década, tal como se refleja en el gráfico 3.7. Por tanto, los cuatro cuadrantes de este gráfico, que representan el detalle por década, no permiten inferir una relación negativa entre nivel de renta y crecimiento, pero sí es posible observar la influencia del ciclo global. **Los crecimientos promedio de cada década son distintos entre sí, mientras que no se observan diferencias relevantes en el crecimiento de las economías en función del nivel de partida del PIB per cápita.**

6: Según nuestra clasificación, son países de ingreso medio bajo aquellos que cuentan con una renta entre el 10% y el 30% respecto a la de EEUU, mientras que los de ingreso medio alto se ubican entre el 30% y el 50%.

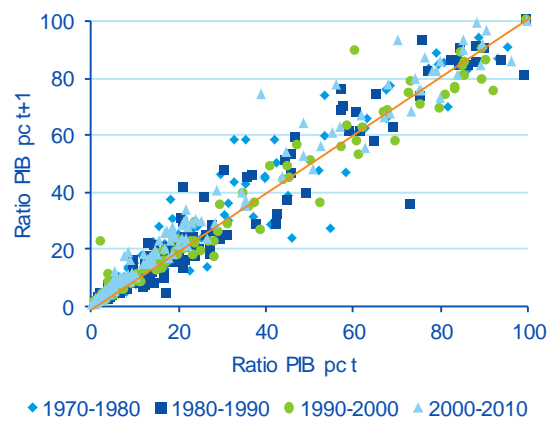
7: Debido a la disponibilidad de datos al comienzo de la muestra no es posible contar con los 190 países comentados, sin embargo estos se van incorporando conforme los datos se hacen disponibles.

Gráfico 3.5
Crecimiento del PIB pc por década vs. nivel al inicio de la misma
Muestra de 190 países para el periodo 1970-2010



Fuente: BBVA Research con datos de Penn World Table

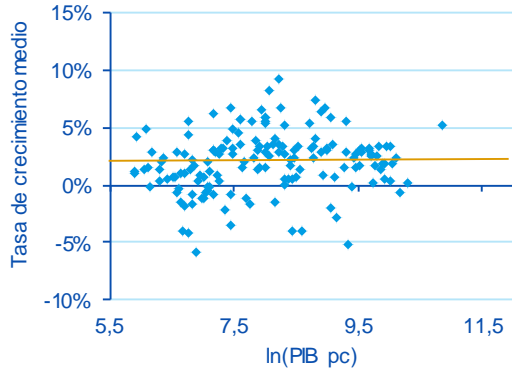
Gráfico 3.6
Ratio de PIB pc respecto a EE.UU. al comienzo y final de cada década
Muestra de 190 países para el periodo 1970-2010



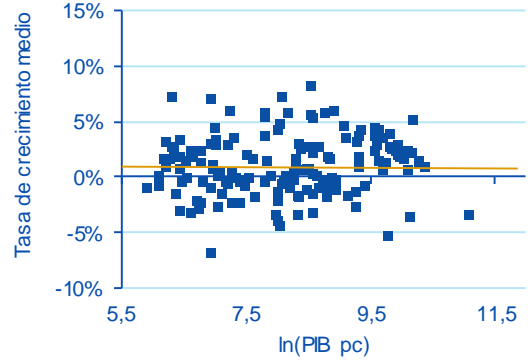
Fuente: BBVA Research con datos de Penn World Table

La conclusión de que no se verifica una trampa del ingreso medio ni, en general, de ningún nivel relativo de ingreso se mantiene al realizar el análisis sobre el PIB per cápita relativo al de EE.UU. En el gráfico 3.6 se muestra dicho ratio para cada uno de los países de la muestra, tanto al principio de la década (eje horizontal) como al final (eje vertical). La distribución de los puntos en torno a la bisectriz y a lo largo de todos los niveles de PIB per cápita relativo a EE.UU. muestra la inexistencia de un patrón en el proceso de convergencia real en función del nivel de partida. En el detalle por décadas (Gráfico 3.8), se vuelve a observar la importancia de la fortaleza del ciclo global en la convergencia de las economías.

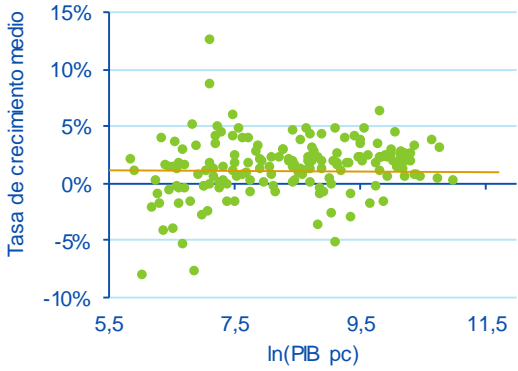
Gráfico 3.7
Crecimiento del PIB pc vs. nivel. Detalle por década
Muestra de 190 países para el periodo 1970-2010



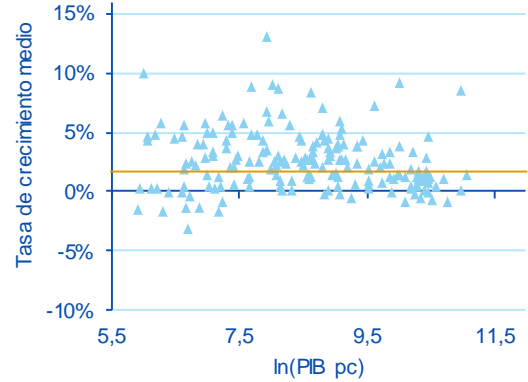
◆ 1970-1980



■ 1980-1990



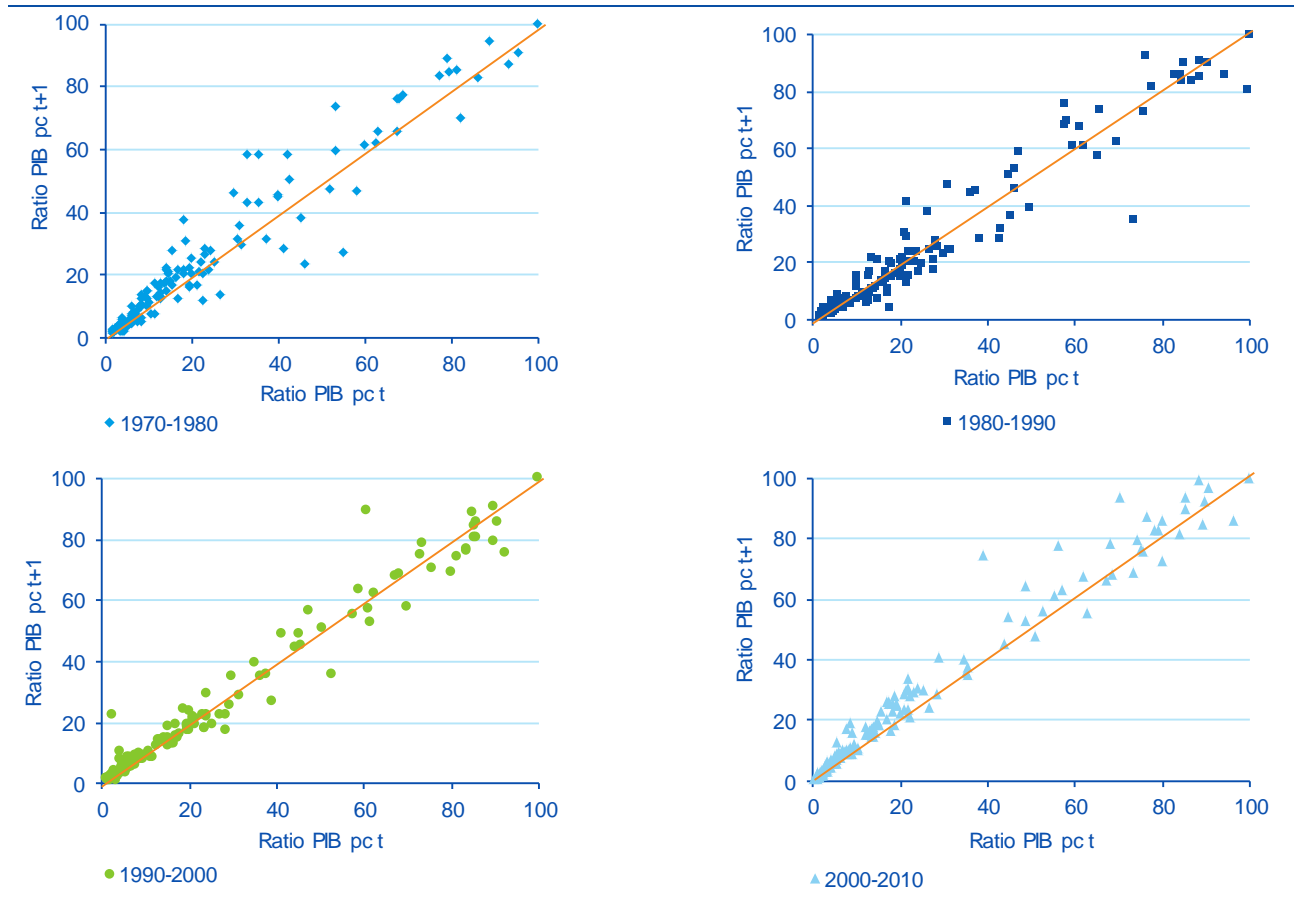
● 1990-2000



▲ 2000-2010

Fuente: BBVA Research con datos de Penn World Table

Gráfico 3.8
PIB pc relativo a EE.UU. Detalle por década
 Muestra de 190 países para el periodo 1970-2010

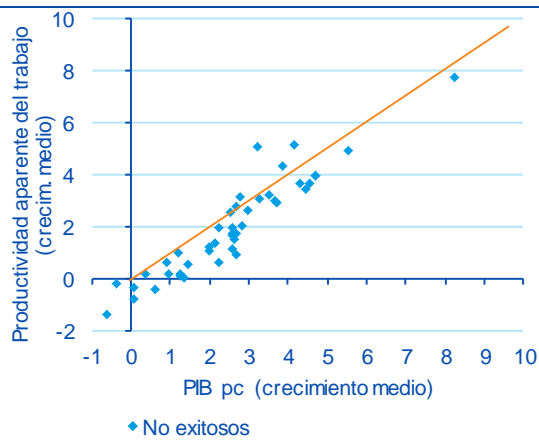
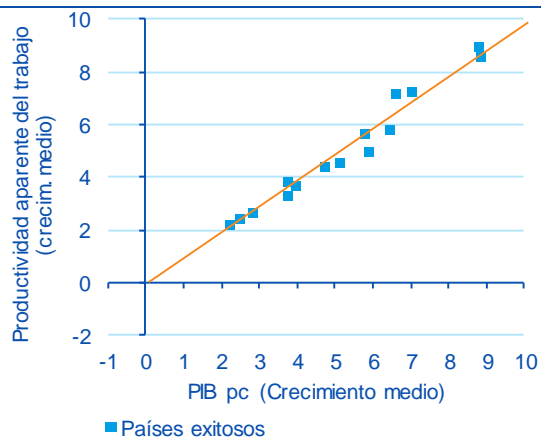


Fuente: BBVA Research con datos de Penn World Table

La no existencia de “trampas” y, por lo tanto, de patrones comunes a todas las economías de acuerdo a su nivel de ingreso no quiere decir que no existan características comunes a aquellas que han logrado procesos de convergencia real más exitosos. Se observa que los países que han logrado crecimientos más elevados de su renta per cápita son aquellos que han tenido un mejor comportamiento relativo de su productividad, aproximada por el crecimiento de la productividad del factor trabajo (Gráfico 3.9). En la medida en la que la productividad esté relacionada con el marco institucional, la estructura productiva y las políticas económicas vigentes, serían decisiones discrecionales de cada país las que justificarían su capacidad de crecer y de converger de modo sostenible con las de mayor ingreso.

Gráfico 3.9

Crecimiento medio PIB pc vs. productividad aparente del trabajo. 2000 – 2010. Países exitosos⁸



Fuente: BBVA Research con datos de Penn World Table

8: Definidos como aquellos que avanzaron hacia el siguiente grupo en relación a su renta per cápita al inicio de la década.

4 Riesgo de espiral deflacionaria y política monetaria

Con el reciente anuncio de un programa de compras continuadas y masivas de deuda pública y bonos corporativos (*Quantitative Easing* o, en adelante, *QE*) que se mantendrá hasta alinear la inflación con el objetivo de estabilidad de precios, el BCE abandona su resistencia a adoptar la que ha sido una respuesta de política monetaria común en las economías desarrolladas que se han enfrentado a una **“trampa deuda-liquidez”**. Esto es, un entorno económico en que convergen **tipos de interés de corto plazo muy cerca de cero, demanda agregada deprimida y excesos en el endeudamiento de hogares, empresas y/o gobiernos**.

Este tipo de situaciones ha ocurrido muy pocas veces en la historia del último siglo pero siempre con consecuencias muy negativas sobre el bienestar de amplios segmentos de la población y mostrando en todos los casos características cuya comprensión se resiste al marco macroeconómico convencional y en cuyo contexto resultan ineficaces las políticas económicas tradicionales. En particular, antes de 2008, los únicos ejemplos de la trampa deuda-liquidez eran el período de “Gran Depresión” experimentado por EE.UU. y Europa durante los años treinta y la “década perdida” de la economía japonesa iniciada a principio de los años noventa. Finalmente, a causa de la crisis financiera de 2008, originada por el estallido de la burbuja inmobiliaria estadounidense, una vez más EE.UU. y las principales economías de Europa han tenido que enfrentarse a una situación de esta naturaleza.

El **QE** es una medida de política económica que hasta hace pocos años sólo era un ejercicio de simulación teórica. Está diseñada específicamente para entornos de trampa deuda-liquidez y **se dirige a contener su mayor riesgo, una espiral deflacionaria: un período prolongado de persistente y generalizada deflación** (caída general de salarios y precios de bienes, servicios y activos) **y estancamiento o contracción económica. La necesidad de experimentar con medidas de política monetaria no convencional como el QE nace de la ineficacia en estas situaciones de las políticas convencionales de impulso a la demanda.** En la política monetaria, la reducción del tipo de interés de referencia se ve imposibilitada al haber alcanzado su nivel mínimo, y la alternativa de dar liquidez ilimitada al sistema bancario resulta ineficaz en la medida en que las entidades utilizan dicha liquidez para sustituir otras fuentes de financiación, generalmente más costosas, sin que el resultado sea un incremento del crédito bancario a la economía real. Por su parte, la política fiscal expansiva suele agotar su margen de maniobra en las primeras fases de las trampas deuda-liquidez por las inyecciones de capital al sistema bancario y el deterioro del saldo fiscal por el efecto de los estabilizadores automáticos y la caída de la recaudación.

Los objetivos de este artículo son dos. Primero, servir de introducción al concepto de “espiral deflacionaria” y otros términos estrechamente ligados a él, como el de “círculo vicioso deuda-deflación. En segundo lugar, introducir nuestro indicador de tensión deuda-deflación dirigido a evaluar el riesgo de “espiral deflacionaria”⁹ y utilizar los valores estimados de dicho índice para Japón, EE.UU. y la Eurozona en el análisis comparativo de las experiencias de trampa deuda-deflación de estas tres economías.

4.1 Espiral deflacionaria y círculo vicioso deuda-deflación

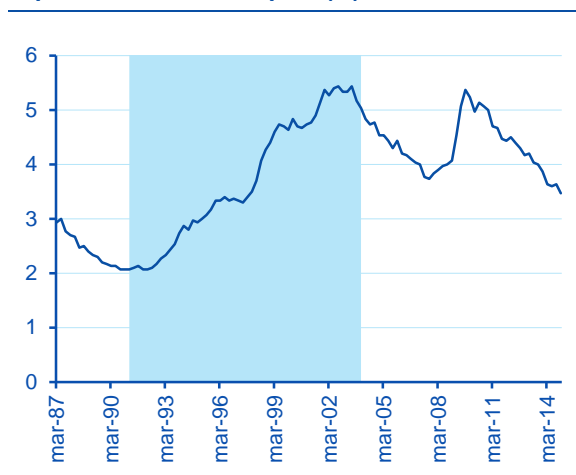
El término **“espiral deflacionaria”** fue acuñado por el economista académico estadounidense Irving Fisher en los años treinta para referirse a la **persistente combinación de deflación y estancamiento de la actividad económica y el empleo** que caracterizó a la economía de EE.UU. y las principales economías europeas durante los años treinta (“La Gran Depresión”). Su detonante fue el crack bursátil de 1929 y la consecuente crisis bancaria. El mejor ejemplo contemporáneo de este fenómeno es la “década perdida” en

9: Para una exposición más técnica de este indicador y sus resultados ver Méndez-Marcano, Cubero y Buesa (2015).

Japón, desde 1991 y hasta 2003¹⁰, tras el estallido de la burbuja inmobiliaria y bursátil de la segunda mitad de los años ochenta.

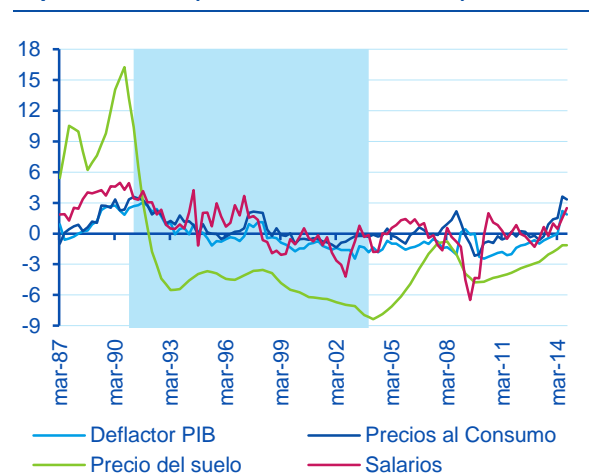
El Gráfico 1 muestra el prolongado y continuado incremento de la tasa de paro de Japón durante la “década perdida”, iniciando luego una recuperación con altibajos que aún es parcial¹¹. Por su parte, el Gráfico 2 pone de manifiesto que este período prolongado de estancamiento económico ha venido acompañado de un periodo inicial de caída de la inflación hasta situarla en niveles negativos casi de manera continua desde mediados de los años noventa. Este ajuste de precios afectó no solo a los precios al consumo, sino también y principalmente al nivel del deflactor del PIB (medida más general de los precios de los bienes y servicios), a los salarios y, especialmente y con mucha mayor intensidad, al precio de los activos inmobiliarios. Este último es un rasgo distintivo de las **espirales deflacionarias en el sentido de Fisher: la desaceleración de precios es mucho más general que la representada por los precios al consumidor** (que de hecho caen, en media, menos que el resto de indicadores durante la década perdida), y en ella juega un papel dominante la deflación del precio de los activos, que en Japón es de mayor magnitud y empieza con más antelación que la correspondiente a los precios de los bienes y servicios y los salarios.

Gráfico 4.1
Japón: Tasa de Desempleo (%)



Fuente: BBVA Research

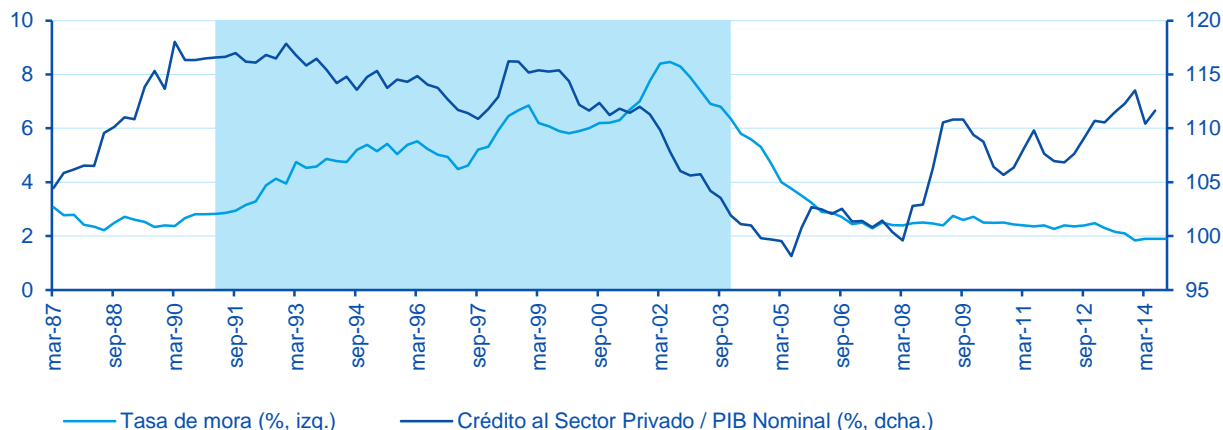
Gráfico 4.2
Japón: Precios (variación interanual, %)



Fuente: BBVA Research

10: Área sombreada en los gráficos siguientes.
11: De ahí que actualmente muchos prefieran hablar de las dos décadas perdidas.

Gráfico 4.3

Japón: Tasa de mora bancaria y endeudamiento privado

Fuente: BBVA Research

Finalmente, el Gráfico 3 refleja el tercer rasgo de una espiral deflacionaria: la **persistente contracción del crédito bancario** (tanto del stock en balance como de las nuevas operaciones) y el **deterioro de la tasa de cumplimiento de los deudores con sus obligaciones** (expresado con la subida de la mora bancaria).

La presencia de estos característicos rasgos llevó a **Fisher a buscar la explicación de las causas de las espirales deflacionarias en la interacción entre las variables macroeconómicas y financieras**. El resultado del análisis de Fisher fue su formulación de la hipótesis del “círculo vicioso deuda-deflación”¹² que, al menos en lo que respecta a sus premisas más generales, ha encontrado gran respaldo en los estudios empíricos y desarrollos teóricos subsiguientes, incluyendo los más actuales¹³. Estos dan un papel clave a los detalles de la interacción entre el sistema financiero y la dinámica macroeconómica en el mundo real en el fenómeno de la trampa deuda-liquidez y la espiral deflacionaria.

En su forma más general, **la hipótesis del círculo vicioso deuda-deflación propone que la presencia simultánea de una caída general de precios y del crédito obedece a la retroalimentación causal de ambos fenómenos, propiciada por una situación de excesivo endeudamiento neto de hogares y empresas** (resultante normalmente del desarrollo y abrupto estallido de una burbuja de activos). Concretamente, **el exceso de endeudamiento privado genera un efecto contractivo tanto sobre la demanda como la oferta de crédito bancario**; en el primer caso, por el desplazamiento de recursos destinados al gasto en consumo e inversión hacia el *desapalancamiento*, y en el segundo, por las mayores provisiones por parte de los bancos asociadas al aumento del riesgo de impago. Todo ello se traduce en una caída de la intermediación financiera bancaria y, en definitiva, del multiplicador monetario. **Esta contracción del multiplicador monetario y la demanda agregada genera una presión bajista generalizada sobre el precio de bienes y servicios, empleo y activos** (en este último caso, reforzada por la liquidación del balance de empresas y hogares con mayores dificultades para pagar sus deudas). A su vez, **esta caída generalizada de precios incrementa la carga neta de la deuda en términos reales**, elevando el riesgo de impago y obligando al sector privado a racionalizar todavía más su gasto en su intento

12: Ver Fisher (1933).

13: A modo de ejemplos de los estudios más clásicos y de los más recientes pueden mencionarse: en el terreno empírico, Bernanke (1995), Reinhart y Rogoff (2014) y Mian y Sufi (2014); en el terreno teórico: Fisher (1933), Bernanke (1983), Minsky (1986), Eggertsson y Krugman (2012), Geanakoplos (2010, 2014), y como ejemplo de los desarrollos en curso, Schorfheide, Arouba y Cuba-Borda (2015).

por reducir sus niveles de deuda. El resultado es un nuevo ciclo de desintermediación financiera bancaria y caída generalizada de precios, **y así sucesivamente**.

Cabe destacar que, aunque en la formulación original el énfasis se hace en la deflación, en los enfoques modernos el círculo vicioso deuda-deflación se formula en los términos más generales de la diferencia entre la inflación esperada y la observada. **La presión bajista sobre la inflación que surge del círculo vicioso deuda-deflación genera una inconsistencia persistente entre la inflación esperada corriente y la inflación, superior, que se esperaba al momento de contratarse las deudas**. Ello, a su vez, conlleva una ampliación de la brecha entre la carga planeada de deuda en términos reales y su magnitud efectiva, progresivamente mayor, causando un repunte de los impagos y un mayor esfuerzo de *desapalancamiento*.

Como ya se ha sugerido, la intuición de Fisher de que un mecanismo de esta naturaleza era capaz de generar un proceso muy prolongado de espiral deflacionaria sostenida se ha mostrado consistente con la exploración y simulación teórica de entornos de trampa deuda-liquidez, incluyendo los más sofisticados ejercicios contemporáneos, así como con la evidencia acumulada hasta hoy. Igualmente acertado se ha mostrado el principio central de las recomendaciones de política que Fisher derivó de su análisis: la necesidad de impulsar un proceso de “reflación” (incremento de la inflación) para romper el círculo vicioso-deuda deflación. Ello resulta consistente con la evidencia sobre el papel fundamental que han tenido en la superación de las trampas deuda-liquidez tanto el agotamiento del margen de maniobra de la expansión fiscal y/o monetaria de tipo convencional, como la devaluación y, en las experiencias del presente siglo, la puesta en práctica de medidas de política monetaria no convencionales como el *QE*.

4.2 Indicador de tensión deuda-deflación y riesgo de espiral deflacionaria

Partiendo de la hipótesis deuda-deflación, una evaluación del riesgo de espiral deflacionaria debe pasar por el seguimiento, por un lado, de la evolución del flujo de crédito y el riesgo de impago, y, por otro, de la evolución de la inflación desde una perspectiva general y relevante para los deudores. El riesgo no se focaliza ni sólo ni principalmente en los precios del consumidor (IPC), sino sobre todo en lo que podemos denominar “precios a nivel del deudor”, que abarca aquellos indicadores de precios que afectan más directamente a la severidad real de la carga de deuda de familias y empresas: los precios de todo el conjunto de bienes y servicios (tanto de consumo como de inversión) que se producen dentro de la economía estudiada (y cuya medida más general la constituye el deflactor del PIB), el nivel medio de salarios y el precio de los activos. Así, manteniendo todo lo demás constante, es de esperar que **cuanto menor sea el nivel de inflación al deudor, el flujo de crédito bancario y/o el riesgo de impago, más intenso será el círculo vicioso deuda-deflación y, por ende, mayor la vulnerabilidad al desenlace de una espiral deflacionaria**.

Nuestro indicador de tensión deuda-deflación (DDTI, por sus siglas en inglés) está diseñado para realizar de modo sencillo y estadísticamente objetivo este seguimiento y contribuir a la evaluación del riesgo de espiral deflacionaria en las economías que se encuentran en una trampa deuda-liquidez tal como ha sido definida al inicio de este artículo. Considerando todo lo demás constante, el indicador se incrementa al reducirse la inflación al deudor y/o el flujo de crédito bancario o grado de cumplimiento de los deudores, mostrando la mayor intensidad del círculo vicioso deuda-deflación que surge en consecuencia y la correspondiente mayor vulnerabilidad al desenlace de una espiral deflacionaria¹⁴.

El apéndice al final de este artículo explica en detalle la construcción del índice, pero para la interpretación de los resultados que se muestran a continuación sólo se requiere tener en cuenta que el indicador DDTI es

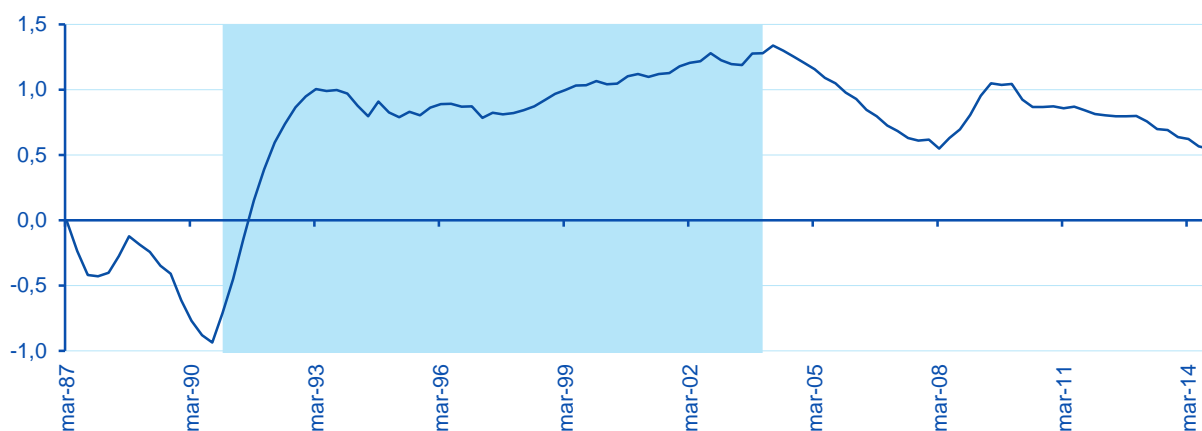
14: Cabe destacar que el nivel relativo y la evolución de nuestro indicador para los distintos países guarda una gran consistencia con el “indicador de vulnerabilidad a la deflación” del Fondo Monetario Internacional (véase IMF, 2003), a pesar de la naturaleza ad hoc de este último, que, en esencia, sintetiza la opinión experta de un grupo de especialistas, y de las diferencias en las variables utilizadas en la construcción de uno y otro.

la combinación de otros dos indicadores: el “*indicador de inflación al deudor*” (DII, por sus siglas en inglés), que captura la variación generalizada de los precios de bienes y servicios, trabajo y activos, y el “*indicador de intermediación bancaria*” (BII, por sus siglas en inglés), que sintetiza la evolución del flujo de crédito y de la probabilidad de cumplimiento de sus compromisos por los deudores aproximada por la “tasa de cumplimiento” (uno menos la tasa de mora bancaria). Por lo tanto, en línea con la hipótesis deuda-deflación, **el indicador DDTI aumentará, indicando mayor vulnerabilidad a que se dé una espiral deflacionaria, al disminuir en promedio los indicadores DII y BII.**

4.2.1 Japón en la “*década perdida*”

El Gráfico 4 muestra el indicador trimestral de tensión deuda-deflación para el caso japonés, reflejando la consistencia del mismo con una interpretación de la espiral deflacionaria bajo la perspectiva de la hipótesis deuda-deflación. El índice experimenta un alza abrupta a partir del estallido de la burbuja de activos y permanece en niveles históricamente elevados a lo largo de toda la “*década perdida*”, el periodo de espiral deflacionaria entre 1991 y 2003. Si bien inicia un proceso de reducción, entre altibajos, a partir de 2004, aún en la actualidad permanece en cotas más elevadas que las previas a la burbuja de activos. Es de mencionar el repunte que experimenta el índice entre 1998 y 2003, en tanto que coincide con un proceso de acelerada agudización tanto del deterioro de la actividad económica, el paro y la intermediación financiera como del proceso deflacionista (Gráficos 1 a 3).

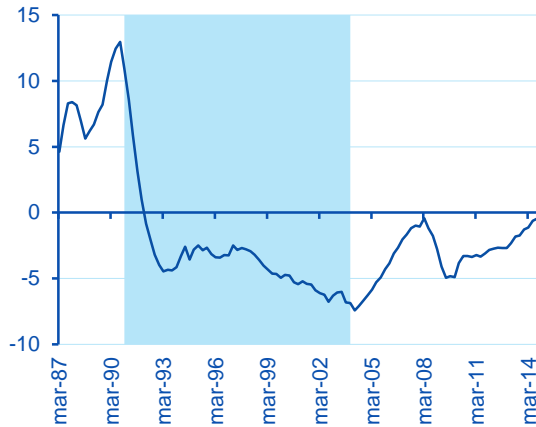
Gráfico 4.4
Japón: Indicador de Tensión Deuda-Deflación



Sombreado el periodo de espiral deflacionaria
Fuente: BBVA Research

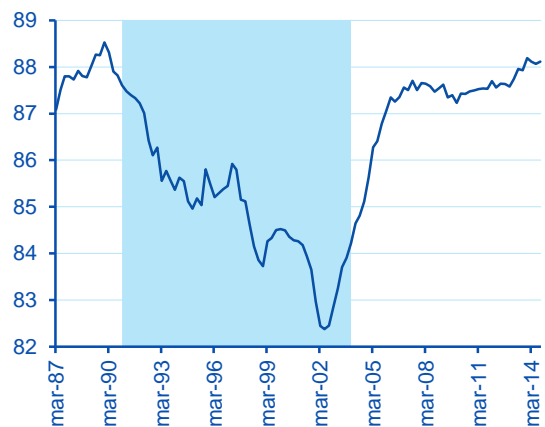
Los Gráficos 5 y 6 reflejan el comportamiento de los indicadores que componen el indicador de tensión deuda-deflación. Los sustanciales niveles de deflación al deudor están claramente dominados por el comportamiento del precio del suelo (proxy del precio de los activos en general), siendo mucho menor el aporte de la inflación general de bienes y servicios y aún menor la deflación sólo a nivel del consumidor (ver nuevamente gráfico 2). Un hecho destacable es que mientras el deterioro del indicador de tensión deuda-deflación durante la “*década perdida*” fue producto de una caída de similar intensidad de la inflación al deudor y la intermediación bancaria, la recuperación iniciada en 2004 ha estado impulsada más por la recuperación de la intermediación bancaria que de la inflación al deudor.

Gráfico 4.5
Japón: Indicador de Inflación al Deudor



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4.6
Japón: Indicador de Intermediación Bancaria

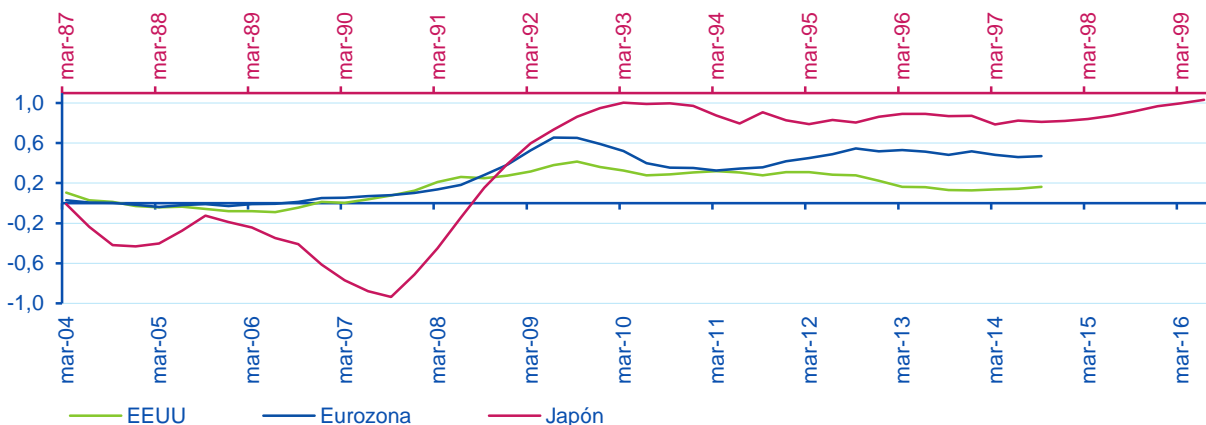


Fuente: BBVA Research

4.2.2 EE.UU. y la Eurozona desde 2008

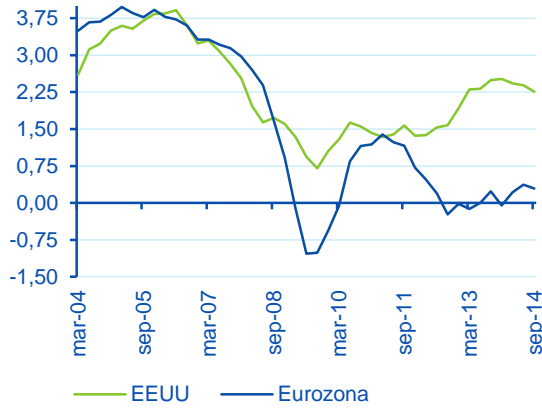
Con los resultados para el caso japonés como marco de comparación, se analiza ahora la evolución del indicador y sus componentes para EE.UU. y la Eurozona, economías enfrentadas a situaciones de trampa deuda-liquidez a partir de la crisis financiera de 2008. El gráfico 7 recoge la evolución del indicador trimestral de tensión deuda-deflación para EE.UU. y el agregado de la Eurozona (EA) desde 2004, comparado además con el correspondiente indicador para Japón. Hasta 2010, el DDTI presenta una evolución comparable en ambas economías: tras un período de leve descenso antes de 2007, fase en la que tuvo lugar la formación de las burbujas inmobiliarias de EE.UU. y algunas economías periféricas de la EA, el índice intensifica su subida a partir de 2007 coincidiendo con el principio de la reversión de las burbujas inmobiliarias referidas. Este movimiento se mantiene hasta mediados de 2009 para desde entonces empezar una fase descendente que culmina con la convergencia de ambos indicadores a finales de 2010. 2011 es un punto de inflexión, con sendas divergentes en EE.UU. (descendente) y la EA, (ascendente) que se estabilizan finalmente en niveles bien diferentes.

Gráfico 4.7
Indicador de Tensión Deuda-Deflación: Japón (eje superior), EE.UU., Eurozona



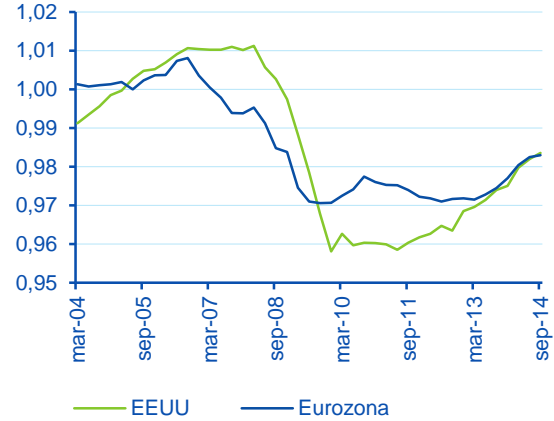
Fuente: BBVA Research

Gráfico 4.8
Indicador de Inflación al Deudor: EE.UU., Eurozona



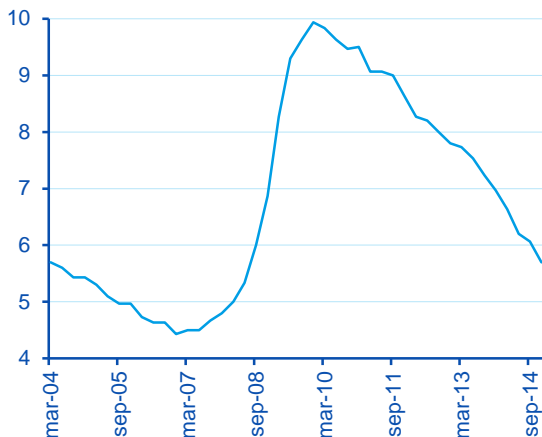
Fuente: BBVA Research

Gráfico 4.9
Indicador de Intermediación Bancaria: EE.UU., Eurozona



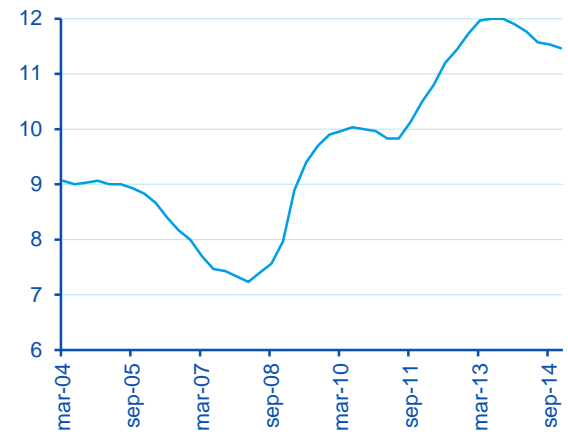
Fuente: BBVA Research

Gráfico 4.10
EE.UU.: Tasa de paro (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4.11
Eurozona: Tasa de paro (%)



Fuente: BBVA Research

Por su parte, la comparación de la evolución de los indicadores de tensión deuda-deflación estadounidense y europeo con el de Japón durante el período que abarca el estallido de sus respectivas burbujas¹⁵ muestra diferencias cuantitativas dada la mayor volatilidad del indicador japonés, pero también revela características similares. Así, como se observa en el gráfico 7, en los tres casos, al descenso de la tensión deuda-deflación durante el desarrollo de la burbuja le sigue su ascenso tras el estallido de la misma hasta alcanzar un techo a partir del cual empieza una fase de caída. Sin embargo, tras dicho período (es decir, a partir de 2011 en los casos de EE.UU. y la EA y de 1997 en el de Japón) la similitud cualitativa con Japón sólo se prolonga con respecto a la EA, al menos hasta mediados de 2012. En los dos casos se inicia un repunte del indicador, que además coincide con un repunte de la tasa de paro (ver gráficos 1 y 11). A partir de la segunda mitad de 2012, como ya se ha comentado, el indicador de la EA se ha estabilizado, si bien en niveles relativamente altos.

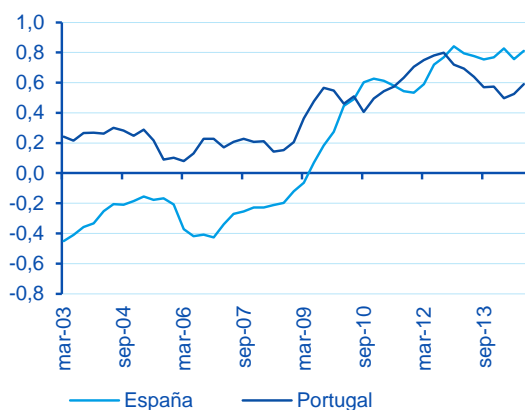
15: Este estallido se inicia en torno a 1991 en el caso japonés y en torno a 2007 en los casos de EE.UU. y las economías periféricas de la Eurozona afectadas por burbujas.

Así, de la comparación de los indicadores de tensión deuda-deflación de EE.UU., la EA y Japón, se deduce la percepción de mayor riesgo de espiral deflacionaria que manifiestan analistas y autoridades monetarias en el caso europeo frente al estadounidense.

4.2.3 Algunos países de la Eurozona (EA)

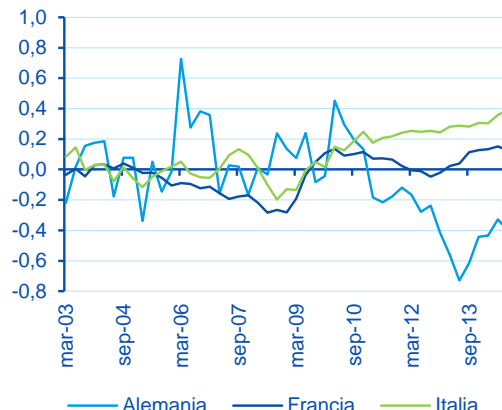
El análisis del agregado de la EA no muestra las marcadas diferencias entre distintas economías de la zona y, en especial, entre las dos economías de mayor tamaño y economías de la periferia. Las diferencias entre los Estados que conforman la Unión en el caso de EE.UU. o las Prefecturas Japonesas deben ser reducidas al estar integrados en uniones monetarias completas: con la misma unidad política y con políticas económicas de demanda y regulaciones de oferta también integradas. Esta situación es muy distinta en la EA, como ha reflejado la difícil gestión de las crisis de deuda pública soberana y del sector bancario. Por lo tanto, parece relevante el análisis de distintas economías dentro de la EA.

Gráfico 4.12
Indicador de Tensión Deuda-Deflación: Europa periférica



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4.13
Indicador de Tensión Deuda-Deflación: Europa central



Fuente: BBVA Research

En los gráficos 12 y 13 se recoge el índice de tensión deuda-deflación para las cinco principales economías de la EA. Se observa una gran dispersión tanto en los niveles últimos del indicador como en su comportamiento histórico, destacando los altos niveles y volatilidad del indicador para las economías “periféricas”, España y Portugal, no muy inferiores al de la economía japonesa en la parte más álgida de su primera “década perdida” (1993-1997), y los bajos niveles de Francia y Alemania, al punto de que en el caso de Alemania el índice se ubica en los últimos años en zona negativa, niveles históricamente muy bajos, equiparables a los experimentados por Japón durante el desarrollo de su burbuja inmobiliaria y bursátil.

Bajo esta perspectiva resulta claro que el foco de la vulnerabilidad al riesgo de “espiral deflacionaria” en Europa se encuentra concentrada en algunas economías “periféricas”¹⁶.

16 Debe tomarse en cuenta que aun en los casos de la Gran Depresión en EE.UU. o la “década perdida” japonesa hubo marcadas diferencias regionales en la evolución tanto de los precios como de la actividad económica y el empleo (Ver por ejemplo, Rosenbloom y Sundstrom (1999) y Ishikawa y Tsutsui (2013)).

4.3 Indicador de Tensión Deuda-Deflación y Quantitative Easing (QE)

Esta heterogeneidad de la EA en lo que respecta a la tensión deuda-deflación y el riesgo de espiral deflacionaria de los distintos países miembros, aunada a las peculiaridades institucionales de la EA, explican en buena medida las diferencias entre la Unión Monetaria Europea y EE.UU. (o Reino Unido) en cuanto a sus respuestas de política monetaria y fiscal a los efectos de las turbulencias financieras que experimentaron en 2007-2008 y la consiguiente trampa deuda-liquidez (tipos de interés cerca de cero, recesión y deuda elevada).

Entre estas diferencias, se encuentra el rol del *Quantitative Easing* (QE), entendido como la compra de activos financieros tanto públicos como privados en los mercados secundarios por parte de los bancos centrales. Mientras que en EE.UU. y Reino Unido el QE ha sido utilizado de manera continuada y decidida desde prácticamente el inicio de la crisis, siempre orientado a la consecución de los objetivos de política monetaria, en la EA su uso ha sido hasta ahora más restringido y tardío, ciñéndose a compras limitadas de activos privados de mínimo riesgo y fuertes garantías de colateral o a la adquisición también limitada de deuda pública periférica en los momentos de máxima tensión en los mercados de deuda soberana. **El mayor peso relativo de los mercados financieros en el proceso de intermediación en EE.UU. o Reino Unido frente a la alta dependencia del crédito bancario en la EA explican, hasta cierto punto, la distinta actuación de la Fed y el Banco de Inglaterra, por una parte, y el BCE, por otra.** El BCE ha preferido focalizar su actuación en el suministro de liquidez al sector bancario, condicionada o no a la concesión de crédito al sector privado, pero siempre a un coste reducido y por un volumen suficiente para sufragar las restricciones de financiación en otros segmentos. Sin embargo, como ya se ha comentado, esta divergencia de estrategia ha dado un giro recientemente con el anuncio realizado en enero de 2015 por parte del BCE del inicio de un masivo programa de compra de activos financieros tanto públicos como privados en los mercados secundarios con el objetivo de hacer converger la inflación a niveles cercanos al 2%. En principio, el programa se extenderá hasta 2016, pero se anuncia de antemano que se prorrogará si para entonces no se ha conseguido el objetivo de inflación buscado.

Este giro puede comprenderse a la luz de la evolución favorable del indicador deuda-deflación en el caso de EE.UU.¹⁷ paralelamente a una rápida recuperación de la actividad económica y el empleo, lo que contrasta con los niveles relativamente elevados del indicador en el agregado de la EA y, especialmente, en algunas economías periféricas, en paralelo a una recuperación muy lenta del empleo y la actividad económica agregada y signos de recesión o estancamiento en economías de elevado peso como Italia o Francia.

4.4 Conclusiones

Las intensas turbulencias financieras experimentadas por EE.UU. y Europa en 2007-2008 condujeron a dichas economías a situaciones de “trampa deuda-liquidez”: confluencia de recesión severa, tipos de interés a corto plazo próximos a su límite inferior del cero y exceso de endeudamiento de hogares, empresas y/o gobiernos. Este tipo de situaciones tiene como únicos precedentes la “Gran Depresión” de los años treinta de EE.UU. y algunas economías europeas y la situación de Japón desde principios de los años noventa del siglo pasado hasta el comienzo de la primera década de este siglo. El mayor peligro que representa esta trampa es la llegada de una “espiral deflacionaria”: un proceso prolongado de deflación generalizada, deterioro de la intermediación financiera y estancamiento económico. Los avances en el estudio científico de las situaciones de “trampa deuda-liquidez” y el fenómeno asociado de “espiral deflacionaria” colocan a la hipótesis deuda-deflación en el centro de las explicaciones de ambos fenómenos y, por lo tanto, como fundamento del diseño de respuestas de política económica eficaces en este contexto.

17: Aunque no se muestra en el artículo, contamos con estimaciones del indicador para Reino Unido y otros países. Al igual que en el caso de EE.UU., el indicador de Reino Unido muestra una evolución muy favorable después de la crisis financiera.

En este artículo, hemos presentado un nuevo indicador dirigido a evaluar el riesgo de “espiral deflacionaria” cuya construcción, estadísticamente objetiva, está estrictamente fundamentada en la hipótesis deuda-deflación. El análisis de la evolución histórica de este indicador para Japón, EE.UU. y algunas economías de la Eurozona, muestra la validez de la hipótesis deuda-deflación como explicación de la espiral deflacionaria que define a la “década perdida” por la economía japonesa, destaca las diferencias en la situación de EE.UU. y la EA y resalta la consistencia con los riesgos existentes del giro que ha dado recientemente la política monetaria en la Eurozona, con el anuncio en enero 2015 del inicio de un programa masivo y abierto de compra de activos públicos y privados por parte del BCE.

4.5 Referencias

- Bernanke, Ben (1983): "Non-monetary effects of the financial crisis in propagation of the Great Depression", *American Economic Review*, 73(3).
- Bernanke, Ben (1995): "The macroeconomics of the Great Depression: A comparative approach", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 27(1).
- Eggertsson, Gauti y Paul Krugman (2012): "Debt, deleveraging, and the liquidity trap: A Fisher-Minsky-Koo approach", *Quarterly Journal of Economics*, 127(3).
- Fisher, Irving (1933): "Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, 1(4).
- Geanakoplos, John (2010): "The leverage cycle", publicado en NBER Macroeconomic Annual 2009, 24.
- Geanakoplos, John (2014): "Leverage, default, and forgiveness: Lessons from the American and European Crises", *Journal of Macroeconomics*, 39(Part B).
- IMF (2003): "Deflation: determinants, risks, and policy options—Findings of an Interdepartmental task force." (approved by Kenneth Rogoff), International Monetary Fund, April 2003.
- Ishikawa, Daisuke y Yoshiro Tsutsui (2013): "Credit crunch and its spatial differences in Japan's lost decade: What can we learn from it?", *Japan and the World Economy*, 2013, 28(Issue C).
- Kiyotaki, Nuhiro y John Moore (1997): "Credit cycles", *Journal of Political Economy*, 105(2).
- Méndez-Marcano, Rodolfo; Julian Cubero y Alejandro Buesa (2015): "Espiral Deflacionaria y Círculo Vicioso Deuda-Deflación: Un análisis de correlación canónica"
- Mian, Atif y Amir Sufi (2014): "HOUSE OF DEBT", The University of Chicago Press.
- Minsky, Hyman (1986): "STABILIZING AN UNSTABLE ECONOMY", Yale University Press.
- Reinhart, Carmen y Kenneth Rogoff (2014): "Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten", publicado en "Financial Crises: Causes, consequences and policy responses", editado por: S.Claessens, M.A. Kose, L.Laeven, y F.Valencia.
- Rosenbloom, Joshua y William Sundstrom (1999): "The sources of regional variation in the severity of the great depression: Evidence from U.S. manufacturing, 1919-1937", *Journal of Economic History*, 59(3).
- Schorfheide, Frank; Boragan Arouba y Pablo Cuba-Borda (2014): "Macroeconomic Dynamics Near the ZLB: A tale of two countries", PIER Working Paper 14-035.

4.6 Apéndice: Construcción del Índice de Tensión Deuda-Deflación

El indicador de tensión deuda-deflación (DDTI) se construye como el complemento del promedio ponderado de los indicadores de inflación al deudor (DII) e intermediación financiera bancaria (BII), esto es,

$$DDTI = 1 - (DII + BII) / 2,$$

de modo que su nivel se incrementa al reducirse el indicador de inflación al deudor (DII) y/o el indicador de intermediación bancaria (BII).

La construcción del indicador de inflación al deudor (DII) se corresponde con un promedio ponderado de: tasa de variación del deflactor del PIB, tasa de variación del nivel medio de salarios y tasa de variación del nivel medio del precio de los activos inmobiliarios.

El indicador de intermediación financiera (BII) pretende capturar, a partir de un promedio ponderado de ciertos indicadores financieros para los que exista información homogénea y ampliamente disponible internacionalmente, el flujo de crédito y el grado de cumplimiento de los deudores. En función de este objetivo y estos criterios, se ha optado por construir el BII como el promedio ponderado de las siguientes variables: flujo de nuevo crédito bancario a hogares y empresas (como porcentaje del PIB nominal), directamente asociado a la intermediación financiera y el multiplicador monetario, y “tasa de puntualidad” (PLR), que no es más que el complemento opuesto del indicador convencional de tasa de mora (NPLR), indicador asociado a la probabilidad de incumplimiento, es decir, $PLR = 1 - NPLR$.

La selección de los pesos a utilizar en la construcción de los promedios ponderados que definen a los indicadores de intermediación bancaria (BII) y de inflación al deudor (DII) es clave. Ante todo, se quieren satisfacer tres criterios: la consistencia de los indicadores con la hipótesis deuda-deflación, lo que exige que exista una correlación positiva o directa entre ambos indicadores (el aumento del uno deberá estar asociado a un incremento del otro), la objetividad estadística y la sencillez de cómputo.

Con el objetivo de satisfacer los criterios deseados, los pesos se han construido utilizando el análisis de correlaciones canónicas (siglas en inglés: CCA). Esta técnica permite analizar la relación entre dos conjuntos de variables, en nuestro caso las variables que conforman el indicador de inflación al deudor (DII), por un lado, y las variables que conforman el indicador de intermediación bancaria (BII), por el otro. En particular, la técnica permite encontrar los pesos o coeficientes que combinan linealmente cada grupo de variables de forma separada de tal manera que las dos combinaciones lineales guarden la máxima correlación posible.

Ahora bien, estos pesos o coeficientes servirán de base para construir nuestros indicadores DPI y BII sólo si todos ellos tienen los mismos signos, pues en tal caso se garantizaría que sea válida nuestra interpretación de estos indicadores como *proxies* de la inflación al deudor e intermediación financiera. Al mismo tiempo, si efectivamente los pesos obtenidos son del mismo signo, esto constituirá un primer test favorable a la hipótesis deuda-deflación.

Satisfecha la condición de igualdad de signos, los coeficientes normalizados en cada caso para sumar la unidad son utilizados para el cómputo de los promedios ponderados que definen a los indicadores DPI y BII. Finalmente, los indicadores resultantes son normalizados dividiéndolos por su nivel medio previo al período de trampa deuda-liquidez (y de la burbuja o crisis financiera que le haya precedido). Finalmente, el indicador DDTI se construye sustrayendo a 1 el promedio ponderado de DPI y BII, donde todo está normalizado respecto al valor medio previo a la burbuja de activos y/o crisis financiera que antecede a la trampa deuda-liquidez, permitiendo así la comparación entre países de los valores de los tres indicadores.

5 Tablas

Tabla 5.1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

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

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

** Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 6 de febrero de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.2

Previsiones Macroeconómicas: Inflación

Promedio (%)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	2,1	1,5	1,7	1,5	2,1
Eurozona	2,5	1,4	0,4	0,1	1,0
Alemania	2,1	1,6	0,8	0,3	1,1
Francia	2,2	1,0	0,6	0,1	0,9
Italia	3,3	1,3	0,2	-0,2	0,6
España	2,4	1,4	-0,2	-0,4	1,4
Reino Unido	2,8	2,6	1,5	0,4	1,5
América Latina *	7,8	9,3	12,7	13,7	14,0
México	4,2	3,8	4,0	3,4	3,5
Brasil	5,4	6,2	6,3	6,7	5,7
EAGLES **	5,0	5,3	4,6	4,3	4,1
Turquía	8,7	7,5	8,8	6,4	6,6
Asia-Pacífico	3,7	4,0	3,5	3,2	3,3
Japón	-0,1	1,6	3,0	1,3	1,6
China	2,7	2,6	2,1	2,2	2,5
Asia (exc. China)	4,5	5,1	4,5	4,0	4,0
Mundo	4,4	4,2	4,1	4,0	4,2

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

** Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 6 de febrero de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.3

Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente

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

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

** Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 6 de febrero de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.4

Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público

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

* Excluyendo la ayuda al sector financiero.

** Año fiscal desde 1 Abril hasta el 31 Marzo

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

**** Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 6 de febrero de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.5

Tipo de interés de la deuda pública a 10 años

Promedio (%)	2012	2013	2014	2015	2016
EEUU	1,8	2,3	2,5	2,2	2,9
Alemania	1,6	1,6	1,2	0,6	1,2

Fecha de cierre de previsiones: 6 de febrero de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.6

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de cambio

Promedio	2012	2013	2014	2015	2016
EUR-USD	0,78	0,75	0,75	0,90	0,85
USD-EUR	1,29	1,33	1,33	1,11	1,18
GBP-USD	1,58	1,56	1,65	1,48	1,60
JPY-USD	79,8	97,6	105,9	125,0	131,7
CNY-USD	6,31	6,20	6,14	6,17	6,04

Fecha de cierre de previsiones: 6 de febrero de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.7

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	1,50
Eurozona	0,75	0,25	0,05	0,05	0,05
China	6,00	6,00	5,60	5,10	5,10

Fecha de cierre de previsiones: 6 de febrero 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

Rodrigo Falbo
rodrigo.falbo@bbva.com

Rodolfo Mendez Marcano
rodolfo.mendez@bbva.com

Sara Baliña Vieites
mariasara.balina@bbva.com

Diana Posada Restrepo
diana.posada@bbva.com

Alejandro Buesa Olavarrieta
alejandrobuesa@bbva.com

Alberto Ranedo Blanco
alberto.ranedo@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech Vilariño
r.domenech@bbva.com

Área de Economías Emergentes

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

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Áreas Globales

España

Miguel Cardoso Lecourtois
miguel.cardoso@bbva.com

Análisis Transversal de Economías Emergentes

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

Sistemas Financieros

Ana Rubio arubiog@bbva.com

Escenarios Económicos

Julián Cubero Calvo
juan.cubero@bbva.com

Europa

Miguel Jimenez González-Anleo
mjimenezg@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo Delgado
s.castillo@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano Herrera
carlos.serranoh@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas Sanchez-Caro
oscar.delaspenas@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz Pérez
juan.ruiz@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive Carrasco
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez Corredor
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea Flores
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López Meza
oswaldo.lopez@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta
28046 Madrid (España)
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com
Depósito Legal: M-31256-2000