

Situación Global

Segundo trimestre de 2015
Unidad de Escenarios Económicos

- El crecimiento mundial se resiente con la desaceleración de las economías emergentes
- Aversión al riesgo global, tipos de la Fed y economías emergentes: el crecimiento estadounidense y las vulnerabilidades locales son las claves

Índice

1 Editorial	3
2 El crecimiento mundial se resiente con la desaceleración de las economías emergentes	4
3 Aversión al riesgo global, tipos de la Fed y economías emergentes: el crecimiento estadounidense y las vulnerabilidades locales son las claves	11
4 Tablas	17

Fecha de cierre: 30 de abril de 2015

1 Editorial

El crecimiento mundial se ralentizó en el primer trimestre de 2015 hasta un ritmo anual cercano al 3%, casi medio punto por debajo del estimado para el segundo semestre de 2014. Esta desaceleración es consistente con el freno de la actividad de EE.UU., la recuperación más firme de la eurozona y un crecimiento más bajo del grueso de economías emergentes, en particular de China y Latinoamérica. En todo caso, se mantiene un escenario de **crecimiento global moderado**, que no se aleja del promedio de los últimos dos años, sin tensiones inflacionistas a nivel global y con **diferenciación entre distintas geografías**. Una heterogeneidad que también marca la evolución de los mercados financieros, sobre todo dentro del grupo de economías emergentes.

Por su impacto global, una de las claves del escenario es la lectura que haga la Fed de la moderación de la actividad de EE.UU. En todo caso, la falta de tensiones inflacionistas hace previsible una subida de tipos de interés que comience en septiembre de 2015 y muy gradual en adelante para evitar una salida en falso. Un elemento novedoso en el inicio de esta normalización monetaria de la Fed, la primera desde 2004, es su **divergencia con el Banco de Japón o del BCE**, que han intensificado la laxitud de sus políticas para abortar el riesgo de deflación y mantener los tipos a largo plazo bajos. En la eurozona, aunque los riesgos de deflación son bajos, las expectativas de inflación a medio plazo siguen lejos del objetivo de estabilidad del BCE.

En las **economías emergentes**, el **activismo casi generalizado de las políticas monetarias** para apoyar el gasto doméstico está teniendo **impactos distintos en los tipos de interés real, los tipos de cambio y los flujos de capital**. El margen de maniobra del que disponen está limitado por el grado con el que la depreciación reciente de sus divisas se puede terminar trasladando a la inflación y por los efectos que una caída de rentabilidades puede tener sobre la financiación del déficit por cuenta corriente. Además, una depreciación intensa de las monedas puede terminar comprometiendo el servicio de la deuda externa. La **diversidad de las respuestas a la política económica en el bloque emergente** resulta coherente con la combinación de dos factores que se influyen mutuamente: el primero, la **incertidumbre sobre la fortaleza cíclica de cada economía y la evolución de la inflación**; el segundo, el impacto del calendario y el **ritmo al que la Fed vaya elevando finalmente sus tasas de interés**.

Con todo, **el contexto global de crecimiento sigue siendo favorable**. En el escenario más probable, el PIB mundial se acelerará hasta alcanzar un avance del 3,9% en 2016 gracias al soporte de las economías desarrolladas, que obtendrían su mejor registro desde 2010. En el caso de las emergentes, dada la desaceleración tendencial de China, sus mejores perspectivas para el próximo año residen en el efecto arrastre de las economías desarrolladas sobre el comercio mundial, el aumento progresivo de los precios de las materias primas y un endurecimiento de las condiciones financieras que, de acuerdo a lo considerado anteriormente, resultará mucho más gradual que en anteriores ciclos de subidas de tipos de interés de la Fed.

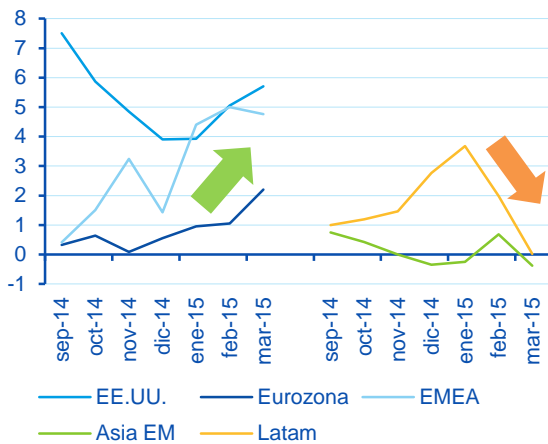
Este escenario sigue teniendo un **balance de riesgos con sesgo bajista**. En primer lugar, por los **conflictos geopolíticos** que puedan suponer disrupciones de la actividad en Oriente Medio o el Este de Europa (Ucrania y Rusia) y que podrían tener un impacto global a través de canales financieros y de expectativas. En segundo lugar, la **desaceleración de China, si es aún más acusada de lo esperado** y lleva a estímulos que **retrasen el necesario proceso de ajuste en sectores altamente endeudados** o con elevada dependencia del mercado inmobiliario. En tercer lugar, pero no por ello menos relevante, **la incertidumbre sigue estando presente en el área del euro**. A la valoración positiva de los avances en la unión bancaria y al fortalecimiento del ciclo económico, se contraponen **el riesgo de la falta de acuerdo entre Grecia y las autoridades europeas** para garantizar la financiación del país sin comprometer la agenda de reformas orientadas a mejorar su capacidad de crecimiento y asegurar su suficiencia financiera. Si el desacuerdo llega a producir incumplimientos en el servicio de la deuda griega se abriría un escenario que podría terminar con el evento extremo de salida de Grecia de la eurozona, pero que en cualquier caso testaría la capacidad del BCE para evitar el contagio financiero y de las autoridades para mostrar su compromiso con un fortalecimiento adicional de la unión monetaria.

2 El crecimiento mundial se resiente con la desaceleración de las economías emergentes

Los indicadores económicos disponibles apuntan a una **moderación gradual del crecimiento mundial en el primer trimestre de 2015**, con un ritmo anualizado del PIB que podría situarse cerca del 3%¹, unas décimas menos que el observado en la segunda mitad de 2014 (entre el 3,3% y el 3,6%). La desaceleración de la economía de EE.UU., el menor dinamismo de China y el deterioro de la actividad en algunos de los principales países emergentes (es el caso de Rusia, Brasil pero no el de India) explican el grueso de la ralentización mundial, que no ha podido ser compensada con el mejor comportamiento relativo de la eurozona y Reino Unido.

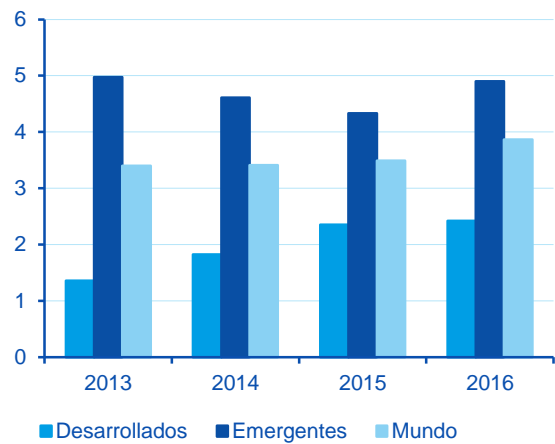
La diferenciación entre áreas geográficas y ramas de actividad sigue estando presente en el patrón de crecimiento mundial en el inicio de 2015. Por un lado, la consolidación del crecimiento en el bloque de países desarrollados contrasta con la pérdida de pulso, prácticamente generalizada, de los emergentes, más intensa en Asia y Latinoamérica que en Europa del Este si atendemos a la lectura de los registros de confianza empresarial, producción industrial y comercio exterior. Por otro, el avance del consumo privado, a tenor de la mejora de la renta disponible de los hogares en un contexto de menores precios de la energía, generación de empleo e incremento de la riqueza financiera, mantiene el buen tono del sector servicios en las economías desarrolladas de referencia (principalmente, en la eurozona), siendo los aumentos de producción en la industria y de la inversión más limitados. Este comportamiento puede deberse a la incertidumbre que todavía le otorgan los agentes a la recuperación del consumo privado, lo que retrasa la toma de decisiones de inversión y producción en la industria.

Gráfico 2.1
PMI de manufacturas (desviación respecto al nivel de 50 puntos –mantenimiento de la actividad-)



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfico 2.2
PIB mundial: crecimiento anual (%). Previsiones 2015-16



Fuente: BBVA Research

1: Estimación basada en el indicador de actividad global (GAIN) de BBVA Research. Detalle metodológico en: <http://bit.ly/1nI5RIn>

El hecho de que la actividad mundial se haya comportado ligeramente peor de lo previsto en el primer trimestre del año y los efectos que se espera que tenga en algunos países emergentes clave la debilidad de su demanda doméstica, la estabilización de los precios de la materias primas en niveles reducidos y la subida de tipos de interés de la Fed nos llevan a revisar el crecimiento mundial esperado para 2015 hasta el 3,5%, una décima menos de lo estimado en enero pasado y solo una décima más que la cifra de 2014². En 2016, el PIB mundial registraría un crecimiento promedio del 3,9% como resultado, en parte, de las políticas monetarias expansivas en los países desarrollados, que obtendrían su mejor registro desde 2010. Las economías emergentes, en un escenario de desaceleración tendencial y gradual de China, revertirían la moderación actual gracias al efecto arrastre de las desarrolladas, el paulatino aumento de precios de las materias primas y un posible incremento de las tasas de interés más contenido que en anteriores episodios de normalización de la Fed.

La subida progresiva del precio de las materias primas, en línea con las previsiones de BBVA Research, y el **refuerzo de políticas monetarias laxas** de alcance global han sido dos de los elementos destacados del panorama económico en los últimos meses. El efecto base del primero **ha contribuido a frenar la caída de las tasas de inflación en algunas geografías, principalmente en países desarrollados, lo que junto al cambio de tono de las políticas monetarias, ha estabilizado las expectativas de inflación descontadas por los mercados. Sin embargo, ambos no han evitado que los indicadores de volatilidad siguiesen repuntando en los mercados financieros, aunque moderadamente y desde niveles muy bajos.** Ello resulta consistente con un contexto definido por la incertidumbre sobre la intensidad de la recuperación económica, el calendario y la intensidad de la normalización de tipos de interés por parte de la Fed y las distorsiones generadas por la expansión de balance del BCE en la formación de precios de los activos financieros con mayor peso en las carteras de los agentes.

Tras haber acumulado un descenso superior al 45% entre septiembre de 2014 y enero de 2015, el precio del barril de petróleo ha subido en torno a un 15% desde entonces, situándose la referencia Brent en niveles de 60 dólares. El resultado ha sido una menor presión a la baja sobre las tasas de inflación general (el promedio de los registros de EE.UU., China, Japón y eurozona continúa por debajo del 1% en febrero) que, sin embargo, no ha tenido reflejo en otros indicadores de precios representativos como la inflación subyacente (estable en el 1,5% para el promedio comentado) o los costes de producción (el descenso de los precios industriales o de importación es especialmente relevante en China).

La ausencia de presiones inflacionistas a corto plazo (aun cuando el precio del petróleo converja a 70 dólares por barril a finales del ejercicio) y el mantenimiento de las expectativas de inflación a largo plazo en niveles inferiores a los objetivos de política monetaria han servido de justificación a un **mayor activismo de los bancos centrales, tanto desarrollados como emergentes**. En el primer caso, dando continuidad a los programas de compras de activos (BCE y Banco de Japón) o planteando el retraso de las subidas de los tipos de interés de referencia (Fed y Banco de Inglaterra); en el segundo, adoptando nuevas medidas de flexibilización a través de la reducción de tipos (Brasil es la principal excepción). Sin duda, **este último aspecto constituye uno de los factores diferenciales del ciclo económico actual**. Aunque la Fed opte por una estrategia de endurecimiento monetario gradual, cuyo inicio puede tener lugar en el segundo semestre de 2015, las economías emergentes han decidido priorizar la reactivación de su demanda doméstica buscando recortar los tipos de interés reales, en algunos casos a costa de asumir una mayor volatilidad en la cotización de sus divisas y de menores incentivos a la entrada y mantenimiento de flujos de capital extranjero. Muestra de ello es la moderación del tipo de interés nominal a corto plazo del agregado de las principales economías del mundo (excluyendo a EE.UU.), que se sitúa en el 3,2%, 20 puntos básicos por debajo de la cota de hace un año.

2: Hay que destacar el impacto en la estimación del PIB mundial de la revisión de la Contabilidad Nacional de la India. El crecimiento económico hindú ha pasado del 5,0% al 7,2% en 2013-14 lo que eleva el crecimiento del PIB mundial entre 1 y 2 décimas, un repunte que también se incorpora a las previsiones.

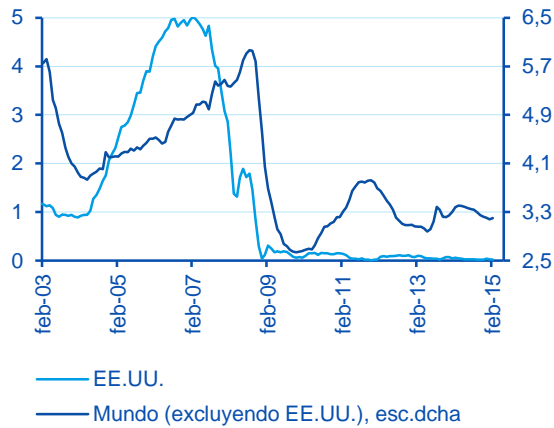
La contrapartida es la apreciación global del dólar y la **depreciación prácticamente generalizada de las divisas emergentes, más intensa en aquellos países que presentan una mayor dependencia de la financiación externa, un mayor peso de los ingresos por exportaciones de materias primas o una mayor sensibilidad al contexto de liquidez global**. Además, aquellos que optaron por políticas monetarias algo expansivas para lo que recomendaba su situación macroeconómica han sido más penalizados. A corto plazo, la depreciación de las monedas emergentes puede relanzar la competitividad externa de sus países y constituir un revulsivo para el crecimiento económico. Ahora bien, también puede terminar generando efectos negativos, desiguales por economías y sectores institucionales, al dificultar la refinanciación de la deuda contraída en divisa extranjera (en su mayoría, dólares) y encarecer su servicio.

El contraste entre la estrategia monetaria del BCE y la Fed continuará condicionando la dirección de los flujos de capital y, por ende, el comportamiento de las variables financieras. La inyección de liquidez realizada por el BCE con la compra de deuda pública ha reforzado la corrección de los tipos de interés a largo plazo en el bloque desarrollado y, en mayor medida, en la eurozona, y ha intensificado el movimiento de depreciación del euro frente a sus principales cruces (frente al dólar, cotiza próximo a la paridad).

Esta tendencia es previsible que se mantenga hasta que la Fed realice la primera subida de sus tipos de interés de referencia (*fed funds*). Entonces, será su estrategia de comunicación sobre el ritmo de las próximas subidas la que determine el repunte de rentabilidades en el mercado de bonos y el grado de volatilidad financiera. La magnitud de las posibles salidas de capital de los países emergentes será función, por tanto, de la política monetaria de la Fed pero también de factores locales asociados a la posición cíclica y a las vulnerabilidades que presente cada país, especialmente cuando se calme la volatilidad de la primera o primeras subidas. De ahí que, al igual que en términos de crecimiento, se esperen divergencias relevantes en la evolución de los tipos de cambio y de interés del bloque emergente.

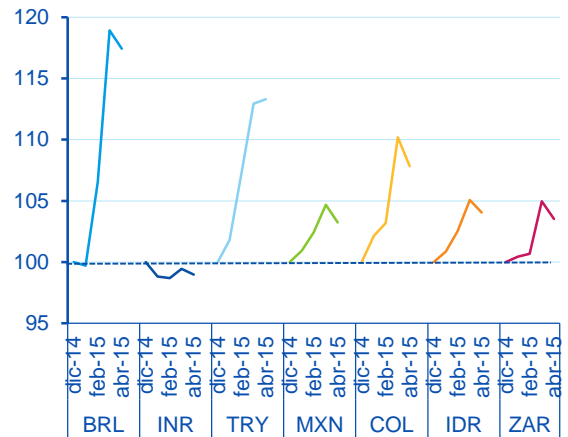
Con todo, y pese a que las políticas económicas continuarán siendo acomodaticias, **los riesgos a la baja para el crecimiento mundial persisten**. Los más relevantes residen en el alcance de la desaceleración de China y las repercusiones del inicio de la normalización de tipos de interés de la Fed. Las presiones deflacionarias asociadas al descenso del precio del petróleo, las tensiones geopolíticas y el posible fracaso del BCE a la hora de relanzar las expectativas de inflación en la eurozona son riesgos que, pese a mostrar una menor probabilidad e impacto esperado que hace meses, no pueden descartarse. Finalmente, un riesgo que sigue latente es la falta de acuerdo entre el gobierno griego y las instituciones europeas y el FMI sobre la refinanciación del servicio de su deuda.

Gráfico 2.3
Tipos de interés nominales a corto plazo (%)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 2.4
Tipo de cambio respecto al dólar, Dic-14=100
Aumento del índice implica apreciación del dólar



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

En lo que respecta al **detalle de las principales economías, EE.UU. ha iniciado 2015 con una ralentización significativa de su ritmo de crecimiento** hasta el 0,2% trimestral anualizado frente a un incremento promedio en los tres trimestres anteriores del 1%. La atípica severidad de las condiciones meteorológicas explica parte de esta desaceleración, pero no es la única causa. El impacto de la caída del precio del petróleo sobre la actividad del sector energético y el efecto incipiente de la apreciación del dólar sobre las exportaciones también están pesando.

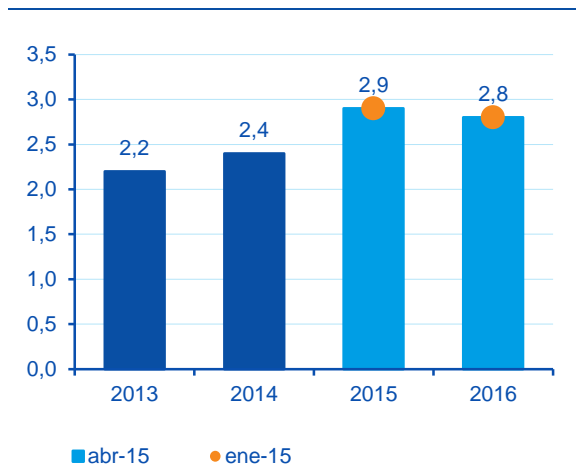
La fortaleza que sigue exhibiendo el mercado laboral, con tasas de avance del empleo próximas al 2% interanual desde octubre de 2014, debería continuar dando soporte a la renta de los hogares y al consumo privado, en un contexto de bajos precios de la energía, de paulatina mejora de los salarios nominales y permanencia de la inflación en niveles reducidos (en 2015, la tasa general media podría rondar el 0,6% y subir hasta el 1,9% en 2016). El dinamismo de la demanda doméstica y, en particular, del gasto en consumo es esencial para compensar la previsible debilidad de las exportaciones y permitir que el PIB crezca a tasas entre 0,7-0,8% trimestral en lo que resta de ejercicio. Solo así el crecimiento anual de EE.UU. podría alcanzar el 2,9% y mantener tasas cercanas al 3% también en 2016.

La interpretación que realice la Fed de la naturaleza, transitoria o permanente, del menor crecimiento del primer trimestre definirá su función de reacción en adelante. Igualmente relevantes serán los cambios que tengan lugar en el contexto internacional, condicionado por el crecimiento del bloque emergente y la volatilidad del mercado de divisas. En la reunión del FOMC de marzo, la Fed modificó su estrategia de comunicación, sentando las bases para acometer la primera subida de los *fed funds* pero reiterando que la senda de endurecimiento monetario será paulatina y condicionada a la evolución del ciclo doméstico. Ello, unido a la revisión a la baja de sus previsiones de crecimiento e inflación, ha llevado al propio FOMC a reducir las expectativas para el nivel de llegada de los tipos de referencia a medio plazo.

Como resultado, **lo más probable es que el primer aumento de los *fed funds* se produzca en septiembre de 2015**, pero podría retrasarse si la fortaleza de la recuperación no es la esperada. A diferencia de otros episodios de normalización monetaria por parte de la Fed (el último se inició a mediados de 2004), la inflación subyacente y las expectativas de precios a largo plazo de EE.UU. se sitúan en cotas sustancialmente más reducidas, bien por debajo del objetivo del banco central, y las dudas sobre la

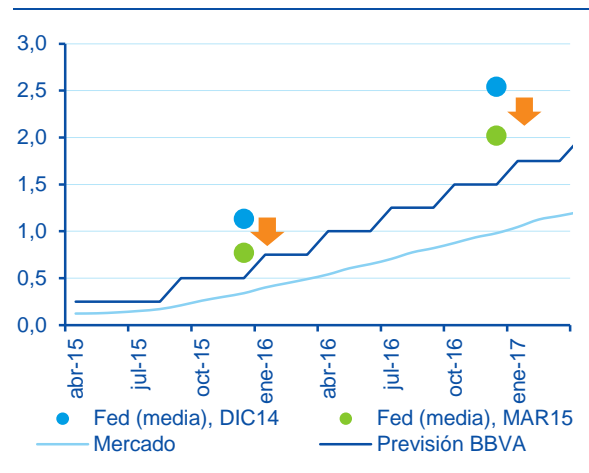
sostenibilidad de crecimiento mundial son mayores. Por estos motivos, **es previsible que la subida de tipos sea gradual, con un nivel de llegada no superior al 1,5% a finales de 2016.**

Gráfico 2.5
EE.UU., crecimiento económico, % a/a



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.6
Expectativas para los fed funds de EE.UU. (%)



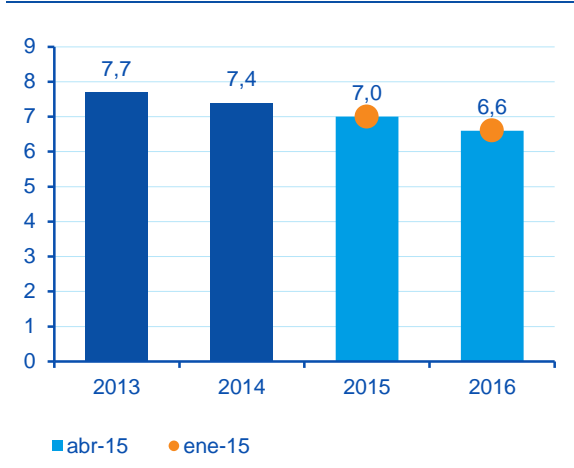
Fuente: BBVA Research y Bloomberg

En China, la desaceleración económica ha ganado intensidad en los últimos meses, con un avance interanual del PIB del 7% en el primer trimestre de 2015. El balance de indicadores de actividad centra el ajuste en el sector industrial (la producción crece por debajo del 7% interanual, la tasa histórica más baja) y la inversión en activos fijos (avanza casi un 14% interanual, dos puntos menos que en el promedio de 2014), mientras revela un mejor comportamiento relativo del consumo privado, aupado por el dinamismo del mercado laboral y la caída de la inflación (en el 1,3% en marzo).

Son varios los factores que explican la ralentización de China. En primer lugar, la corrección en curso del mercado inmobiliario, con impacto en la inversión en construcción y la actividad de sectores auxiliares. En segundo lugar, la incertidumbre política previa a la celebración de la Asamblea Popular Nacional de marzo, que ha retrasado las decisiones de las empresas a la hora de ampliar la capacidad productiva o realizar nuevos contratos. En tercer lugar, el deterioro de competitividad exterior que supone la apreciación global del yuan (en términos de tipo de cambio efectivo real). Por último, pero igualmente relevante, los efectos de la consolidación fiscal de las administraciones locales iniciada en la segunda mitad de 2014.

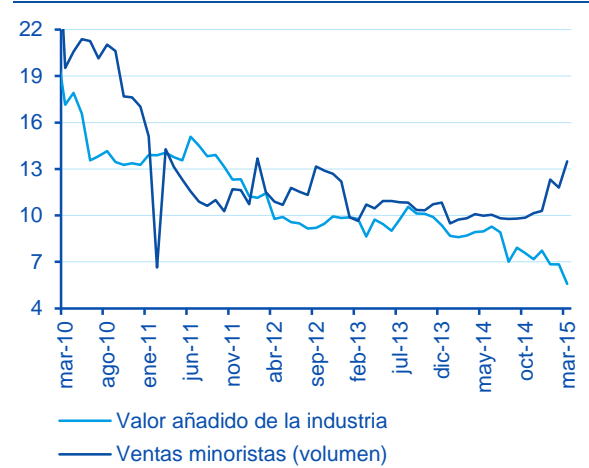
El carácter estructural de los factores mencionados soporta el pronóstico de que China crecerá a medio plazo menos y con una volatilidad mayor. El objetivo de crecimiento anual del 7% para 2015 establecido por las autoridades del país descansa en la implementación de nuevas medidas de estímulo, tanto monetario como fiscal, que permitan suavizar la ralentización económica sin comprometer el proceso de ajuste interno en marcha y el desarrollo de reformas estructurales que eleven el crecimiento potencial. Es previsible que se acometan recortes adicionales de los tipos de interés de referencia (hasta el 5,1% a finales de este ejercicio) y del coeficiente de caja de los bancos, y se aplique una mayor expansión fiscal a través del gobierno central, derivando en una cierta depreciación del yuan que limite el menor impacto de la demanda externa sobre la actividad agregada.

Gráfico 2.7
China, crecimiento económico, % a/a



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.8
China: producción industrial y ventas minoristas (tasa interanual, %)



Fuente: BBVA Research y BIS

La eurozona es, de las economías desarrolladas, la que ha mostrado un mejor comportamiento relativo en el arranque de 2015. El PIB podría haber crecido un 0,4-0,5% trimestral en los tres primeros meses del año, lo que supondría el ritmo más elevado desde mediados de 2011. El consumo privado y las exportaciones estarían compensando la debilidad, todavía significativa, de la inversión, con Alemania y España liderando el crecimiento del conjunto del área. La relajación de las condiciones de financiación y la depreciación del euro generadas por el programa de *quantitative easing* del BCE, junto con el descenso de los precios del petróleo, están siendo cruciales en la dinámica reciente de recuperación. El carácter menos restrictivo de la política fiscal y la contención de la caída de los salarios nominales en los países periféricos también están contribuyendo a relanzar el crecimiento.

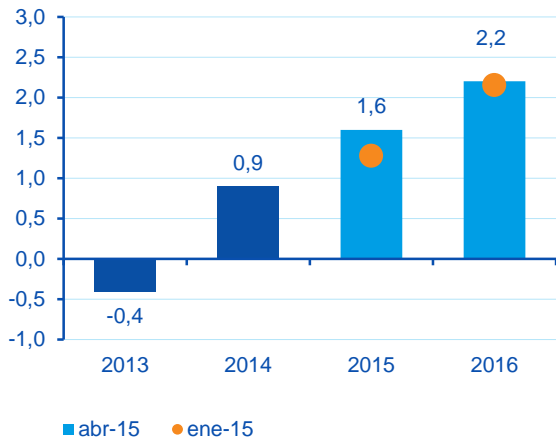
El mantenimiento de estos factores de soporte en lo que resta de año podría elevar el avance anual del PIB al 1,6%, tres décimas por encima de la previsión contemplada en enero. Por el momento, la mejora progresiva de la demanda doméstica no se está traduciendo en un incremento de la tasa de inflación subyacente, estable en el 0,6%; un elemento que, unido al ascenso gradual del precio del petróleo, mantendrá la inflación general próxima al 0% en 2015 y por debajo del 1,5% en 2016.

En lo que respecta al programa reciente de compras de deuda del BCE (el volumen de adquisiciones de títulos privados y públicos asciende a 134.000 millones euros a mediados de abril), los canales de transmisión que están mostrando una mayor reacción son la depreciación del euro (su tipo de cambio efectivo real cotiza en el nivel mínimo de 2002) y la reducción de los tipos de interés a largo plazo y las primas de riesgo. Queda pendiente su traslado a los diferenciales aplicados a las nuevas operaciones de crédito bancario y a las expectativas de inflación a largo plazo. Estas últimas han logrado estabilizarse desde que se anunció el *quantitative easing* de deuda pública pero permanecen por debajo del 2% fijado como referencia por el BCE.

Una desaceleración más acusada de lo previsto de la economía china y un recrudecimiento de las tensiones políticas e institucionales en Grecia configuran los principales vértices de riesgo para la eurozona a corto plazo. En el primer caso, porque lastraría el crecimiento de las exportaciones, vital para un avance sostenido del PIB; en el segundo, porque reabriría el debate sobre la configuración actual del área monetaria, pudiendo traducirse en un aumento sustancial de la volatilidad financiera. Las restricciones de liquidez que afronta Grecia para devolver las ayudas oficiales concedidas bajo los distintos programas de

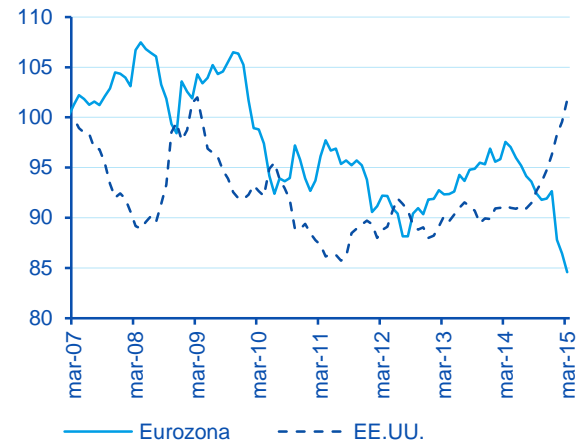
rescate y las reticencias de los organismos implicados para renovar o flexibilizar las condiciones de las mismas elevarán la incertidumbre sobre la resolución de la crisis helena hasta, al menos, finales del segundo trimestre de 2015.

Gráfico 2.9
Eurozona, crecimiento económico, % a/a



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.10
Tipo de cambio efectivo real, Ene- 2007 = 100
Aumento del índice implica apreciación



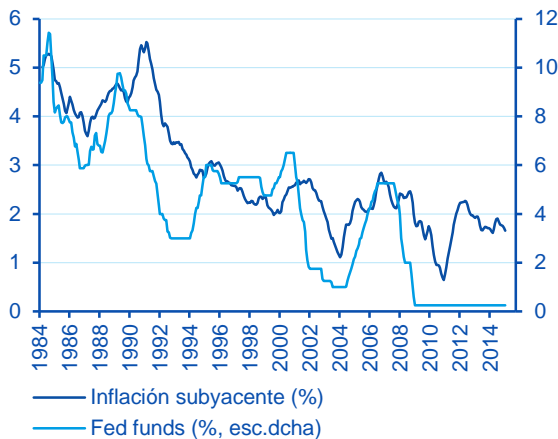
Fuente: BBVA Research y BIS

3 Aversión al riesgo global, tipos de la Fed y economías emergentes: el crecimiento estadounidense y las vulnerabilidades locales son las claves

El inicio del proceso de normalización monetaria por parte de la Reserva Federal (en adelante, Fed) previsto para septiembre de 2015 **constituye uno de los principales focos de incertidumbre del panorama económico mundial** tras siete de años en los que los tipos de interés de referencia (*fed funds*) se han mantenido próximos al 0% y el balance de la Fed ha pasado de representar el 6% del PIB de EE.UU. a superar el 25%. **La excepcionalidad del ciclo actual no solo afecta a EE.UU. La recuperación de la actividad mundial es comparativamente lenta** y caracterizada por la ausencia de presiones inflacionistas (en parte, debido a los altos niveles de endeudamiento acumulado), lo que ha permitido un elevado activismo expansivo de los bancos centrales de referencia. Todo ello dificulta la estimación de los potenciales efectos del cambio de política de la Fed sobre las condiciones de financiación globales y, por lo tanto, el ciclo económico mundial.

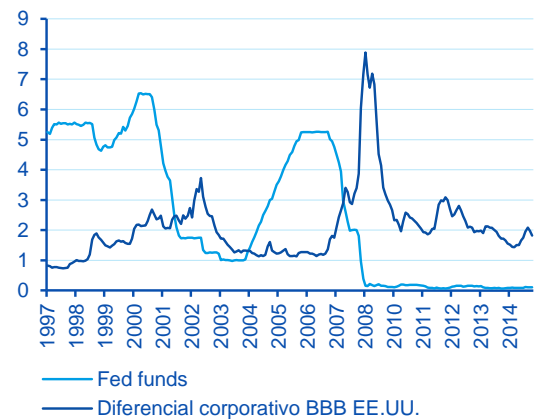
La singularidad de la senda prevista de subidas de los *fed funds* respecto a otras fases de endurecimiento monetario (Dec 93-Mar 95; Jun 99-Dec 00 y Jun 04-Sep 06) **también puede alterar la función de reacción de los agentes**, en la medida en que tanto los miembros del FOMC como el propio mercado contemplan un aumento de tipos muy gradual y un nivel de llegada al final del ciclo alcista sustancialmente más bajo que en episodios anteriores.

Gráfico 3.1
Tipos de interés de referencia e inflación subyacente de EE.UU.



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfico 3.2
Tipos de interés de referencia de EE.UU. y aversión al riesgo (%)



* Misma lectura utilizando VIX como medida de aversión al riesgo
Fuente: BBVA Research y Blomberg

El posible repunte de la aversión al riesgo y la volatilidad financiera supone uno de los principales canales de transmisión a través del cual el aumento de tipos en EE.UU. puede determinar la reasignación de flujos de capital, penalizando a los activos financieros de mayor riesgo y, entre ellos, a los de países emergentes. En este sentido, además de enfrentar mayores costes de financiación (aumento de las primas de riesgo medidas por los índices EMBI de bonos soberanos), las economías emergentes podrían encontrar restricciones en la captación de nuevos fondos (salidas de capital fruto del menor

atractivo relativo de sus activos frente a los activos estadounidenses) y dificultades en la refinanciación de la deuda ya contraída en divisa extranjera, en un escenario de apreciación global del dólar.

La relación histórica entre los *fed funds* y las medidas tradicionales de aversión al riesgo como el VIX (índice de volatilidad del mercado de opciones de Chicago) o el diferencial corporativo BBB de EE.UU. **no es concluyente a la hora de establecer qué incrementos de los primeros vienen acompañados de repuntes de la volatilidad financiera.** Tomando como horizonte temporal 1997-2015, pueden distinguirse tres períodos en los que la relación entre ambas variables varía:

- (i) **1997-2004:** en media, la relación es positiva (incrementos/ reducciones de los *fed funds* convivían con incrementos/ reducciones de la volatilidad financiera) aunque no siempre contemporánea. Mayores tipos de interés suponen, en general, exigir una mayor remuneración por la asunción de riesgo en las carteras de activos financieros.
- (ii) **2004-2006:** subidas de los *fed funds* conviven con una estabilización de la volatilidad financiera en niveles reducidos en relación al promedio histórico. Cabe destacar que estos años fueron los más dinámicos de la economía mundial (crecimiento del PIB nominal próximo al 9%), coincidiendo con el intenso incremento del precio de las materias primas. El endurecimiento monetario de la Fed fue, entonces, necesario para evitar un recalentamiento de la economía estadounidense y los riesgos de exuberancia financiera asociados.
- (iii) **2007-15:** durante los dos primeros años, el intenso aumento de la volatilidad financiera ocasionada por la crisis de Lehman Brothers provoca el recorte de los *fed funds* hasta el 0% (relación negativa). En adelante, la ausencia de cambios en los *fed funds* se corresponde con una estabilización de la volatilidad financiera, también en cotas bajas, aunque con un factor diferencial respecto a 2004-06: el efecto de la expansión de balance de los principales bancos centrales desarrollados (efecto liquidez).

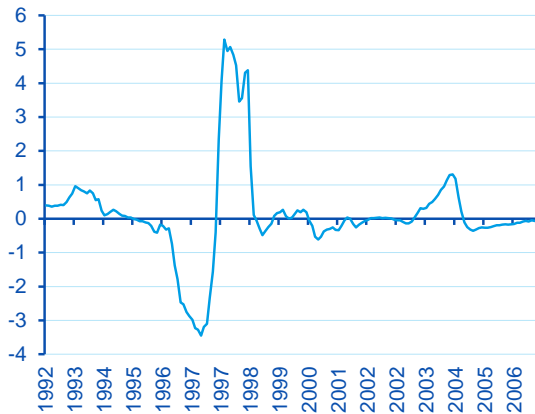
Estadísticamente, la variabilidad de dicha relación queda corroborada con la elasticidad incondicional³ del VIX a los *fed funds* durante el período previo a la crisis financiera reciente. Así, aun cuando la estrategia monetaria de la Fed sea un elemento determinante de las condiciones financieras globales no es el único, y su impacto sobre las mismas depende, en gran medida, de otros factores como la fase del ciclo en el que se encuentre tanto EE.UU. como la economía mundial, el volumen de liquidez en el sistema o tensiones específicas en mercados como el de bonos soberanos del área euro.

De hecho, la sensibilidad de la volatilidad financiera global a cambios en los *fed funds* es negativa si la Fed altera su política monetaria en respuesta a variaciones en la posición del ciclo económico de EE.UU., es decir, subidas de los *fed funds* conviven con descensos de volatilidad. Por el contrario, cuando la variación de los *fed funds* no es resultado directo de alteraciones en la actividad estadounidense (el mercado tiene mayores dificultades para anticipar la política monetaria de la Fed), la sensibilidad de la volatilidad es positiva (aumentos del VIX ante aumentos de los *fed funds*)⁴.

3 La elasticidad incondicional del VIX a los *fed funds* se corresponde con el coeficiente de una regresión lineal entre ambas variables (además de una constante) computado para una ventana móvil de datos de dos años.

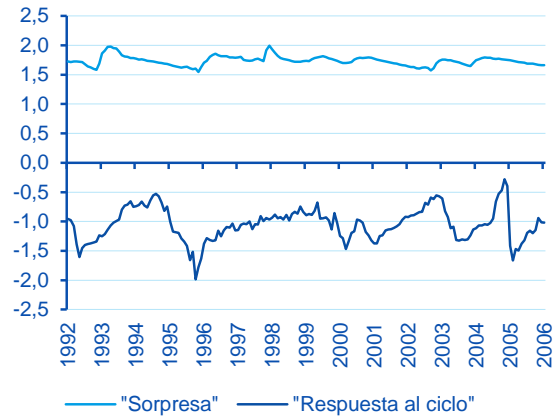
4 La sensibilidad condicional se estima de manera similar a la incondicional pero utilizando solo el componente del VIX y de los *fed funds* explicado por el tipo de *shock* relevante (respuesta al ciclo: *shock* a la tasa de paro; "sorpresa": *shock* exógeno a ciclo económico de EE.UU.), es decir, se trata de las trayectorias del VIX y los *fed funds* que hubieran ocurrido si solo hubieran estado presentes *shocks* de este tipo. Para aislar estos componentes se utiliza un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR) con las variables *fed funds*, VIX, inflación subyacente y tasa de paro de EE.UU. consistente con la teoría económica.

Gráfico 3.3
Elasticidad histórica del VIX a variaciones de los fed funds (%): 1992-2006



Fuente: BBVA Research, Bloomberg y Haver

Gráfico 3.4
Sensibilidad del VIX a variaciones de los fed funds en respuesta a cambios en el ciclo de EE.UU. o a factores exógenos ("sorpresa"), %



Fuente: BBVA Research, Bloomberg y Haver

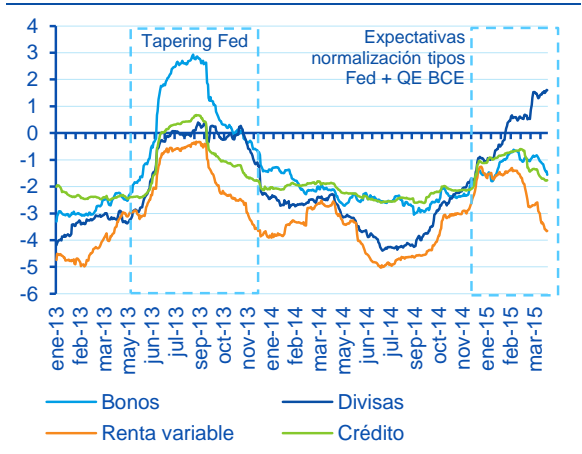
En el ciclo actual, **los programas de *quantitative easing* en vigor y el mayor activismo de los bancos centrales emergentes**, con recortes prácticamente generalizados de los tipos de interés de referencia, **constituyen factores diferenciales que podrían ayudar a amortiguar un potencial incremento de la aversión al riesgo en los próximos meses** como consecuencia de decepciones en el crecimiento económico de EE.UU. o de otras sorpresas negativas.

Desde principios de 2015, el VIX se ha reducido desde cotas del 22% al 13% de finales de abril y el diferencial corporativo BBB de EE.UU., que repuntó a principios de ejercicio hasta niveles del anuncio del *tapering*, ha vuelto a moderarse, pasando del 2% en enero al 1,6% en abril. El tamaño del programa de activos del BCE, superior al esperado, ha podido jugar un papel clave en la contención de la percepción de riesgo global. La rebaja de las expectativas de subida de tipos de interés por parte de los miembros del FOMC, estrechando la brecha con la senda descontada por el mercado, también ha influido.

Con todo, hay que destacar el comportamiento diferenciado de la volatilidad por tipo de activos. Los índices sintéticos de volatilidad global elaborados por BBVA Research para los principales mercados muestran un aumento generalizado de la volatilidad en enero y febrero de 2015, hasta rozar referencias de septiembre de 2013, y una caída posterior en el mercado de bonos, acciones y crédito corporativo. La excepción reside en el mercado de divisas, situándose su volatilidad en cotas máximas desde principios de 2012 como consecuencia, fundamentalmente, de los movimientos en las monedas emergentes y algunas desarrolladas como el euro, el franco suizo, etc.

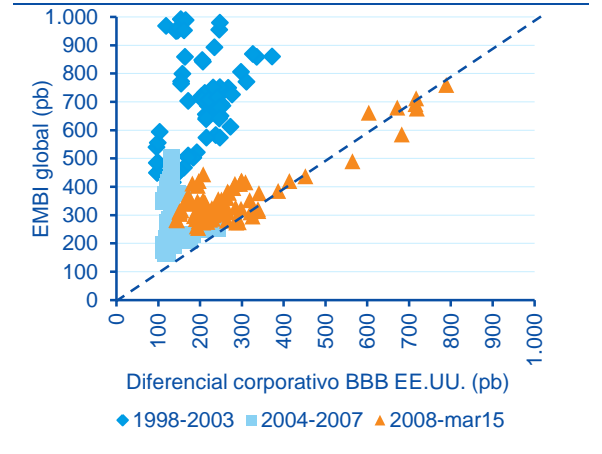
Por tanto, **sin que pueda descartarse que estemos en la antesala de un aumento de la volatilidad financiera, éste podría ser limitado y no comprometer la recuperación económica local y del resto del mundo** si la Fed vincula, en todo momento, las subidas de tipos a la fortaleza de la demanda doméstica de EE.UU. (*data dependence*). Solo si la Fed optase por una estrategia de subidas de tipos rápida y agresiva, que el mercado interpretase como un fallo de política monetaria dada la ausencia de presiones inflacionistas, y/o tuviese lugar un *shock* inesperado y de carácter sistémico (por ejemplo, una desaceleración brusca de la economía china o un evento disruptivo en la crisis de Grecia), el aumento de volatilidad podría ser elevado y, sobre todo, persistente.

Gráfico 3.5
Índices BBVA Research de volatilidad global por tipo de activo. A mayor valor del índice, volatilidad más elevada



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 3.6
Aversión al riesgo global (diferencial corporativo BBB EE.UU.) y prima de riesgo del mercado de bonos soberanos emergentes (EMBI global)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

La vulnerabilidad de las economías emergentes a un rebrote de la aversión global al riesgo reside, principalmente, en la estrecha vinculación que existe entre los cambios de precio de sus activos financieros y los índices de volatilidad global (“beta de riesgo emergente”). En el caso particular del mercado de bonos, aumentos del diferencial corporativo BBB EE.UU. traen aparejados repuntes del EMBI global de igual magnitud o superior, de ahí que éste sea el primer foco de vigilancia. Pero igual de relevante, y reflejo de este primer foco, es el impacto de la reasignación de flujos de capital entre mercados emergentes y desarrollados. Según el BIS⁵, el volumen de crédito bancario en dólares a agentes no residentes en EE.UU. responde, principalmente, a variaciones en los tipos de interés a corto plazo (ejemplo: LIBOR USD), mientras que la financiación vía bonos, también en dólares, es más sensible a alteraciones en los tipos de interés de largo plazo de EE.UU. y, en concreto, a la prima por plazo de la curva soberana dólar (diferencial entre la rentabilidad a 10 y 2 años de la deuda pública).

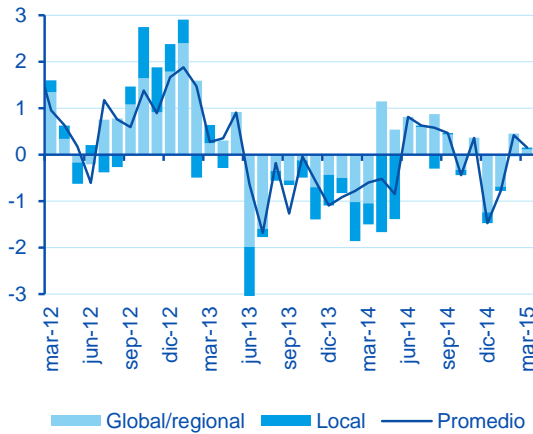
Dicho esto, la gradualidad esperada para la senda de subidas de los *fed funds* debería traducirse en un repunte también progresivo de los tramos largos de la curva dólar, considerando, además, las bajas tasas de inflación y el efecto arrastre que seguirá ocasionando el *quantitative easing* del BCE y el Banco de Japón sobre el mercado de bonos.

La dinámica reciente de flujos de capital hacia economías emergentes⁶ pone de manifiesto que, tras la corrección de finales de 2014, común a los principales países en respuesta a un posible endurecimiento anticipado de la Fed (“factor global”), la diferenciación se ha impuesto en los primeros meses de 2015, ganando poder explicativo “factores locales” relacionados con las vulnerabilidades particulares de cada país. El grado de apertura de la cuenta de capital, la posición exterior (saldo de la balanza por cuenta corriente y volumen de deuda externa), la dependencia de las materias primas, la fortaleza de la demanda doméstica o la estabilidad política e institucional son algunos de los elementos que definen el castigo relativo a los activos emergentes en momentos de aversión al riesgo creciente. La evolución dispar de la cotización de algunas divisas de referencia en el arranque de 2015 así lo revela.

5: Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage, BIS WP, Enero 2015
6: Véase Flows and Assets Report | First Quarter 2015. <https://www.bbva.com/en/publicaciones/flows-and-assets-report-first-quarter-2015/>

Gráfico 3.7

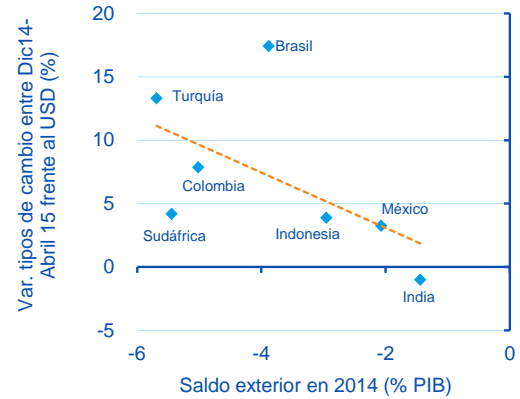
Flujos de capital de cartera a economías emergentes (variación mensual, %: descomposición en factores globales y locales según BBVA Research



Fuente: BBVA Research y FMI-IFS

Gráfico 3.8

Saldo de la balanza por cuenta corriente y variación del tipo de cambio de economías emergentes

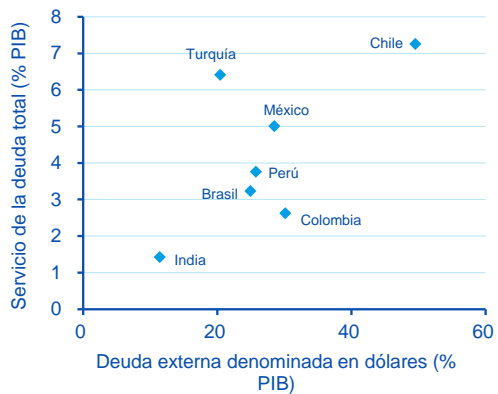


* Incrementos del tipo de cambio significan depreciación de la divisa local
Fuente: BBVA Research, FMI y Bloomberg

Pero al margen de los factores idiosincráticos arriba mencionados, que operaron en mayor o menor medida en otros períodos de aumento de la volatilidad financiera, **un aspecto novedoso del ciclo actual es el fuerte aumento del volumen de deuda externa denominada en divisa extranjera** (principalmente, dólares) y contraída, sobre todo, por el sector privado. La divergencia entre la política monetaria de la Fed y del resto de bancos centrales de referencia es previsible que siga manteniendo las presiones de apreciación sobre el dólar, dificultando el servicio de la deuda en esta moneda.

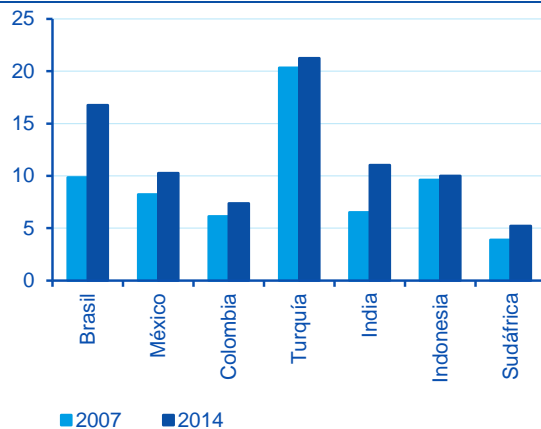
Con todo, el inicio de la etapa de subidas de tipos de interés de la Fed no siempre es sinónimo de un repunte elevado y persistente de la aversión global al riesgo, sobre todo si se produce de forma progresiva y viene acompañado de una mejora del ciclo económico mundial y del mantenimiento de las políticas de estímulo monetario en otras geografías. Ahora bien, los agentes sí pueden empezar a penalizar la asunción excesiva de riesgo en activos financieros cuyas economías de referencia presenten debilidades que comprometan su capacidad de crecimiento a medio plazo. Además, cabe recalcar el carácter excepcional del contexto actual, que complica la anticipación de los posibles efectos de las subidas de tipos en EE.UU.

Gráfico 3.9
Deuda externa denominada en dólares y servicio de la deuda, 2014



Fuente: BBVA Research, IIF y FMI

Gráfico 3.10
Deuda externa contraída por el sector privado (% PIB)



* 2013 para Brasil, Turquía, México, Indonesia y Sudáfrica
Fuente: BBVA Research, IIF y FMI

4 Tablas

Tabla 4.1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

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

* 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: 30 de abril de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 4.2

Previsiones Macroeconómicas: Inflación

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

* 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: 30 de abril de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 4.3

Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente

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

* 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: 30 de abril de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 4.4

Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público

Promedio (% PIB)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	-6,8	-4,1	-2,8	-2,8	-2,5
Eurozona	-3,6	-2,9	-2,4	-2,1	-1,6
España *	-6,6	-6,3	-5,7	-4,4	-3,0
Reino Unido **	-8,3	-5,7	-5,7	-4,4	-3,4
América Latina ***	-2,3	-2,4	-4,3	-4,2	-3,2
EAGLES ****	-1,3	-2,0	-2,6	-3,4	-3,0
Turquía	-2,1	-1,2	-1,6	-1,5	-1,5
Asia-Pacífico	-2,7	-3,0	-2,9	-3,0	-2,9
Japón	-7,6	-9,2	-7,9	-7,0	-6,5
China	-1,1	-1,5	-1,8	-2,3	-2,5
Asia (exc, China)	-3,9	-4,1	-3,7	-3,6	-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: 30 de abril de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 4.5

Tipo de interés de la deuda pública a 10 años

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

Fecha de cierre de previsiones: 30 de abril de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 4.6

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de cambio

Promedio	2012	2013	2014	2015	2016
EUR-USD	0,78	0,75	0,75	0,96	0,94
USD-EUR	1,29	1,33	1,33	1,04	1,07
GBP-USD	1,59	1,56	1,65	1,47	1,60
JPY-USD	79,8	97,5	105,8	124,3	131,7
CNY-USD	6,31	6,20	6,14	6,19	6,09

Fecha de cierre de previsiones: 30 de abril 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	1,50
Eurozona	0,75	0,25	0,05	0,05	0,05
China	6,00	6,00	5,60	4,60	4,60

Fecha de cierre de previsiones: 30 de abril 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

España

Miguel Cardoso Lecourtois
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jimenez González-Anleo
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

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

Análisis Transversal de Economías Emergentes

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

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano Herrera
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz Pérez
juan.ruiz@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

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

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero Calvo
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo Delgado
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas Sanchez-Caro
oscar.delaspenas@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