

Situación Global

Tercer Trimestre 2013
Análisis Económico

- **El crecimiento mundial se modera** y reajusta entre distintas áreas.
- **Los mercados financieros cotizan la comunicación de la Reserva Federal** y la desaceleración de las economías emergentes.
- **El crecimiento potencial en el futuro**, al ritmo del crecimiento real.

Índice

1. La recuperación se modera	3
2. Crecimiento global: sin mejoras hasta 2014, riesgos diversificados	4
3. La estimación del PIB Potencial en BBVA Research.....	12
Recuadro 1. El crecimiento potencial en América Latina: es necesario retomar el impulso	19
4. Tablas	21

Fecha de cierre: 2 de agosto de 2013

1. La recuperación se modera

El crecimiento mundial se mantiene en la primera mitad de 2013 en torno al 3%, nivel similar al de 2012. A lo largo del segundo trimestre del año los indicadores que se fueron conociendo han ido moderándose y apuntan a un crecimiento trimestral del 0,6%. **Esta moderación se explica, en parte, por el aumento de la volatilidad y por el tensionamiento reciente de las condiciones de financiación**, que, con todo, ha sido mucho más moderado que con los eventos disruptivos de los últimos años (quiebra de Lehman Brothers, problemas institucionales en Europa, reestructura de la deuda griega, etc). Ahora este tensionamiento se enmarca en la incertidumbre **de eventos de “tiempos casi normales”**. En primer lugar, la comunicación de la FED para explicar la estrategia de salida de la expansión de su balance, en un contexto de gradual recuperación económica. Los mercados reaccionaron con una **intensa subida de las tasas largas de EE.UU.** que las sitúa al finalizar julio en el plazo de 10 años entre 70 y 80 puntos básicos por encima de los niveles de la primera mitad de mayo. En segundo lugar, las **tensiones registradas en el mercado interbancario de China** han sido una señal de la preocupación del banco central de aquel país ante el intenso crecimiento del crédito y de la banca en la sombra. También los **indicadores de riesgo en la eurozona** volvían a deteriorarse hasta niveles próximos a los alcanzados en la crisis bancaria de Chipre por la falta de avances significativos en la construcción de una unión bancaria, y por las incertidumbres políticas en algunas economías periféricas, especialmente Portugal. Finalmente, la evidencia de la desaceleración en economías emergentes de gran peso acentuó las salidas de capital y la aversión al riesgo derivados de una liquidez global menos favorable. **Ante todos estos eventos, las expectativas de los inversores se ajustan a un entorno de menor crecimiento en las economías emergentes y de normalización gradual de la política monetaria en EE.UU.**

Con todo, las perspectivas para el futuro próximo son de una paulatina recuperación hasta **cerca del 4% en 2014**, con mejoras incluso ya desde el segundo semestre de 2013 en algunas economías. **Las más desarrolladas seguirán apoyadas por sus bancos centrales y, en el caso del área del euro, se verán beneficiadas por un esfuerzo de consolidación fiscal menos intenso** que el registrado en 2012. En las **economías emergentes** la desaceleración en curso se interrumpirá ayudada por la **mejora de las condiciones en las economías desarrolladas, así como por la utilización prudente de los márgenes de maniobra de las políticas económicas domésticas existentes en algunos países**. La recuperación será mayor en las economías latinoamericanas, mientras que la mejora del área asiática se verá frenada por la **desaceleración de China, acotada pero casi sin interrupción desde 2008 y que seguirá al menos en 2014**. **Esta moderación está ligada al paulatino agotamiento de un modelo de crecimiento muy intensivo en crédito e inversión y que debe evolucionar hacia un mayor peso del consumo.**

Este escenario central global, de alta probabilidad, tiene todavía unos **rangos de incertidumbre algo más sesgados a la baja que al alza, pero sin que se vislumbren con probabilidad relevante eventos disruptivos**, que impidan un panorama de, como poco, sostenido crecimiento global en 2013 y 2014 cerca de los niveles de 2012.

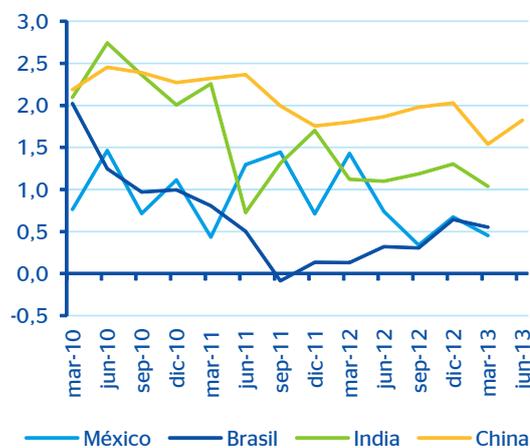
Los riesgos bajistas que podrían retrasar de nuevo la recuperación global (relativamente menos probables que en otras ocasiones) serían fundamentalmente la **vuelta de eventos que complicaron el panorama el trimestre pasado** hasta llegar a producir tensiones adicionales en las condiciones de acceso al financiamiento y deterioro de la confianza de los agentes económicos. Se podría tratar de: i) una nueva caída, intensa y continuada, en el precio de los activos sin riesgo como el bono del Tesoro de EE.UU. como resultado de un mercado menos atado a los deseos de la Reserva Federal; ii) un **resurgimiento de las dudas en los avances hacia la unión bancaria y en la “excepcionalidad” de Grecia** y; iii) una mayor desaceleración de la economía china en su necesario proceso de rebalanceo económico a la vez que **acomoda gradualmente el ajuste del tamaño de su sistema financiero**. Si bien es cierto que las autoridades cuentan con márgenes de actuación para evitar eventos “de cola”, el proceso de cambios que afronta China es mayúsculo, requiere de reformas amplias, continuadas y decisivas.

2. Crecimiento global: sin mejoras hasta 2014, riesgos diversificados

La economía global muestra un debilitamiento cíclico, sobre todo en emergentes, y afronta unas condiciones financieras menos laxas

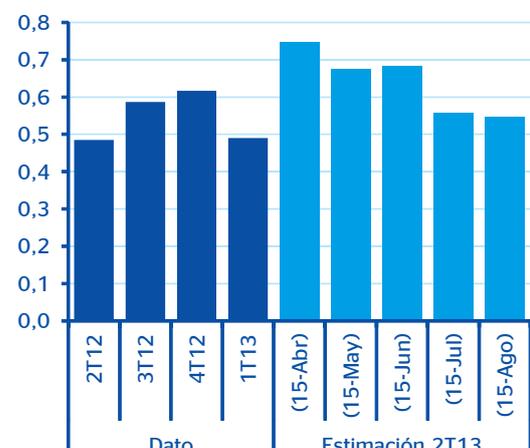
El escenario económico global es menos favorable que el vigente hace tres meses, cuando difundimos nuestras anteriores previsiones de crecimiento, lo que nos lleva a la revisión a la baja de nuestras perspectivas de PIB mundial hasta un crecimiento en 2013 del 3,1%, dos décimas menos de lo previsto hace tres meses. Para 2014 se mantienen las expectativas de expansión, en este caso hasta el 3,8%, dos décimas menos de lo previsto el trimestre pasado. Detrás de ese deterioro y de la consecuente revisión de previsiones subyacen, al menos, dos motivos. Por una parte, **las economías emergentes están experimentando una desaceleración más intensa de lo esperado** (gráfico 1), y entre ellas cabe destacar la moderación del crecimiento en China, por sus repercusiones globales, más allá de la propia Asia, por ejemplo en las economías sudamericanas. En segundo lugar, se ha producido un evento no esperado, al menos en el momento en el que se produjo, como es el **endurecimiento de las condiciones financieras a nivel global**. Este tensionamiento ha sido resultado fundamentalmente de la reacción del mercado a la comunicación de la Fed con respecto a sus planes de paulatina disminución y posterior reversión de la tercera ronda de su programa de expansión cuantitativa.

Gráfico 1
Economías emergentes, crecimiento del PIB (% t/t, corregido de estacionalidad)



Fuente: Haver

Gráfico 2
Crecimiento del PIB mundial según BBVA-GAIN (% t/t)



Fuente: BBVA Research

El crecimiento no termina de convencer en las economías avanzadas y se deteriora en las emergentes

Durante los dos últimos trimestres, los datos macroeconómicos no han sido en general positivos, e incluso han generado nuevas fuentes de preocupación al menos en algunas áreas geográficas. Así, el flujo de nuevos datos ha ido paulatinamente reduciendo las estimaciones de crecimiento del PIB trimestral global (gráfico 2).

Por una parte, las economías avanzadas han mostrado un comportamiento ciertamente dispar, pero en general su crecimiento sigue muy lejos de ser robusto, salvo en el caso de Japón. **El crecimiento en EEUU, sin ser espectacular** (la economía no crece por encima del 2% desde el 3T12), **ha evolucionado en línea con lo previsto**. Aun así, esas tasas de crecimiento, aunque pobres en comparación histórica con otras recuperaciones, son especialmente destacables dado

el lastre que sobre el PIB suponen las medidas de consolidación fiscal implementadas como consecuencia de la parcial entrada en vigor del llamado *sequester* del gasto público y de las subidas de impuestos acordadas a comienzos de año.

En Europa, el inicio de año fue decepcionante, con una acumulación de seis trimestres de contracción. No obstante, los datos más recientes están siendo más favorables y es probable que durante el segundo trimestre la zona euro haya evitado una nueva caída del PIB. Japón, por su parte, experimentó en el primer trimestre un rebote de su PIB y los datos más recientes apuntan a que estaría manteniendo su dinamismo apoyado en las medidas de impulso monetario y fiscal adoptadas por el nuevo gobierno. En su conjunto, **las economías avanzadas habrían mejorado su comportamiento cíclico durante los últimos meses, pero no lo suficiente como para modificar la percepción sobre su situación y sus perspectivas en el escenario más probable.**

La situación macroeconómica de las economías emergentes, por el contrario, se ha debilitado significativamente. Entre las dos grandes economías emergentes de Latinoamérica, preocupa la situación en **Brasil**, incapaz de rebotar significativamente del estancamiento de 2011/2012 y con incertidumbres adicionales por las recientes tensiones sociales. El modelo de crecimiento basado en un consumo favorecido por el endeudamiento en un marco de escasa iniciativa política para las reformas y la inversión productiva parece estar agotándose. Además, la necesidad de que la política monetaria controle la inflación se ha traducido en un aumento de tipos de interés, lo que dificultará en el corto plazo la recuperación. **México**, por su parte, ha perdido dinamismo en la primera parte de 2013 tanto por la menor demanda externa como por el impacto en el gasto público del cambio de responsabilidades en el gobierno. En todo caso, se registra un crecimiento modesto en comparación con su capacidad potencial.

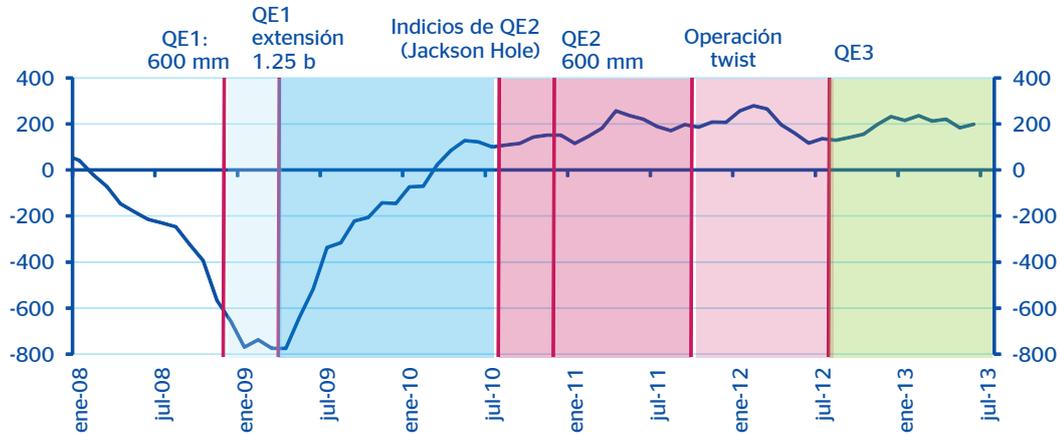
Por su parte, **las dos grandes economías emergentes de Asia se han debilitado en los últimos trimestres**, y los datos más recientes han abundado en esta tendencia (grafico 1). En India se debilita la demanda doméstica y en particular la inversión a la vez que las condiciones externas se hacen menos favorables. En **China**, la tendencia de desaceleración se mantiene, arrastrando a otras economías emergentes (las más dependientes de la demanda de materias primas) y afectando igualmente a economías exportadoras de bienes de inversión. **La desaceleración en China es fruto de la combinación de la moderación de la demanda externa y de las medidas de política económica dirigidas a reducir las vulnerabilidades del sector financiero** (como se analiza con más detalle posteriormente) **y de una caída de la capacidad de crecimiento potencial.** Además, los datos más recientes siguen arrojando dudas sobre la fortaleza del consumo y, en definitiva, sobre la plasmación del pretendido cambio de modelo de crecimiento.

Acostumbrando al mercado a una menor liquidez

El segundo factor que contribuye al menor optimismo sobre el escenario económico global, es el endurecimiento de las condiciones financieras vigentes. Aunque sea por múltiples causas, **la mayor parte del repunte en las condiciones de financiación a nivel global se origina a mediados de mayo con el detalle anunciado por la Fed de sus planes para limitar primero, y poner fin después, a su programa de expansión monetaria.** La Fed ya venía adelantando durante los últimos meses su intención de iniciar un proceso de salida de las medidas extraordinarias de liquidez que había adoptado en los últimos años como respuesta a la crisis. Esos planes se han concretado recientemente, de modo que el mercado ha interpretado que en septiembre la Fed comenzará a disminuir el ritmo de sus compras de activos (desde los 85 mil millones de dólares al mes) y que cuando la tasa de desempleo alcance el 7% (algo que se espera para el segundo trimestre de 2014), la Fed dejará de comprar activos. Además, el banco central de EE.UU. mantiene inalteradas las condiciones que podrían justificar las subidas de tipos que, según nuestras previsiones, comenzarán bien avanzada la segunda mitad de 2015, mientras que la normalización -reducción- del balance de la Fed no comenzará hasta bien entrado 2016.

Gráfico 3

Crecimiento del empleo privado no agrícola (variación en miles, media móvil 3 meses)



Fuente: Haver y BBVA Research

La Fed ha basado la puesta en marcha de este plan de salida en el mejor tono de la economía americana. Además, es probable que otros factores también hayan jugado un papel en esta decisión, como los temores a la generación de burbujas en ciertos mercados tras años de tipos de interés muy bajos y abundante liquidez, o las dudas sobre la efectividad de sucesivas rondas de expansión monetaria para alcanzar impulsos adicionales de actividad.

Lo cierto es que todavía **persisten dudas sobre la fortaleza real de la recuperación en marcha en EE.UU.** La consolidación fiscal está restando crecimiento (y el proceso continuará en el futuro inmediato) y la economía americana no está encontrando fácil crecer a un ritmo aceptable por comparación histórica (de, al menos, el 2%), mientras que recientemente sectores como el manufacturero han dado muestras de debilidad. **El sector de la construcción residencial está mostrando un gran dinamismo, pero en parte apoyado en unas condiciones financieras muy favorables que comienzan a revertir.** El consumo se mantiene estable, pero tanto por la disminución de la tasa de ahorro y el efecto riqueza positivo como por el aumento del empleo y la renta disponible. Además, el empleo no muestra un crecimiento especialmente robusto. La última ronda de estímulos contribuyó a impulsar la creación de empleo otra vez hasta el entorno de los 200 mil nuevos empleos al mes (gráfico 3), no mucho más allá de lo ocurrido en anteriores periodos en los que finalmente fue necesaria una nueva ronda de estímulos.

En todo caso, el plan de la Fed ha estado caracterizado por la transparencia y la prudencia. Se detalla que por una parte no se interrumpen inmediatamente las compras de activos, sino que se extienden durante un periodo aún prolongado (probablemente la Fed seguirá ampliando su balance durante casi un año más). Además, la Fed ha reafirmado su compromiso con el mantenimiento de tipos de interés muy bajos durante un periodo prolongado y, lo que quizás es más importante, todo el proceso es condicional a la marcha de la economía, es decir, a que la economía continúe creciendo a “velocidad de crucero”.

Gráfico 4

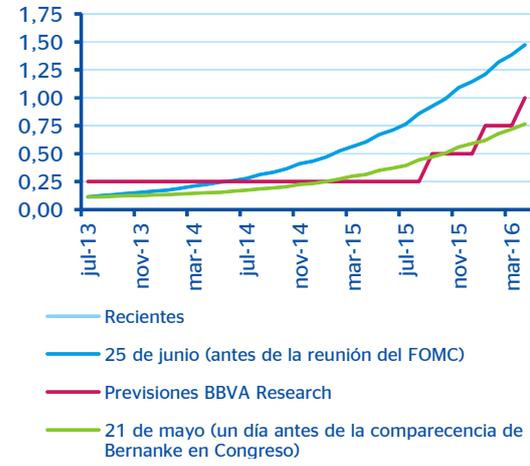
Tipos de interés de la deuda pública de EEUU a 10 años (%)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 5

Futuros sobre los tipos de la Fed



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Sin embargo, **la reacción del mercado a este plan (incluso después de ser bien aclarado en sus detalles) ha resultado más intensa de lo (probablemente) deseado por la Fed.** Como se puede observar en los gráficos 4 y 5, los tipos de interés a largo plazo llegaron a aumentar en más de 100 puntos básicos, mientras que los futuros descuentan ahora la primera subida de tipos para comienzos de 2015, prácticamente un año antes de lo esperado hace dos meses. En nuestra opinión, **es probable que lo observado en los mercados financieros sea en parte sobre-reacción**, como muestran recientes cesiones a la baja de las tasas, tanto de las largas como de las expectativas de las más cortas. Aun así, **la puesta en marcha del mecanismo ha generado un proceso de recomposición de carteras ante el fin de la abundante liquidez** y, por tanto, de la demanda extra de bonos que contenía los tipos de interés en niveles excepcionalmente bajos. En nuestra opinión, **estamos ante el inicio de un ciclo de normalización de las condiciones financieras, con tipos de interés más altos y una menor demanda para los activos de riesgo.**

Desaceleración en China: moderación global y medidas para acotar el endeudamiento y el alcance de la banca en la sombra

El reciente tensionamiento que se ha producido en el mercado interbancario chino (gráfico 6), refleja los efectos secundarios del **proceso que las autoridades chinas han adoptado para poner coto a los riesgos asociados con el rápido crecimiento del crédito y la acumulación de la deuda**, dado que el endeudamiento de los agentes económicos ha estado creciendo holgadamente por encima del crecimiento nominal de la economía durante un largo periodo de tiempo (gráfico 7). Si a eso le añadimos el crédito generado por el llamado sector financiero en la sombra, no regulado, es probable que el nivel de endeudamiento total en China alcance ya el entorno de los 200 puntos de PIB. Las autoridades han adoptado a lo largo del último año distintas medidas destinadas a restringir tanto el crecimiento del crédito como a poner límite a las actividades del sector financiero no regulado.

Es probable que las tensiones en el interbancario no hayan pasado de ser un episodio transitorio, destinado a lanzar una señal sobre la firme voluntad de las autoridades, pero también ha servido para evidenciar aún más las potenciales fragilidades del sistema financiero. Hay que tener en cuenta que el crédito no sólo ha crecido con más intensidad que la economía durante los últimos años, sino que además en parte se ha destinado con preferencia a la financiación de proyectos de rentabilidad dudosa. Por ejemplo, proyectos de infraestructura local resultado de los planes de estímulo implementados a finales de 2008 y 2009 para contrarrestar

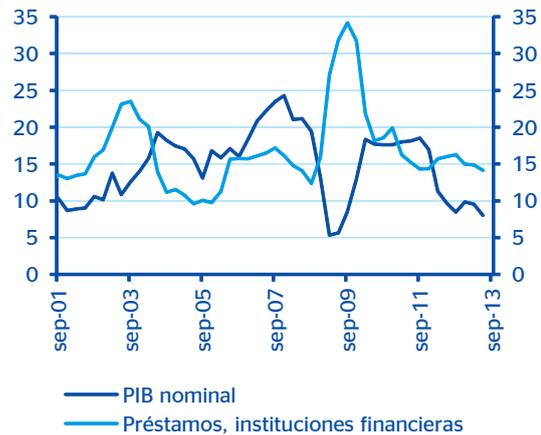
la recesión global post-*Lehman Brothers*. El resultado de todo ello ha sido el aumento de las dudas sobre la capacidad de esta economía para continuar creciendo a los ritmos recientes en un entorno global muy acotado.

Gráfico 6
Mercado interbancario (tipos REPO a 7 días y tipo interbancario de Shanghái)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 7
Crecimiento del crédito y del PIB nominal (% a/a)



Fuente: Haver y BBVA Research

El escenario base continúa siendo de continuidad de una desaceleración moderada. Las medidas para limitar el crecimiento del crédito supondrán un cierto lastre sobre el crecimiento, pero aun así las autoridades chinas parecen cómodas con las actuales tasas de variación del PIB, mientras sean el resultado de cambios que hagan más sostenible (y saludable) el crecimiento en el medio y largo plazo. Seguimos considerando que **el Gobierno chino continúa teniendo margen de actuación en caso de que la evolución económica comprometa sus objetivos de crecimiento.** Esto supone que no cabe descartar nuevas medidas de estímulo económico y, por tanto, que las autoridades poseen los instrumentos para evitar cualquier “aterrizaje forzoso” en el crecimiento, al menos en el corto plazo.

El comienzo del fin de la liquidez abundante impacta más en las economías emergentes más necesitadas de financiación a corto plazo

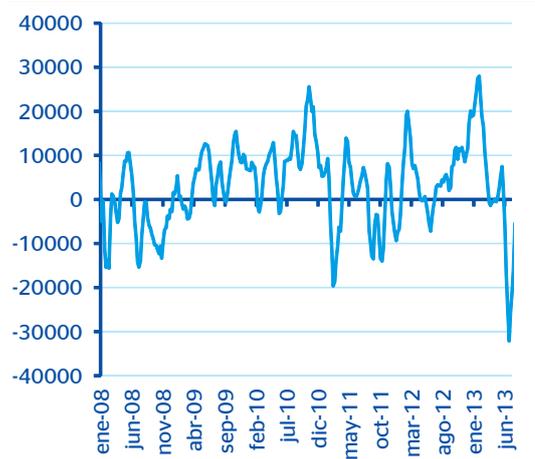
Las mayores economías emergentes de Asia y Latinoamérica están atravesando una etapa de debilitamiento de la actividad, menos intenso pero más duradero en China y más intenso pero previsiblemente menos duradero en el resto. China está provocando un importante efecto de arrastre sobre otras economías emergentes, en especial aquellas dependientes de la demanda de las grandes economías emergentes, bien sea de productos finales e intermedios (fundamentalmente las economías de Asia) o de materias primas (la mayor parte de economías de América del Sur).

Las economías emergentes han resultado las más afectadas por el reciente recrudecimiento de las tensiones financieras. Hasta el momento, las políticas de expansión monetaria de los bancos centrales de las economías avanzadas (tipos excepcionalmente bajos y aumento de balance) habían generado flujos hacia activos de más riesgo y más rendimiento, entre los que se encontraban activos de economías emergentes. En determinados momentos estos flujos fueron tan intensos que algunas economías emergentes adoptaron medidas para limitarlos (singularmente, Brasil). En la actualidad, la situación claramente ha revertido, con salidas de flujos de capitales de los mercados emergentes de acciones y bonos cercanas a 85 mil millones de

dólares desde mediados de mayo hasta mediados de julio¹. La intensidad de las salidas ha sido acrecentada en los mercados más líquidos (Polonia, Turquía, México, Brasil) por los reajustes de cartera llevados a cabo por los inversores de mayor peso, que son los de un horizonte inversor de más largo plazo. Además de caídas en bolsa y en el precio de los bonos, se ha producido también una depreciación generalizada de sus monedas. Las salidas de capital y depreciaciones en algunos países han sido tan intensas, que algunos bancos centrales han tenido que subir tipos de interés, como por ejemplo, Indonesia o Turquía mientras que otros han eliminando las barreras a las entradas de capitales (es el caso también de Brasil).

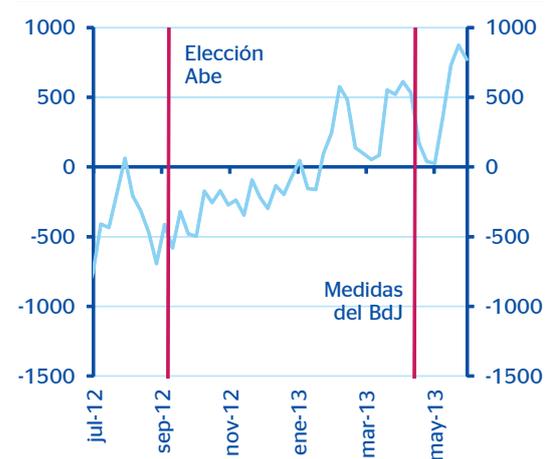
Hay varios factores detrás de esta intensa salida de capitales (gráfico 8). Además de **la inmediata anticipación al nuevo escenario de liquidez con una recomposición de carteras**, la debilidad cíclica de algunas de las economías grandes emergentes y el riesgo creciente de una desaceleración más intensa en China, son factores que apuntan en la misma dirección. También **la expansión monetaria en Japón ha estado lejos de generar un flujo de capitales a economías emergentes buscando rentabilidades más elevadas²**.

Gráfico 8
Flujos netos de bonos y acciones a mercados emergentes (Mil dólares por mes, promedio de 4 semanas)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 9
Compras netas de bonos extranjeros desde Japón (Yen miles MII, dato semanal, promedio de 4 semanas)



Fuente: Haver y BBVA Research

Con todo, siendo muy intensa la salida de flujos de capital de los mercados emergentes, existen razones para ser optimista. En primer lugar, **los datos más recientes de flujos de capital muestran una moderación en las salidas en las últimas semanas**. En segundo, **el perfil del inversor que ha protagonizado las salidas es de un horizonte de inversión de más corto plazo**, frente a inversores de perfil institucional, con horizontes de inversión más largos. Finalmente, esta reordenación de carteras ha de tener en cuenta que si se avanza hacia un entorno de menor soporte de la liquidez desde los bancos centrales es porque el ciclo económico global tiende a mejorar y ello sin olvidar los fundamentales que han construido las economías emergentes en cuanto a la certidumbre de sus políticas y sus ventajas comparativas con las más desarrolladas en ratios de solvencia.

1: Para mayor detalle ver el Economic Watch de BBVA Research "Behind the Emerging Markets sell of: some stylized facts". Disponible en internet: www.bbvarresearch.com
2: Las medidas de expansión monetaria adicional, de reforma fiscal y estructurales planteadas por el nuevo Gobierno japonés tuvieron éxito al depreciar el yen y al aumentar el precio de los bonos y disminuir su rendimiento. Con ello se dio el efecto buscado de impulsar la actividad económica y aumentar las expectativas de inflación en Japón. El efecto indirecto que esta situación podría generar pasaba por flujos de capital japonés dirigiéndose hacia otras economías en búsqueda de un mayor rendimiento. Sin embargo, la concreción de las medidas de política económica del Gobierno japonés ha decepcionado parcialmente al mercado, y parte de la depreciación del yen y de la caída de tipos ha revertido, igual que las salidas de capital.

Área del euro, las perspectivas de recuperación se mantienen a pesar de la revisión a la baja del crecimiento de 2013

En Europa las tensiones financieras volvieron a aumentar, deshaciendo parte de las mejoras logradas en la primera parte del segundo trimestre. Aunque no se ha materializado ningún evento importante de riesgo como en trimestres anteriores, las tensiones financieras en algunos momentos han alcanzado los niveles registrados durante la crisis del rescate chipriota (véase el gráfico 10, que lo ilustra con los bonos soberanos periféricos), pese a que el tono coyuntural de la actividad económica ha mejorado a la luz de los indicadores recientemente publicados. Varias razones están detrás de esta situación. Por una parte, es probable que Europa también se haya visto afectada por el proceso de recomposición de carteras tras el anuncio de la Fed. En segundo lugar, países del sur de Europa se han visto afectados simultáneamente por problemas de estabilidad política. Especialmente destacable es el caso de Portugal. La percepción del mercado es que las tensiones políticas dificultan los planes de retorno de Portugal al mercado de deuda pública y aumenta la probabilidad de que se necesite ayuda adicional a partir de mediados de 2014. El aumento de las tensiones financieras refleja los temores del mercado de que se pueda producir algún tipo de reestructuración de deuda en el futuro. En tercer lugar, pudieron haber surgido dudas sobre la capacidad del programa OMT del BCE para contener las tensiones financieras como consecuencia del escrutinio judicial al que está siendo sometido este instrumento en Alemania. Por último, el proceso de construcción de una unión bancaria continúa muy lentamente, sometido a las necesidades que dicta la economía política a nivel doméstico.

Gráfico 10

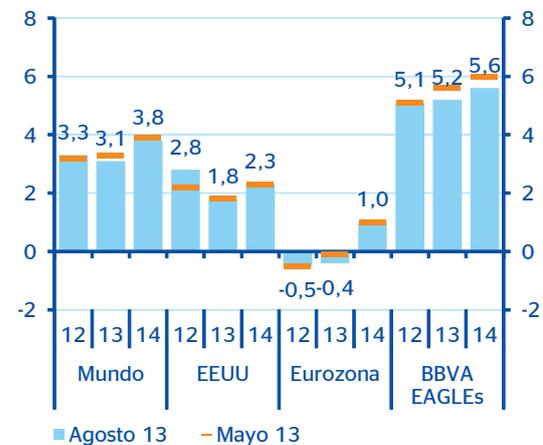
Europa: tipos de interés 10 años de la deuda pública y CDS 5 años



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 11

Crecimiento del PIB



Fuente: Haver y BBVA Research

Con todo, las perspectivas para el escenario económico del área del euro se mantienen básicamente inalteradas. Es probable que las reformas para la mejora de la gobernanza en la zona euro tomen impulso una vez pasadas las elecciones en Alemania. No obstante, el entorno exterior, más débil que hasta ahora, no supondrá un soporte mayor al esperado previamente, más bien al contrario. La política económica parece haber tomado un sesgo más flexible. Por un lado, se ha confirmado la relajación de los objetivos fiscales por parte de la Unión Europea para varios países de la zona (no sólo de la periferia), lo que hará que la política fiscal sea menos restrictiva en 2013 y 2014. El BCE, por su parte, ha dado pasos adicionales para el apoyo a la actividad: Por una parte, en mayo bajó tipos de interés; por otra, y en un paso inusitado, se ha mostrado comprometido con el mantenimiento de sus tipos de interés de referencia en niveles como los actuales o inferiores durante un periodo prolongado de tiempo, lo que supone una

suerte de versión débil de la política de conducción de expectativas (*forward guidance*). Es este un movimiento que probablemente trata de diferenciar el ciclo de la política monetaria en Europa del ciclo que acaba de comenzar en EEUU. En todo caso, **la situación macroeconómica en la zona permanece sujeta a riesgos bajistas, por lo que el momento de restringir la política monetaria parece lejano.**

Eventos de riesgo global más diversificados pero de menor impacto potencial

El escenario económico global, por tanto, se ha visto modificado por dos factores. Por una parte, por un tono macroeconómico más débil, donde la mejora de las economías avanzadas no compensa la pérdida de dinamismo de las economías emergentes, más aun al tener en cuenta que, en algunas de estas últimas, ciertas debilidades estructurales se han acentuado por lo que, no cabe esperar de ellas una capacidad de impulso de demanda global como la que tuvieron en el pasado, al menos en el corto plazo. En segundo lugar, el escenario global ya se caracteriza por un aumento de liquidez menos abundante, que se traduce en condiciones financieras menos laxas. Este escenario impacta especialmente en las economías emergentes, de forma que el crecimiento global previsto para 2013 se revisa a la baja, en 0,2 puntos porcentuales, hasta el 3,1%. Para 2014 se prevé ahora un crecimiento del 3,8% (gráfico 11).

En cuanto a los factores de riesgo, cabe señalar que **el escenario ya no está dominado por un único factor de riesgo de carácter globalmente disruptivo**. Sin embargo, algunos factores de riesgo permanecen, al tiempo que se añaden otros, lo que hace que los riesgos estén más diversificados, si bien su impacto potencial sobre la economía global es menor que los definidos en trimestres anteriores. Cabe señalar en primer lugar **la posibilidad de que el proceso de salida de las políticas monetarias expansivas de la Fed se realice de forma desordenada**. Si esto ocurriese, si las tasas de los activos libres de riesgo subiesen más allá de lo deseado por la Fed y se entrase en un proceso de elevada volatilidad financiera, el impacto en el crecimiento global a través del deterioro de la confianza y del efecto riqueza negativo no sería despreciable. En todo caso, **la menor liquidez global afecta especialmente a aquellas economías, no sólo emergentes con desequilibrios en sus balances más dependientes de financiación externa y de corto plazo.**

Un segundo factor de riesgo, quizá no inminente pero sí a tener en cuenta en el medio plazo se refiere a posibles eventos no esperados en el largo proceso de reformas en China que ha de combinar diferentes objetivos: reducir las fragilidades evidenciadas en su sistema financiero, favorecer el cambio de modelo de crecimiento, no tan intensivo en crédito, más apoyado en el consumo y todo ello sin que el ritmo de crecimiento se reduzca intensamente. Las medidas ya adoptadas para limitar el crecimiento del crédito de por sí supondrán un cierto límite a la expansión, en un país donde parte del crecimiento de los últimos años ha estado soportado por el alto endeudamiento. Las autoridades tienen un amplio margen para tratar con esos eventos de riesgo pero, en todo caso, esa situación, de ocurrir, podría generar un ajuste más brusco en el flujo de crédito a la economía, y forzar una desaceleración intensa en el crecimiento chino. Las repercusiones irían más allá de China y probablemente afectarían a las economías dependientes de la demanda china, no sólo real, también de activos financieros de las economías más desarrolladas.

Por último, **el evento de riesgo más probable, entre los previsibles, continúa siendo un recrudecimiento de la crisis del área del euro**. La situación mejora paulatinamente, pero sigue siendo muy vulnerable. La reciente inestabilidad política en algunos países del sur de Europa, y la lentitud del proceso de construcción de la unión bancaria siguen siendo elementos que podrían llegar a generar tensiones financieras y por lo tanto en actividad real.

3. La estimación del PIB Potencial en BBVA Research

1. Consideraciones acerca del PIB potencial

Introducción

El producto interior bruto potencial (PIB potencial) es el máximo nivel de producción que puede alcanzar una economía sin provocar presiones inflacionistas, tomando en cuenta los factores productivos disponibles y la tecnología existente. Es decir, no representa un máximo técnico, por el contrario, este nivel se podrá sobrepasar aunque con perjuicio de la estabilidad de precios. Además, al ser **una variable no observable, será necesario estimarla**.

Generalmente el PIB potencial se asocia a la tendencia de largo plazo de la actividad económica efectivamente registrada, de modo que la diferencia entre ambos (la brecha de producto u output gap) se considera que es una señal representativa de ciclo económico, el resultado de choques más o menos transitorios en los precios relativos de los factores productivos, la demanda externa de la economía o directamente de choques aleatorios. Durante las fases expansivas del ciclo, la actividad económica puede mantenerse por encima de su potencial (output gap positivo), periodos que se asocian con tensiones inflacionistas. Por el contrario, en las etapas contractivas (output gap negativo o incluso caída del nivel del PIB registrado o recesión) la actividad económica cae por debajo de su nivel potencial y las presiones inflacionistas tienden a moderarse.

El PIB potencial es un indicador relevante para la toma de decisiones en materia de política económica. En un entorno de output gap negativo (positivo) se pueden plantear políticas de apoyo (freno) a la actividad mediante medidas de política fiscal o de política monetaria y macroprudencial. De la misma manera, las denominadas políticas de oferta, que implican cambios permanentes en el entorno regulatorio, en los mercados de asignación de recursos productivos, pueden ir dirigidas a elevar el nivel de PIB potencial. En todo caso, **son bien conocidas las dificultades de plantear como objetivo de la política económica mejorar el PIB potencial o modular las oscilaciones del ciclo económico, ya que ambas son variables no observables, sujetas a incertidumbre** con: i) la llegada de nueva información; ii) el cambio de las previsiones económicas; o iii) el método con el que el ciclo y el potencial se trata de estimar, como se detalla en el punto siguiente.

Métodos alternativos de cálculo del PIB potencial

Podemos encontrar diversas aproximaciones a la medida del PIB potencial aunque la mayoría de los mismos se agrupan en dos grandes metodologías que hacen uso de la estadística y en algunos casos de la econometría:

1. extracción estadística de la tendencia.
2. estimación de acuerdo a teoría económica.

El primer grupo utiliza una aproximación estadística y se basa en **aplicar filtros estadísticos a la serie del PIB observado**. El resultado de este método permite separar a la serie en dos componentes: permanente y cíclico. Entre los ejemplos más utilizados de este método de cálculo podemos mencionar los filtros de Hodrick y Prescott (HP) y de Beveridge y Nelson. La principal característica de este método es que no especifica relaciones económicas para identificar el comportamiento de la serie o series analizadas.

El segundo grupo hace **uso de la teoría económica para establecer las relaciones entre el PIB y las variables macroeconómicas que se consideren relevantes** con el fin de separar lo estructural y lo cíclico del producto³.

Independientemente de la metodología utilizada para el cálculo del PIB potencial, es importante señalar que **cualquier estimación tendrá limitaciones adicionales a las de la propia caracterización del método elegido**. En primer lugar, los datos económicos están sujetos a revisión, en especial los últimos datos disponibles, que justamente suelen ser sobre los que se tiene mayor interés. En segundo lugar, la utilización de técnicas y relaciones estadísticas y econométricas conlleva la existencia de un componente aleatorio. Adicionalmente, y como comentaremos más adelante, todos los métodos de cálculo que utilizan en su procedimiento filtros estadísticos⁴ tienen el inconveniente de la escasez de información al final de la muestra (problema del *end point*), esto hace nuevamente que la estimación más incierta sea, precisamente, la de mayor interés.

2. El método de estimación utilizado por BBVA Research

Para realizar las estimaciones de PIB potencial que mostramos en el siguiente apartado hemos utilizado el método de cálculo basado en la función de producción. El desarrollo de este método comenzó con el trabajo de Solow⁵, que tenía como objetivo medir las fuentes de crecimiento de la economía de Estados Unidos a partir de la estimación de una función de producción de tipo Cobb-Douglas (CD).

En la economía que se analiza se supone que el PIB registrado es función de la cantidad utilizada de capital (K) y trabajo (L)⁶ y de la productividad conjunta (productividad total de los factores o PTF) con la cual son utilizados estos factores productivos (A). Nótese que a diferencia del capital y el trabajo, la PTF no es directamente observable.

$$PIB = Y = A \cdot L^{(\alpha)} \cdot K^{(1-\alpha)}$$

La definición de elasticidades complementarias de K y de L supone asumir que los factores productivos tienen rendimientos constantes a escala. Estos rendimientos se pueden calibrar de acuerdo al peso de la participación de las rentas de capital y trabajo en el PIB o pueden estimarse econométricamente. En el proceso de estimación del parámetro alpha de la función de producción obtenemos, al mismo tiempo, el residuo⁷ de dicha estimación, el denominado residuo de Solow. Con todo ello tendríamos la descomposición del PIB registrado en las contribuciones de capital, trabajo y productividad.

Para aproximar el PIB potencial se exige tener unos valores “potenciales” para los factores productivos (capital y trabajo) y para la productividad. El valor potencial de la productividad se asocia a la tendencia del residuo de Solow, aproximación que también se puede usar para obtener el nivel potencial de los factores productivos. Nótese que siguiendo este procedimiento es posible estimar el PIB potencial solo hasta la fecha para la cual se dispone de datos de capital y empleo. Como consecuencia de esto si se desea obtener proyecciones de PIB potencial será necesario realizar previsiones de estos factores productivos, además de previsiones también de productividad. Este asunto y sus implicaciones serán tratados más adelante.

3: Como ejemplos de esta metodología de cálculo podemos mencionar los modelos SVAR (VAR estructural), las estimaciones basadas en funciones de producción, el modelo de demanda o los sistemas multivariados.

4: En la práctica los filtros estadísticos son una forma sofisticada de promedios móviles.

5: "A contribution to the theory of economic growth", *Quarterly Journal of Economics* Nº70, 1956.

6: A su vez el trabajo puede ser medido como el resultado de la identidad contable que dice que es igual a la población en edad de trabajar por la tasa de participación (población activa sobre población en edad de trabajar) multiplicado por el complementario de la tasa de desempleo en tanto por uno. Esta identidad contable se puede ampliar con el número de horas trabajadas por trabajador.

7: Dado que la función de producción se estima en logaritmos de las variables, la productividad conjunta de los factores resulta ser un término aditivo: la diferencia de los logaritmos del nivel del PIB y de las contribuciones de capital y de trabajo. Es decir: el error de estimación de la función de producción definida.

3. Resultados de las nuevas estimaciones de PIB potencial

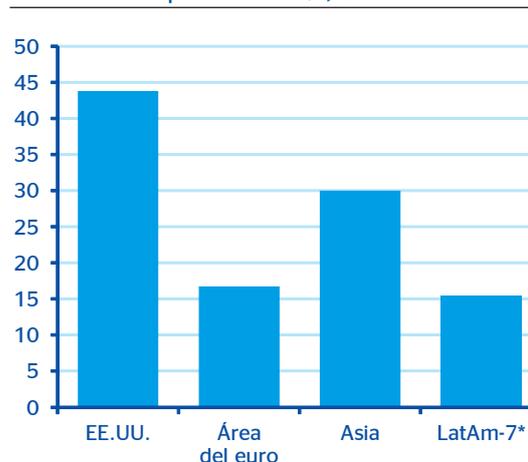
La tabla 1 muestra los resultados obtenidos al utilizar la metodología descrita en la sección anterior, con información disponible en el primer trimestre de 2013. Los resultados se presentan en promedios decenales para evitar la volatilidad de las estimaciones anuales. Este ajuste resulta razonable considerando que la capacidad de crecimiento de una economía, ligada a la acumulación y uso eficiente de factores productivos, no debería de ser muy errática a lo largo del tiempo y por lo tanto corresponder a algún promedio relativamente largo de periodos anuales.

Tabla 1
Crecimiento del PIB potencial

	Estimación en 2013 (%)			Cambio respecto al 2011 (pp)		
	91-00	01-10	11-20	91-00	01-10	11-20
EE.UU.	3,3	1,9	2,1	0,0	-0,2	-0,1
Área del euro	2,2	1,4	1,2	-0,1	-0,4	-0,3
China	8,7	9,3	7,9	0,1	0,2	-0,6
LatAm-7*	2,7	3,2	3,6	0,0	-0,2	-0,1

* LatAm7: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela
Fuente: BBVA Research

Gráfico 12
Contribución de la PTF al crecimiento potencial en %, 2011 - 2010



* LatAm7: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela
Fuente: BBVA Research e IMF

De los resultados observados en la tabla conviene destacar varios aspectos. En primer lugar, en medio de una década caracterizada por la “gran moderación” y la subsecuente “gran recesión”, **en la década pasada el comportamiento del crecimiento potencial por regiones fue muy distinto**⁸. En las economías avanzadas, EEUU y Europa, esos periodos implicaron una significativa caída del ritmo de crecimiento del PIB potencial: en EEUU hasta el 1,9% (desde el 3,3% de la década anterior) y en la zona del euro hasta un mero 1,4% (2,2% en la década anterior). Por el contrario, las economías emergentes vieron como en la misma década, su crecimiento potencial aumentaba: en China, en unas décimas, hasta un notable 9,3%, mientras que en Latinoamérica se aceleraba hasta un todavía modesto 3,3%.

Es igualmente importante destacar que la incorporación de la información más reciente (en concreto, datos sobre los dos últimos años, es decir, que incluyen parte de la lenta recuperación post-recesión) ha provocado una **revisión a la baja de las estimaciones de crecimiento potencial en todas las grandes regiones, con la excepción de China**. Especialmente significativa es la revisión a la baja en el área del euro: su crecimiento potencial se estima ahora en el 1,4%, 0,4 pp menos de lo estimado hace dos años.

Dos rasgos hay que destacar de las previsiones de crecimiento potencial de cara a la década actual. Por una parte, **la gran recesión de 2008-2009 y la lenta recuperación que le ha seguido han reducido las estimaciones previas de crecimiento potencial. Todas las regiones se han dejado algunas décimas de crecimiento potencial desde la anterior estimación**. La revisión a la baja de perspectivas afecta especialmente a China (en seis décimas) y a la zona del euro (en tres). Así, se prevé que durante la presente década el crecimiento potencial se acelere en EEUU en un par de décimas (hasta el 2,1%) y en Latinoamérica en tres décimas (hasta el 3,6%). En el caso de Latinoamérica, la aceleración estaría protagonizada por las economías más liberalizadas, abiertas al exterior y con una política económica más ortodoxa durante las dos últimas décadas. Aunque no hay que olvidar la existencia de shocks externos de demanda,

8: Al agrupar por décadas naturales, la “gran recesión” de 2009 y el posterior rebote de 2010 quedan promediados en la década 2001-10.

en parte exógenos a las propias economías de la región, como la mayor demanda de materias primas desde Asia (ver recuadro al final de esta sección). Finalmente, en lo que se refiere a China, el crecimiento potencial caerá en la década actual más de un punto porcentual respecto a la década pasada, hasta situarse ligeramente por debajo del 8%, con todo entre dos y tres veces más que las economías más desarrolladas o el conjunto de Latinoamérica.

En lo que se refiere a la composición de la contribución al crecimiento potencial, en general **se espera que la acumulación de factores productivos contribuya al crecimiento relativamente menos que su uso más eficiente**. Este resultado no resulta extraño considerando: i) unas perspectivas demográficas, clave para estimar la contribución del empleo, que son menos dinámicas tanto por desaceleración de la población como por envejecimiento, sobre todo en las economías más desarrolladas; ii) unas expectativas inversoras que han de tener en cuenta un entorno en el que el coste de financiación del capital productivo va a ser menos favorable que antes de la crisis financiera que comenzó en 2007. Este factor pesa más también a priori en las economías más desarrolladas, con mayores niveles de dotación de capital y también mayor nivel de deuda por reducir.

El margen de mejora de la capacidad de crecimiento económico en el largo plazo ha de descansar cada vez más en las ganancias de eficiencia en el uso de los factores productivos, en una mayor productividad total de los factores (PTF). Esas ganancias se producen con políticas sostenidas en el tiempo de reformas en los mercados de factores, favoreciendo su asignación con criterios de mercado, y en general en el entorno institucional, haciéndolo lo más confiable y menos distorsionador posible en la toma de decisiones de los agentes económicos.

4. La importancia de la cantidad de información disponible y de las previsiones de las variables observadas en el diagnóstico del crecimiento potencial

Tomando en cuenta las consideraciones realizadas sobre la estimación del PIB potencial es oportuno destacar dos aspectos. En primer lugar, **la importancia de la cantidad de información disponible para extraer la señal tendencial-potencial del PIB**. En segundo lugar, **la alta dependencia que exhiben las proyecciones de PIB potencial respecto a las previsiones que se hagan de las variables observadas, las no potenciales, y en particular del propio PIB, más que del método de estimación considerado**.

Respecto al primer punto, podemos señalar que los filtros convencionales⁹ (ej. filtro HP) también denominados univariados, utilizan solo la información provista por el PIB observado con el fin de extraer su señal tendencial, y esta se asocia al PIB potencial. Estos filtros, dejan de lado el “ruido” que puede ser identificado como el ciclo¹⁰. Sin embargo, **es posible que el uso de filtros univariados para obtener la señal potencial del PIB dé resultados sesgados**. Ello es consecuencia de la limitada robustez que suelen exhibir estas estimaciones ante la llegada de nuevos datos de las variables consideradas, o incluso a revisiones de las mismas, problema conocido como *end point*¹¹.

Con el fin de ilustrar este punto, utilizamos los datos de PIB de una economía desarrollada cualquiera desde 1980 hasta 2012 y asimismo generamos proyecciones hasta 2022. Nuestra economía tuvo un crecimiento muy elevado, superior a su promedio histórico hasta 2007 y desde 2008 el PIB se debilita hasta llegar a la recesión. Respecto al periodo de proyección, en un escenario positivo suponemos una salida de la recesión y una recuperación aceptable de la economía en el mediano plazo. Así, asumimos que la recesión continúa hasta el 2014, año en

9: Recuérdese que nuestro método de estimación utiliza este tipo de filtros tanto sobre el residuo de Solow como sobre los factores productivos.

10: La asociación es correcta en la medida en que se parta de una serie de PIB corregida de la estacionalidad, las variaciones que se compensan a lo largo del año en ese residuo, y del componente más irregular, que se agota en el muy corto plazo.

11: El problema de la extracción de señal y más precisamente el del *end point* ha sido motivo de estudio en el análisis económico. Con el fin de sofisticar el análisis históricamente se ha trabajado con modelos bivariados en los cuales se utiliza algún indicador adicional a la propia serie de PIB observado. Respecto a este último tipo de modelos un ejemplo clásico es el modelo de curva de Phillips, donde el PIB potencial se estima tomando en cuenta no sólo la dinámica del PIB observado, sino también de la inflación, que hace las veces de indicador, permitiendo la coherencia simultánea de las presiones de precios y del ciclo económico.

el cual la economía comienza a crecer primero lentamente, y luego a tasas más elevadas, hasta estabilizarse a partir del 2020 en un crecimiento moderado, cercano a un punto por debajo de su promedio histórico. Adicionalmente construimos un escenario más adverso donde se supone un nuevo shock negativo sobre la economía que comenzaría a manifestarse durante los próximos trimestres. Sin perjuicio de esto, hacemos que a partir del 2018 las tasas de crecimiento de ambos escenarios converjan.

En primer lugar intentamos ejemplificar el problema del *end point*, para esto simplemente filtramos la serie de PIB con información hasta 2012 y alternativamente la misma serie de PIB asumiendo conocido ambos periodos proyectivos¹² (escenario positivo y negativo). Como podemos ver en el gráfico 13, aun cuando el crecimiento de las series filtradas no difiere durante la mayor parte del periodo muestral, sí se registran diferencias en los tres últimos trimestres, las cuales alcanzan a 5 décimas si se considera el escenario positivo y 7 décimas si se compara con el escenario negativo. Estas diferencias surgen como resultado de la información adicional que aporta al filtro el incorporar datos adicionales. En conclusión, **incluso si la economía considerada verificara finalmente la senda proyectada en el escenario de previsión, estaríamos incurriendo ahora en un error de diagnóstico al basar nuestro juicio únicamente en los datos observados en este momento. Por eso son tan importantes las hipótesis sobre el escenario futuro a la hora de diagnosticar la situación actual.**

Para ilustrar la dependencia de las proyecciones de PIB potencial de los escenarios definidos de PIB, observamos nuevamente el gráfico 13. Durante los primeros 5 años del periodo predictivo la serie filtrada del PIB correspondiente al escenario positivo difiere significativamente (1,7 puntos porcentuales en el máximo) a la del escenario negativo. Sin embargo, a partir de mediados de 2019, tan solo un año y medio después de la convergencia establecida en el crecimiento del PIB observado de ambos escenarios, las mismas ya crecen a una tasa potencial similar. **Convergencia de crecimiento registrado, convergencia de potencial estimado.**

Literatura reciente sobre la extracción de la señal no observable del PIB potencial

Recientemente se han publicado diversos trabajos que señalan que las dificultades de extracción de señal pueden ser acotadas incorporando más información, es decir con más indicadores adicionales. En particular, los nuevos indicadores deberían ser, en la medida de lo posible, variables que adelanten el ciclo de actividad. Por ejemplo, el trabajo de Borio *et al.* (2013).¹³ sugiere la inclusión de indicadores financieros al filtro (multivariado) que aplica sobre el PIB observado, concluyendo que de esta forma se logran disminuir significativamente los errores de diagnóstico derivados de los sesgos transitorios de las estimaciones del PIB potencial.

Otro trabajo en la misma línea del anterior¹⁴, acuerda con la necesidad de introducir información adicional, pero en este caso considera no solo utilizar indicadores financieros sino un conjunto más amplio que permita advertir tanto desequilibrios domésticos como externos¹⁵ (por ejemplo indicadores de cuenta corriente y restricción presupuestaria privada, y de déficit del sector público).

Para intentar mostrar las **diferencias de juicio que pueden surgir de distintos métodos de estimación de PIB potencial** volvemos a trabajar con los datos de la economía ya presentada anteriormente. Para este ejercicio volvemos a proponer el filtro HP del ejercicio anterior como primer método de estimación del PIB potencial. En tanto que como metodología alternativa utilizamos ahora la sugerida por Borio, donde incluimos como indicadores el tipo de interés, el crecimiento del crédito y los precios de la vivienda, todas ellas en términos reales.

Como puede observarse en el gráfico 14, mientras que el resultado del filtro HP nos induce a pensar que durante la última década no se ha verificado un desalineamiento considerable, la metodología de Borio nos sugiere claramente que durante la última década la economía de

12: Es decir, suponemos que las proyecciones realizadas hoy, terminan coincidiendo con la realidad de años venideros.

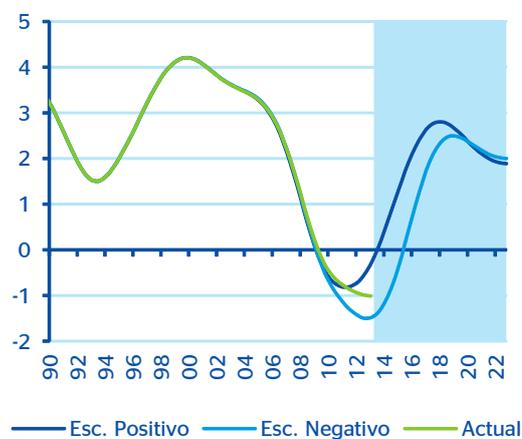
13: Borio, Disyatat y Juselius, «Rethinking potencial output», BIS, February 2013

14: Alberola, Estrada y Santabarbara, «Growth beyond imbalances», April 2013

15: Se introduce así un concepto alternativo al de PIB potencial denominado por los autores PIB sostenible, a partir del cual según los mismos es posible disminuir significativamente los sesgos de estimación.

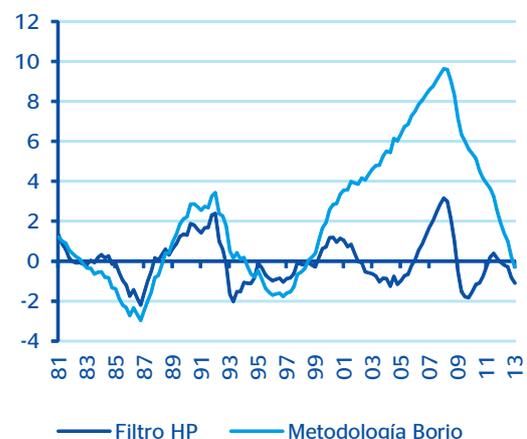
referencia ha registrado un significativo gap positivo, y por lo tanto unos niveles de crecimiento potencial más bajo de lo que se estimaría con el filtro HP. Nótese que **la mera elección de las variables adicionales a considerar ya supone tomar decisiones, hacer hipótesis sobre qué variables han sido relevantes a la hora de explicar las razones que determinan el ciclo del PIB de una economía, las desviaciones respecto a su nivel tendencial o potencial.** La inclusión de variables financieras como el crédito al sector privado, las tasas de interés o el precio de la vivienda supone apostar por una explicación al ciclo económico de la última década basada en “excesos” en la acumulación de deuda, de caída de tasas de interés o de subida de precios de la vivienda, con sus bien conocidos efectos sobre el gasto a través del balance de los hogares.

Gráfico 13
Evolución del crecimiento del PIB potencial obtenido mediante filtro HP: actual y proyecciones



Fuente: BBVA Research

Gráfico 14
Evolución del output gap: filtro HP y metodología Borio



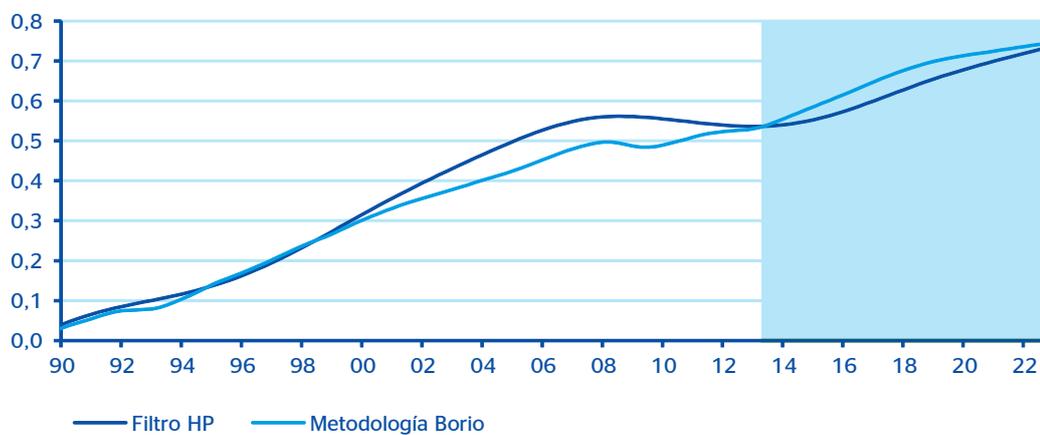
Fuente: BBVA Research

La conclusión parecería entonces que el método de cálculo seleccionado para estimar el PIB potencial es importante a la hora de diagnosticar en qué fase del ciclo se encuentra la economía. Sin embargo y como ya hemos comentado, esta elección parece perder importancia cuando intentamos realizar proyecciones del PIB potencial a un horizonte de previsión relativamente largo (por ejemplo 10 años vista) donde la dinámica de este responde únicamente a los supuestos incorporados en cada uno de los métodos de estimación.

En el gráfico 15 se comparan los niveles potenciales obtenidos con el filtro univariante HP y siguiendo la metodología de Borio, lo que exige tener previsiones a 2020 de PIB, crecimiento real del crédito, tasas de interés y precios de vivienda. Como se observa en el gráfico, los niveles potenciales obtenidos con ambas metodologías convergen a estimaciones similares conforme avanza el plazo de la previsión. En resumen, **cuando nos movemos en una perspectiva de largo plazo, la estimación de PIB potencial queda cada vez más determinada por el escenario construido por el analista frente al modelo utilizado para extraer la señal correspondiente.**

Gráfico 15

Evolución del PIB potencial proyectado: filtro HP y metodología Borio



Fuente: BBVA Research

Recuadro 1. El crecimiento potencial en América Latina: es necesario retomar el impulso

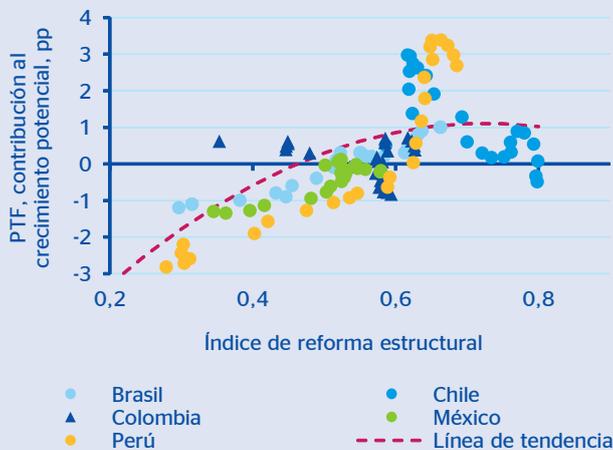
Durante las últimas décadas la región ha exhibido avances significativos e innegables en términos de indicadores macroeconómicos, reducción de la pobreza y de la brecha de desigualdad. A pesar de esto, **es conveniente insistir en el tema de reformas estructurales, dado que el crecimiento sostenido de la productividad es el medio por el cual se puede asegurar el crecimiento de la renta per cápita en el largo plazo.** El espacio para incrementar dicha productividad es amplio todavía y el riesgo de no hacerlo puede ser el estancamiento del crecimiento y al final, el mantenimiento de amplias brechas de estándares de vida respecto a las economías desarrolladas.

Existe un buen momentum debido a que América Latina se ha beneficiado de shocks externos positivos y ha mostrado mayor resistencia a la moderación externa respecto al pasado. La prudencia en la implementación de políticas económicas en la mayor parte de los países ha generado espacio para políticas contracíclicas fiscal y

monetaria, lo que ha contribuido a reducir la vulnerabilidad frente al entorno externo.

El contexto en el cual las economías de la región se encuentran es de amplia heterogeneidad tanto en el grado de reformas ya avanzadas como en el espacio y disposición de cada país para poner en marcha reformas adicionales. Así, **hay avances desiguales entre países en la agenda de reformas estructurales,** cuyo objetivo es generar los incentivos necesarios para aumentar el potencial por medio de mayor productividad (gráfico 16). En este punto, a pesar de que se ha llegado a un nivel en el que en la estabilidad macroeconómica está a resguardo, es necesario crear los incentivos adecuados para asegurar el crecimiento a largo plazo. Y es que aunque el proceso de reformas estructurales inició en Latam hace más de 20 años, estas reformas fueron más intensas en la década de los 90s (gráfico 17).

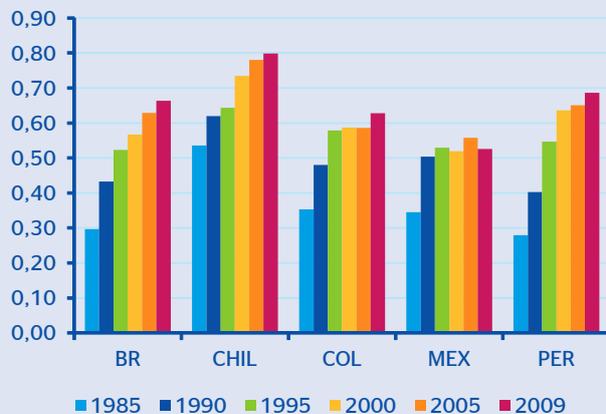
Gráfico 16
Latinoamérica: productividad y reformas estructurales, 1985-2009



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Nuestras estimaciones¹⁶ establecen un **crecimiento potencial en la región mayor en la década 2011-2020 que en la pasada.** En particular, el potencial estimado para la región pasará de 3.2% a 3.6% (gráfico 18). Este aumento en el crecimiento obedecerá en mayor medida a la más alta contribución esperada del factor capital, seguido de una mejor contribución de la PTF. Este es un elemento a destacar, ya que durante la década pasada, el crecimiento de la región estuvo fuertemente impulsado por la contribución del empleo y capital, para lo que

Gráfico 17
América Latina: índice de reformas estructurales



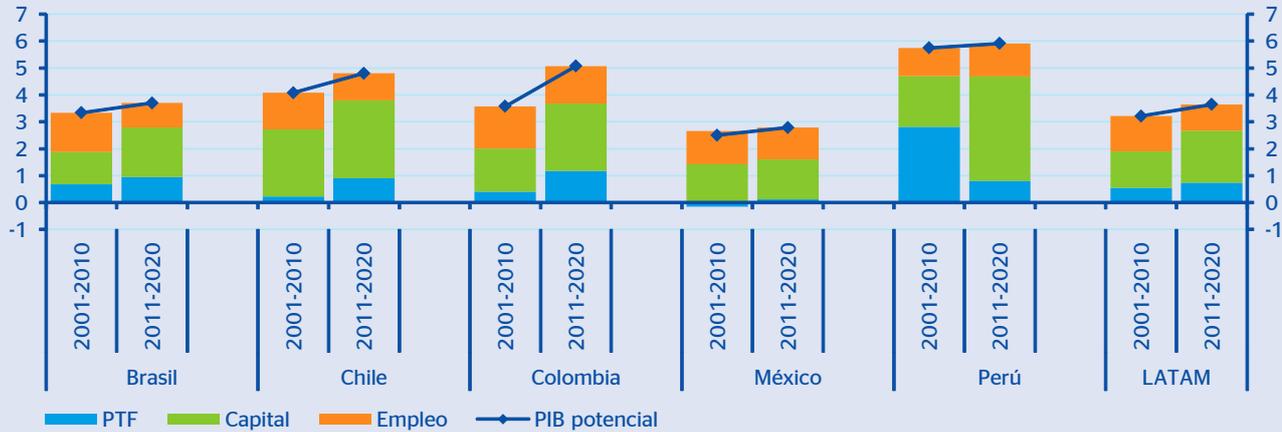
* Mayores niveles están asociados con políticas económicas más neutrales para la distribución de recursos.
Fuente: BBVA Research para contribuciones de la FTP y Eduardo Lora (2012) para el índice de Reformas estructurales

influyó el bono demográfico en varios países. De hecho, **en la década pasada, el crecimiento ha sido impulsado por la acumulación de factores capital y trabajo (85%), mientras que la contribución al crecimiento de la PTF explica solo el 15%,** muy por debajo de la contribución de la PTF en otras regiones, particularmente Asia (30%) y Estados Unidos (44%). Para la década en curso, se estima que la contribución de la PTF llegue a 20%, a medida que la acumulación de los otros factores, particularmente empleo, será menor.

16: Ver punto 3 del presente capítulo: "Resultados de las nuevas estimaciones de PIB potencial"

Gráfico 18

Latinoamérica: crecimiento potencial por contribución de factores, 2001-2010 vs 2011-2020



Fuente: BBVA Research

Es necesario considerar la gran heterogeneidad en la región, tanto en el espacio para la implementación de reformas como en las perspectivas de crecimiento.

En este sentido, impulsos externos como el crecimiento asiático de la última década y la subida en precios de materias primas, han implicado diferencias entre los países derivadas de su estructura productiva. Cabe considerar que los aumentos en precios de materias primas de la última década, si bien benefician al crecimiento de países de la región (especialmente en América del Sur), no se deben confundir con impulsos estructurales, en virtud de su probable naturaleza transitoria¹⁷.

La heterogeneidad de la región implica un importante crecimiento en los países andinos, así proyectamos que el crecimiento de la década 2011-2020 en Chile, Colombia y Perú se ubique en promedio, en 5%¹⁸, apoyado en parte por un mayor bono demográfico, políticas económicas prudentes y creciente apertura comercial. Estos países en contraste, enfrentan el reto de la elevada vinculación a Asia y particularmente, la estructura productiva concentrada en recursos naturales, lo que implica tanto una oportunidad como un riesgo hacia el futuro.

En lo que respecta a Brasil, creemos que es necesario repensar su estrategia de crecimiento basada en consumo y crédito, y adoptar reformas para elevar la productividad y la inversión. Si esto no se hace, el crecimiento en la próxima década podría ser inferior al crecimiento previsto (en el rango de 3,0% y el 4,0%). México por su parte, tiene retos que afrontar en la próxima década, entre los que será crucial el fomento a la competencia en áreas claves. En ausencia de reformas estructurales se prevé una expansión algo por debajo de 3%.

De esta forma, el caso de Latinoamérica es un buen ejemplo de que no es suficiente para una economía contar con bajas tasas de desocupación o altos ratios de inversión para generar crecimiento; por el contrario es necesaria la combinación eficiente de estos factores (incrementos en la PTF) para reactivar el círculo virtuoso. Esta combinación eficiente pasa por cambios institucionales que incluyan la mayor competencia en el mercado de productos y factores así como reformas que impliquen mejoras en la calidad del capital humano, que a su vez se traducirán en menores tasas de informalidad en la economía, así como inversiones en áreas con alta rentabilidad, para lo cual sería clave la inversión en infraestructura.

17: Para un repaso de las reformas necesarias en la región, ver Situación LATAM 2T13, "LATAM no puede perder de vista el largo plazo" http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/1305_Situacionlatam_tcm346-386502.pdf?ts=2472013

18: Para mayor información sobre el crecimiento en países andinos, consultar presentación "Las economías andinas, dinamismo y retos" de 2012. http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/121115_Andinos_Latibex_2012_tcm346-361818.pdf?ts=2472013

4. Tablas

Tabla 2

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas interanuales, %)	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	2,5	1,8	2,8	1,8	2,3
UEM	1,9	1,5	-0,5	-0,4	1,0
Alemania	4,0	3,1	0,9	0,5	1,8
Francia	1,6	2,0	0,0	-0,1	1,1
Italia	1,7	0,5	-2,4	-1,8	0,8
España	-0,3	0,4	-1,4	-1,4	0,9
Reino Unido	1,7	1,1	0,2	1,0	1,9
América Latina *	6,1	4,4	2,8	2,6	3,2
México	5,3	3,9	3,9	2,7	3,2
Brasil	7,5	2,7	0,9	2,3	2,9
EAGLES **	8,4	6,6	5,1	5,2	5,6
Turquía	9,2	8,5	2,3	3,7	4,8
Asia-Pacífico	8,2	5,8	5,3	5,3	5,6
Japón	4,7	-0,6	2,1	1,7	1,5
China	10,4	9,3	7,8	7,6	7,6
Asia (exc. China)	6,8	3,5	3,6	3,7	4,1
Mundo	5,1	3,9	3,2	3,1	3,8

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

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

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013.

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas interanuales, %)	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	1,6	3,1	2,1	1,6	2,3
UEM	1,6	2,7	2,5	1,5	1,4
Alemania	1,2	2,5	2,1	1,7	1,8
Francia	1,7	2,3	2,2	1,1	1,3
Italia	1,6	2,9	3,3	1,6	1,7
España	1,8	3,2	2,4	1,7	1,1
Reino Unido	3,3	4,5	2,8	2,7	2,2
América Latina *	6,4	8,0	7,5	8,7	8,7
México	4,2	3,4	4,1	3,9	3,3
Brasil	5,0	6,6	5,4	6,3	5,9
EAGLES **	5,3	6,0	4,1	4,1	4,2
Turquía	8,6	6,2	8,5	7,2	6,0
Asia-Pacífico	3,6	4,7	3,0	2,8	3,3
Japón	-0,7	-0,3	0,0	-0,1	0,7
China	3,3	5,4	2,6	2,8	3,5
Asia (exc. China)	3,7	4,3	3,3	2,8	3,1
Mundo	3,7	5,1	4,1	3,7	3,9

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

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

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013.

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	-3,1	-3,1	-3,1	-2,8	-3,4
UEM	0,0	0,1	1,3	2,0	2,1
Alemania	6,3	6,2	7,0	7,0	6,5
Francia	-1,6	-1,9	-2,2	-2,2	-1,9
Italia	-3,5	-3,1	-0,7	0,8	1,0
España	-4,5	-3,7	-1,1	1,0	1,7
Reino Unido	-3,3	-1,3	-3,8	-3,1	-2,8
América Latina *	-0,7	-0,9	-1,6	-2,1	-2,0
México	-0,2	-0,9	-1,2	-1,3	-1,4
Brasil	-2,2	-2,1	-2,4	-3,3	-3,1
EAGLES**	1,6	0,5	0,4	0,3	0,7
Turquía	-6,4	-9,9	-5,9	-6,8	-6,8
Asia-Pacífico	3,3	1,6	1,2	1,3	1,8
Japón	3,6	2,3	1,7	1,2	1,5
China	4,0	1,9	2,3	2,8	3,5
Asia (exc. China)	2,0	1,4	0,4	0,3	0,7

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

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

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público (% PIB)

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	-8,9	-8,7	-7,0	-4,1	-3,5
UEM	-6,2	-4,2	-3,7	-2,8	-2,2
Alemania	-4,1	-0,8	0,2	0,0	0,2
Francia	-7,1	-5,3	-4,8	-3,9	-3,3
Italia	-4,5	-3,8	-2,9	-3,1	-2,0
España *	-9,7	-9,0	-7,0	-6,5	-5,8
Reino Unido **	-10,2	-7,8	-6,3	-6,5	-5,5
América Latina ***	-2,5	-2,3	-2,6	-2,5	-2,6
México	-3,4	-2,6	-3,1	-2,4	-2,3
Brasil	-2,5	-2,6	-3,0	-2,7	-3,6
EAGLES ****	-2,7	-1,8	-2,2	-2,2	-2,1
Turquía	-3,6	-1,4	-2,1	-2,3	-2,1
Asia-Pacífico	-3,6	-3,6	-3,6	-3,7	-3,1
Japón	-9,5	-10,0	-9,5	-10,0	-8,0
China	-2,5	-1,1	-2,1	-2,0	-1,8
Asia (exc. China)	-4,5	-5,3	-4,6	-4,8	-3,9

* Sin ayudas al sector financiero.

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013.

Fuente: BBVA Research

Tabla 6

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

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	3,2	2,8	1,8	2,3	3,0
UEM	2,8	2,6	1,6	1,6	2,2

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013.

Fuente: BBVA Research

Tabla 7

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio (Promedio)

Dólares (\$) por moneda nacional	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos (EUR por USD)	0,76	0,72	0,78	0,77	0,77
UEM	1,33	1,39	1,29	1,30	1,30
Reino Unido	0,65	0,62	0,63	0,67	0,68
Japón	87,8	79,7	79,8	100,1	115,2
China	6,77	6,46	6,31	6,18	6,02

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013.

Fuente: BBVA Research

Tabla 8

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales (Final período)

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	1,00	1,00	0,75	0,50	0,50
China	5,81	6,56	5,75	6,00	6,00

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013.

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Escenarios Económicos:*Economista Jefe de Escenarios Económicos***Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.com

Rodrigo Falbo

rodrigo.falbo@bbva.com

Jaime Martínez-Martin

j.martinez.martin@bbva.com

Jorge Rodríguez-Vález

jorge.rv@bbva.com

Con la colaboración de:

Latam

Cecilia Posadas

c.posadas@bbva.com

BBVA Research*Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

México

Carlos Serrano

carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam**Juan Ruiz**

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive

jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea

hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo.lopez@bbva.com

*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**

r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Áreas Globales:

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

*Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal

maria.abascal@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