

Situación Global

Cuarto Trimestre 2013
Análisis Económico

- **El crecimiento mundial se acelerará en 2014**, aunque todavía por debajo del ritmo de anteriores recuperaciones y con riesgos a la baja.
- **Los mercados emergentes resistieron el impacto de la crisis**, ¿una pista de cambio estructural?
- **El nivel de endeudamiento de equilibrio** no sólo depende del PIB, también son relevantes factores estructurales y de regulación bancaria.

Índice

1. Recuperación con riesgos a la baja si no hay apoyo de las políticas económicas	3
2. Una lenta recuperación global con riesgos bajistas.....	4
Recuadro 1. Cambio estructural en el crecimiento tras la crisis	10
Recuadro 2. Impacto de tensiones financieras en el crecimiento de mercados emergentes.....	13
Recuadro 3. Índice de Comercio Global de BBVA (BBVA-ICG).....	15
3. Endeudamiento. Una visión panorámica.....	18
4. Tablas	29

Fecha de cierre: 4 de noviembre de 2013

1. Recuperación con riesgos a la baja si no hay apoyo de las políticas económicas

El balance económico del último trimestre ha resultado finalmente positivo, favoreciendo la caída de la aversión al riesgo en los mercados financieros. Los indicadores de confianza manufacturera, una fiable señal cíclica, han seguido mejorando en las economías avanzadas y han interrumpido el deterioro previo en algunas de las emergentes de más importancia como China. También se ha registrado un descenso de las tensiones financieras y de las salidas de flujos de emergentes, resultado ambas del cambio de expectativas sobre una salida rápida de la FED de su política de aumento extraordinario de la liquidez. La mejora del crecimiento chino, el final de la recesión en el área del euro y el acuerdo fiscal (temporal) en EE.UU. han completado la sucesión de eventos que mantuvieron en niveles bajos la aversión al riesgo en los mercados financieros.

El ciclo económico global se sigue recuperando, aunque moderadamente si se compara con anteriores ciclos. La economía global crecerá cerca del 3% en 2013, algo menos de lo que esperábamos hasta ahora dadas la revisión a la baja del crecimiento de EE.UU. y México y de algunas economías de Asia emergente. Con todo, se mantienen las perspectivas de expansión en 2014, ahora hasta cerca del 3,5%. Es este un escenario de recuperación acotada, apoyada más en economías avanzadas (que excepto en Japón, crecerán más el año próximo que en 2013) y con una contribución sostenida de las áreas emergentes, tanto en Asia como en Latinoamérica.

Los riesgos del panorama global son bajistas, aunque la probabilidad de potenciales eventos con intensidad suficiente para abortar la recuperación en marcha es más baja ahora que hace tres meses. En primer lugar, una "salida desordenada" del QE de la FED, un incremento de los tipos de largo plazo en EE.UU. "excesivo" (resultado de una pérdida de confianza del mercado en el plan de la FED de salida del QE, no de un crecimiento más intenso) tensionaría las condiciones financieras globales. Ello frenaría una recuperación global ya de por sí moderada, especialmente en un área del euro afectada por la fragmentación financiera, pendiente de reformas en el sector bancario y apenas saliendo de una intensa recesión. Otro riesgo ligado a EE.UU. es la resolución cortoplacista dada otra vez a la negociación de presupuesto y al techo de deuda, asunto que volverá a retomarse en pocas semanas. En segundo lugar, un ajuste en el crecimiento de China y de otros emergentes, bien como resultado de factores idiosincráticos o de los dilemas que enfrenten las políticas domésticas de las economías más vulnerables a la salida del QE de la FED. En el caso de la economía china, si bien se mantiene la perspectiva de crecimiento, falta una hoja de ruta que permita disipar los riesgos a la baja más allá de 2013: la vulnerabilidad financiera de algunos sectores de actividad que recurren intensivamente al crédito, la liberalización del sector bancario, la financiación regional y la apertura del sector servicios que permita apuntalar el rebalanceo del crecimiento hacia un mayor peso de la demanda interna.

Finalmente, **se mantiene como riesgo de relevancia global la posibilidad de resurgimiento de la crisis del euro.** Uno de los elementos más positivos de la situación actual es el cambio de percepción de los mercados sobre el área monetaria europea acompañando su vuelta al crecimiento y la continuidad en el camino hacia la unión bancaria. La vuelta al crecimiento ha sido consecuencia de la relajación efectiva en el corto plazo de la política fiscal y del mantenimiento de la confianza en el papel del BCE como garante de la estabilidad de la moneda. **Las autoridades han de apoyar la buena percepción de los mercados y la consiguiente caída de la fragmentación financiera, con avances decididos en el fortalecimiento de la unión monetaria, particularmente en su faceta bancaria, para la que 2014 será un año clave.** Todo ello ha de venir acompañado de medidas que refuercen la sostenibilidad de la deuda pública.

En resumen, en el escenario global esperado como más probable, las mejoras de confianza ya registradas se reflejarán en un mayor crecimiento del PIB desde la segunda mitad de 2013. Con todo, hay que enfatizar que **mantener la confianza de hogares y empresas y de mercados financieros depende de cómo se orienten y coordinen las políticas económicas en EE.UU., Europa y China** para reducir incertidumbres, hacer frente a sus retos a largo plazo y al tiempo, apuntalar la recuperación.

2. Una lenta recuperación global con riesgos bajistas

El ciclo económico mejora sobre todo en las economías avanzadas, aunque lejos todavía de una recuperación energética

Dos rasgos generales han caracterizado el último trimestre desde un punto de vista macroeconómico. Por una parte, la evolución de los indicadores de confianza de los agentes económicos y de volatilidad en los mercados financieros ha continuado reflejando la baja posibilidad de eventos de riesgo de cola, disruptivos para el panorama global. Así, **la recuperación económica continúa asentándose y tiene menos riesgo de descarrilar. Sin embargo, también durante el trimestre se han registrado eventos que contribuyen a un escenario de recuperación global débil, muy acotada en el horizonte de uno o dos años.** Eventos con impacto presente (cierre parcial del gobierno en EE.UU.) pero también futuro (la más o menos pronta salida de los excepcionales apoyos de liquidez).

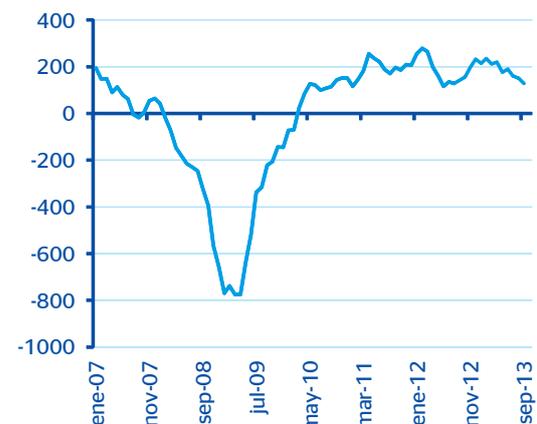
En su conjunto, revisamos dos décimas a la baja el crecimiento esperado de la economía mundial en 2013 y 2014, hasta el 2,9% y 3,6%. La revisión de 2013 se deriva de las peores cifras registradas en EEUU, así como a la desaceleración experimentada en algunos de los países de Asia emergente, afectados también por las turbulencias financieras que siguieron al anuncio de la Fed de la próxima disminución del ritmo de compra de activos de su programa de expansión cuantitativa (conocido como *tapering del QE*). El crecimiento en 2014 también se revisa a la baja, hasta el 3,6%. Tras esta revisión bajista están las economías emergentes (con la excepción de China, cuyas previsiones se mantienen), aunque seguirán siendo los mayores contribuyentes al crecimiento global (Gráfico 1). La mayor tasa de crecimiento global de 2014 viene respaldada por una aceleración en la economía en todas las áreas geográficas, con la excepción de Asia, donde se espera que el crecimiento aproximadamente se mantenga. Cabe destacar especialmente la mejora esperada de la zona euro, tras dos años de recesión, y la notable aceleración en América Latina tras el bache de 2013 (ver tablas en el anexo para más detalles).

Gráfico 1
Crecimiento mundial



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2
EEUU: Empleo privado no agrícola (variación mensual en miles, media móvil 3 meses)



Fuente: BBVA Research y BLS

Las tensiones en los mercados financieros causadas por el anuncio del *tapering* de la Fed remiten, dando soporte no sólo en EEUU

La Fed sorprendió cuando en septiembre decidió no dar comienzo al proceso de reducción del ritmo de compra de activos de su programa de expansión cuantitativa (QE). Al retrasar su inicio, ha venido a reforzar el carácter del programa "dependiente de los datos". Ciertamente, **los datos no han acompañado en la forma esperada desde que en mayo de 2013 la FED comenzase a perfilar sus planes de salida**. Es cierto que todavía se espera una aceleración del crecimiento en el segundo semestre del año, pero el consumo muestra una mayor debilidad de lo previsto, mientras que el mercado inmobiliario, que había ganado gran dinamismo, se ha resentido de la reacción inicial al *tapering*. Al mismo tiempo, el mercado laboral continúa débil (Gráfico 2), a lo que habría que añadir la incertidumbre inherente a las prolongadas negociaciones del presupuesto y del techo de la deuda pública, que se han de repetir en pocas semanas. **La falta de soluciones de largo plazo y la repetición del desgastante proceso de negociación aumentan la probabilidad de ralentización de decisiones de gasto e inversión, además del impacto directo del cierre parcial de la actividad gubernamental.**

Las aclaraciones sobre el proceso de *tapering* que los miembros de la Fed se esmeraron en hacer ante la inesperada reacción del mercado a su primer anuncio y el retraso del mismo hasta (previsiblemente) comienzos de 2014, han disminuido los riesgos de descarrilamiento de la recuperación. **La respuesta inicial de los mercados al anuncio de *tapering* suponía condiciones financieras demasiado restrictivas** en las economías avanzadas para su momento cíclico, además de frenar bruscamente la financiación de algunas economías emergentes, en especial de aquellas de fundamentos más débiles y a la vez más integradas financieramente.

Por una parte, **se ha revertido gran parte del alza en tipos de interés registrada desde mayo** (Gráfico 3) y los mercados ahora no anticipan alzas de tipos hasta 2015, aproximadamente en línea con lo descontado por el mercado inmediatamente antes de que Bernanke diera a entender que iniciaría el proceso de *tapering* (Gráfico 4). De hecho, el alza en los tipos (inmobiliarios) está detrás de la pérdida reciente de dinamismo en el sector de la vivienda.

Gráfico 3

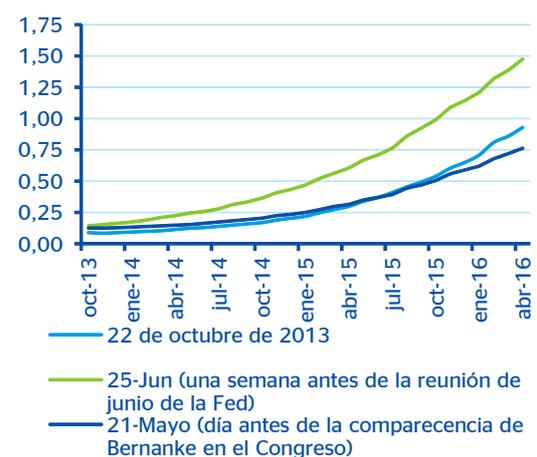
EEUU: tipos de interés de la deuda pública a 10 años



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4

EEUU: tipos implícitos de la Fed

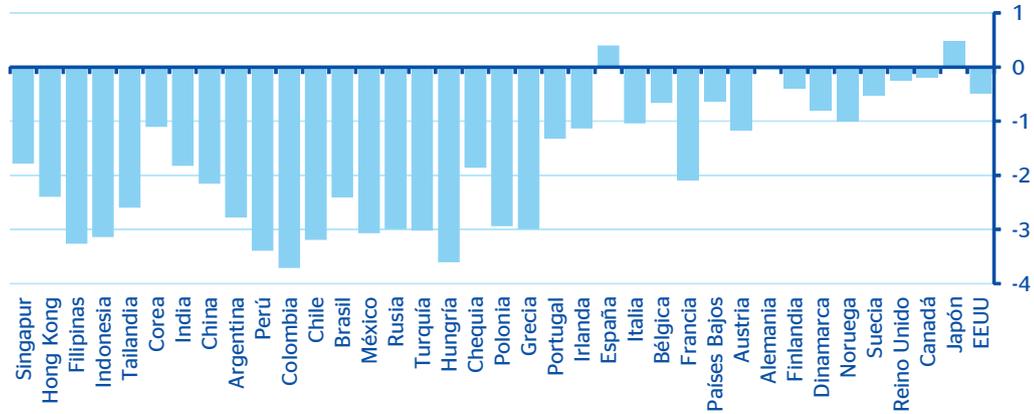


Fuente: BBVA Research

Por otra parte, **han caído la volatilidad y las tensiones financieras a nivel global, especialmente en lo que respecta a las economías emergentes** de Asia y Latinoamérica, afectadas también por intensas salidas de capital. Las primeras señales de que la FED podría estar considerando poner punto y final a su programa de expansión monetaria (aun con todas las reservas y el gradualismo adoptados), condujeron a una intensa depreciación de las monedas de los países emergentes, así como intensas salidas de capital (Gráfico 5). Estas tensiones financieras vinieron a coincidir con dudas sobre la marcha de estas economías, en medio de una desaceleración que ganaba en intensidad.

Gráfico 5

Flujos hacia economías emergentes (% sobre el total de activos en cartera, junio 2013)

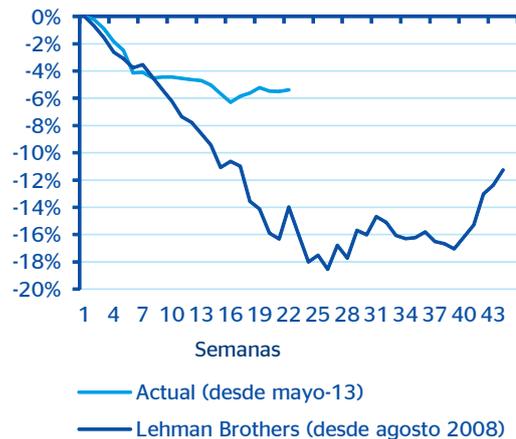


Fuente: BBVA Research y EPFR

La severidad de las salidas de capitales y de la depreciación de las monedas experimentada en los primeros compases tras el anuncio de *tapering*, hizo albergar temores de un “frenazo brusco” en emergentes. Se trata del riesgo de que aquellas economías más dependientes de financiación externa a corto plazo vieran como ésta se secaba bruscamente, pudiendo causar una caída súbita e intensa de la actividad. Sin embargo, el proceso ha ido perdiendo paulatinamente intensidad y, como se observa en el Gráfico 6, dista de haber tenido la severidad de la salida de capitales observada tras la quiebra de Lehman Brothers. Al mismo tiempo, las economías emergentes muestran ciertos indicios de recuperación de la confianza y la actividad, tras el freno en los meses centrales del año (Gráfico 7).

Gráfico 6

Flujos en cartera hacia economías emergentes (% total de activos, comparado con nivel pre-crisis)



Fuente: BBVA Research y EPFR

Gráfico 7

Economías emergentes: PMI manufacturero



Fuente: BBVA Research y Haver

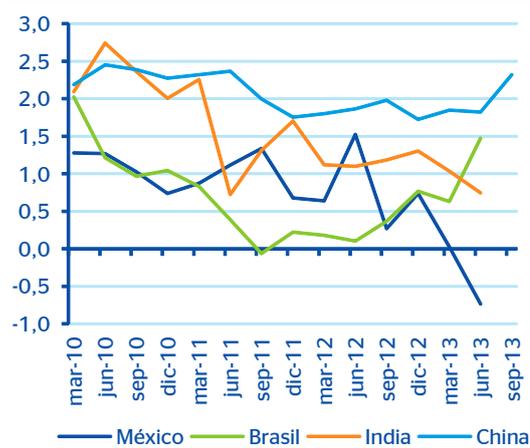
En todo caso, el *tapering* terminará llegando, cambiando un escenario global de inyecciones de liquidez que favorecían flujos indiscriminados hacia mercados emergentes. El impacto del *tapering* una vez que efectivamente esté en marcha ha de ser, previsiblemente, una mayor discriminación de los flujos hacia economías emergentes de acuerdo a los fundamentales de cada una de ellas (déficit por cuenta corriente, niveles de endeudamiento en moneda extranjera, mayor o menor vencimiento de la deuda a corto plazo, etc.). En todo caso, el tiempo ganado permite disminuir el riesgo de una brusca caída de la actividad, al menos en el corto plazo.

China vuelve a estimular su crecimiento, pero de una forma más acotada; su mayor demanda tira de otras economías

También en China se han disipado, al menos en el corto plazo, las dudas existentes a comienzos de año sobre la posibilidad de un ajuste brusco en su economía. La economía ha mantenido durante todo el año un alto ritmo de crecimiento, y los datos más recientes (tercer trimestre) apuntan a que el PIB se estaría acelerando (Gráficos 8 y 9). Los mejores datos de lo previsto a lo largo de 2013, hacen que se revisen ligeramente al alza las perspectivas anuales, del 7,6% de crecimiento al 7,7%. **Aun así, persisten dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento en el medio y largo plazo** ya que el reciente repunte del crecimiento ha sido resultado de la mejora de la demanda externa, pero también de medidas puntuales de política impositiva y de gasto público con un renovado recurso al crédito. Ello supone que **se ha permitido el aumento de las vulnerabilidades financieras, todavía manejables pero que tienen que ser afrontadas**. Las prioridades a tratar incluyen el intensivo recurso al crédito de algunos sectores, avanzar en la liberalización del sector financiero doméstico reduciendo el papel del “shadow banking” y reformar la financiación regional para afrontar el elevado nivel de deuda de las entidades públicas locales. La apropiada gestión de todo ello debería asegurar una transición suave, un rebalanceo del crecimiento hacia un mayor peso de la demanda interna de consumo de los hogares.

Gráfico 8

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



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfico 9

China: índice de producción industrial (% a/a)



Fuente: BBVA Research y Haver

Mejora la percepción sobre Europa y se disipan los riesgos más extremos. Siguen las reformas hacia una mejor gobernanza y el crecimiento vuelve

En Europa se han confirmado las previsiones y ha continuado mejorando la situación económica, hasta el punto que la zona euro salió de la recesión en el segundo trimestre de 2013, tras 6 trimestres de recesión, con un crecimiento del 0,3%. Los datos más recientes de coyuntura apuntan a que la tendencia se habría mantenido durante el tercer trimestre, cuando la zona euro habría vuelto a registrar unas décimas de expansión. La lectura de los datos es positiva en dos aspectos. Por una parte, en tanto que **el reciente rebote se fundamenta no sólo en la demanda exterior, sino también en una mejora de la demanda doméstica**. En segundo lugar, la mejora de la actividad no sólo viene impulsada por los países del centro de Europa (con Alemania registrando un crecimiento dinámico, pero también con Francia sorprendiendo recientemente), sino que **la mejora se extiende también a la periferia** (con España y Portugal saliendo de la recesión, e Italia reduciendo su ritmo de caída), contribuyendo (junto con los progresos hacia la mejora de la gobernanza y las reformas) a eliminar los riesgos sistémicos que caracterizaron

trimestres anteriores. La recuperación de actividad ha venido facilitada por una disminución de las tensiones financieras en la zona y por una relajación (de facto) de los objetivos de más corto plazo de consolidación fiscal, implícitamente tolerada por las autoridades europeas.

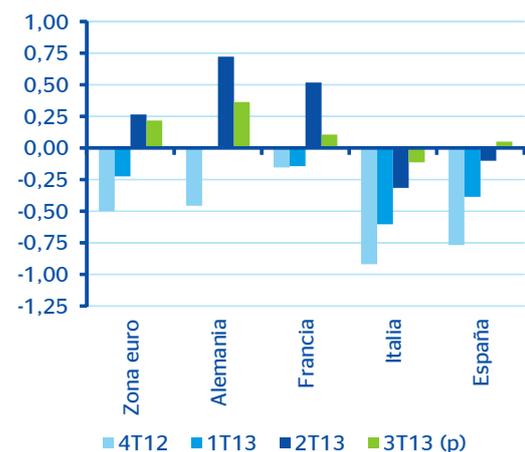
El aumento del PIB en esta parte del año formaba parte de nuestro escenario, y no se ha dado ningún elemento adicional que nos haga cambiar nuestra expectativa de débil recuperación. En 2013 el PIB europeo caerá un 0,4%, para crecer el 1,1% en 2014. Esta débil recuperación resulta consistente con el proceso de desapalancamiento en marcha en el sector privado de algunas de las economías del área y la fragmentación financiera aún vigente, que afecta a la capacidad de oferta de crédito bancario. Por su parte, la política monetaria continuará siendo laxa, compensado en parte el impulso todavía negativo sobre el crecimiento de la política fiscal. **Lejos de presiones inflacionistas, el BCE se muestra preparado para actuar en caso necesario,** bien con una nueva ronda de liquidez a largo plazo para los bancos, o bien incluso con una nueva rebaja de tipos que no puede excluirse. Al mismo tiempo, **los próximos meses serán decisivos en los avances hacia la unión bancaria, con la entrada en funcionamiento del supervisor único, el BCE, y la definición de los mecanismos de resolución bancaria, sobre cuyo modelo de implementación se discute aún.**

Gráfico 10
BBVA Research Índice de Tensiones Financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfico 11
Europa: crecimiento del PIB (% t/t)



Fuente: BBVA Research y Haver

El acuerdo fiscal en EEUU ha sido un nuevo parche que no afronta la sostenibilidad fiscal a largo plazo y no evita el impacto contractivo a corto

El 16 de octubre se alcanzaba un acuerdo entre los dos partidos en el Congreso y el Senado, por el cual se permitía la re-apertura del Gobierno Federal (tras dos semanas y media de cierre), y se elevaba el techo de deuda. Sin embargo, el acuerdo alcanzado es una mera prórroga de la situación actual, ya que tan sólo incluye que el Gobierno tendrá financiación hasta el 15 de enero, mientras que el nuevo techo de deuda será alcanzado el 7 de febrero (aunque podría ser alargado hasta marzo, con medidas "ingeniosas" por parte del Tesoro, como las que vino implementado para alargar anteriores techos de deuda). Adicionalmente, el acuerdo crea un comité de 29 miembros del Congreso y Senado que habrán de proponer un plan antes del 13 de diciembre sobre un horizonte presupuestario a 10 años.

Se avecinan de nuevo intensas negociaciones sobre recortes en gasto discrecional y aumento de impuestos. EEUU, por tanto, vuelve a afrontar un proceso incierto ya vivido durante estos meses y en anteriores ocasiones, algo que no puede dejar de tener consecuencias negativas. Por una parte, existe la percepción de que el enfrentamiento político ha sido demasiado enconado, lo que ha podido tener un impacto en las perspectivas electorales. Esto hace presuponer que se pueda esperar una

postura más moderada y más dada a los pactos cuando el *deadline* de febrero se aproxime. En segundo lugar, el cierre del Gobierno también tendrá consecuencias económicas, no sólo las directas. Es cierto que los mercados han permanecido hasta ahora relativamente inmunes ante la posibilidad inminente de un evento tan disruptivo como un default del activo libre de riesgo de la economía mundial, convencidos de que de una u otra forma, un evento de tal magnitud sería evitado, mediante algún pacto de última hora, como así ocurrió. Eso no quiere decir que no haya tenido impacto sobre la actividad. **Lo más probable es que el cierre parcial del gobierno 16 días haya tenido un impacto directo relativamente marginal en el PIB del trimestre, unas pocas décimas quizá. Sin embargo, la amenaza de continuidad de este proceso puede tener un impacto adicional.** Este efecto, más difícil de medir, se daría a través del drenaje de consumo e inversión por parte de consumidores y empresas, ante un aumento de la incertidumbre política relacionada con la capacidad del Gobierno para hacer frente a sus compromisos de gasto. Con todo, consideramos que la decisión que la Fed tenga que tomar sobre cuándo inicia la reducción del programa de compra de activos (entre diciembre y principios de 2014) sólo dependerá de la marcha de la economía. En todo caso **continuará una situación en la que las políticas económicas empujan en direcciones contrarias, con una política monetaria laxa, que lo seguirá siendo por un largo periodo de tiempo, y una política fiscal innecesariamente contractiva en el corto plazo.** Así, el déficit público en EEUU habrá caído sin presión del mercado (al contrario que en Europa), desde el 6,8% en 2012 hasta el 4% en 2013, lo que puede suponer un drenaje de 1,3 puntos porcentuales de crecimiento del PIB en 2013. Y ello, sin abordar los retos de largo plazo de sostenibilidad fiscal de la economía americana.

Riesgos bajistas pero con menor probabilidad y menor impacto

Los riesgos sobre el escenario de recuperación moderada con contribución creciente de las economías avanzadas y sostenida de las emergentes son menores. Ello no quita que el balance de riesgos continúe sesgado a la baja. Cabe señalar en primer lugar por su carácter la posibilidad de una "salida desordenada" del QE de la Fed, que pueda generar un incremento excesivo de los tipos de interés (en EEUU, y en otros países), que no fuese resultado de mejoras en las perspectivas de crecimiento o de inflación, sino por incertidumbre sobre el ritmo de salida planeado por la Fed. **Unas condiciones financieras demasiado tensas para el resto del mundo, podrían abortar una recuperación global no especialmente intensa, especialmente en la zona euro.** Además, cabe señalar también como riesgo la resolución de las cuestiones fiscales en EEUU, presupuesto y techo de deuda, ahora pospuesto hasta el primer trimestre de 2014. Las negociaciones que los partidos han de llevar a cabo hasta entonces son potencial fuente de incertidumbre y pueden, suponer lastres adicionales en caso de que se intensifique el drenaje fiscal.

En segundo lugar, cabe identificar como factor de riesgo el **posible ajuste en el crecimiento de China y de otras economías emergentes.** Esto podría ser el resultado de factores idiosincráticos, pero también resultado de los dilemas que a los que se tienen que enfrentar las políticas domésticas en un entorno financiero global más tenso. Aunque como se ha visto recientemente, la diferenciación entre economías es relevante, y no cabe esperar una interrupción de la recuperación en marcha si no se dan escenarios financieros tan adversos como los registrados entre finales de 2008 y 2009.

Finalmente, **hay que seguir señalando como riesgo global el resurgimiento de la crisis del euro.** Las autoridades han de sostener la buena percepción de los mercados con avances decididos en el fortalecimiento de la unión monetaria, en particular en su faceta bancaria. Con todo, son diversos los elementos que podrían hacer que la mejor percepción cambiase. Algunos países periféricos se encuentran en una situación de "cansancio", de falta de consenso político que podría conllevar un freno en las reformas necesarias. En este sentido, las negociaciones sobre los programas de Portugal y Grecia pueden ser fuente de incertidumbre. Además, en breve se iniciarán los trabajos de revisión de los balances bancarios y test de resistencia a escenarios de riesgo, necesarios para la puesta en marcha del supervisor bancario único, el BCE. Finalmente, como muestran pasadas experiencias, desacuerdos en la definición de políticas que fortalezcan el área del euro, en este caso los mecanismos de resolución de entidades bancarias, pueden producir tensiones y volatilidad en los mercados financieros.

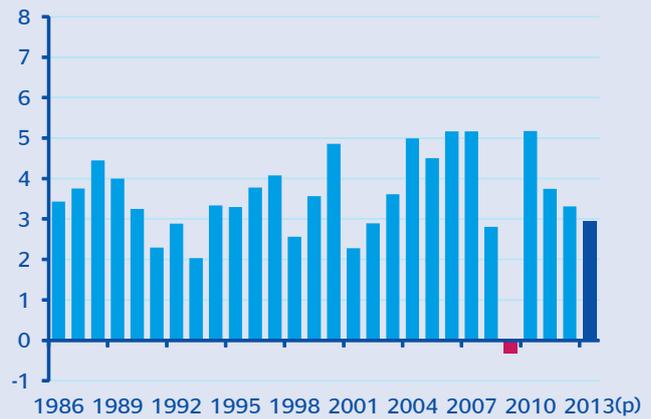
Recuadro 1. Cambio estructural en el crecimiento tras la crisis

La crisis global que oficialmente estalló en septiembre de 2008 con la quiebra de Lehman Brothers¹ y que continuó con diferentes episodios en la zona euro² hasta el pasado año, generó una retracción del PIB a nivel mundial del orden de -0.4 puntos porcentuales durante el año 2009, frente a un crecimiento promedio en torno al 4.0% en los años anteriores (ver Gráfico 12).

Aún tratándose principalmente de una crisis de economías avanzadas, **el impacto fue diferenciado entre regiones**. Puntualmente durante el año de mayor impacto de la crisis (2009) los países desarrollados evidenciaron un descenso de -3,4% de su actividad (con caídas de -4,1% en la UEM, y de -3,1% en EE.UU.), al tiempo que los países emergentes crecieron al 3,0% (principalmente debido al crecimiento de Asia emergente liderado por China, que contrarrestó la ligera caída de Latinoamérica). La pérdida de dinamismo de los países emergentes durante los años de crisis fue notoriamente inferior a la de los desarrollados. Una forma de visualizar este punto es seguir el enfoque del FMI expuesto por ejemplo en un informe del IIF recientemente publicado³. Esta aproximación calcula el porcentaje de PIB perdido (o ganado) durante los años de crisis en distintos países / regiones comparando su nivel actual con el que se hubiese alcanzado de continuar la tendencia de crecimiento observada en los años previos a la crisis⁴ (como un ejemplo puede verse la evolución de la UEM en el Gráfico 13). En nuestro caso reproducimos esta cálculo pero haciendo uso de nuestras estimaciones de crecimiento para el año 2013⁵.

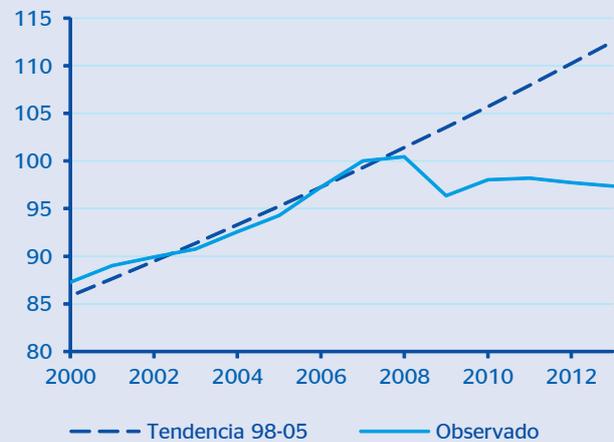
Como puede verse en el Gráfico 14 **los países desarrollados son los que han sufrido más la crisis en términos de PIB perdido, en particular Estados Unidos y los comprendidos en la zona euro**. En el lado opuesto encontramos los países emergentes que en promedio han ganado crecimiento durante la crisis, en particular los países de Latinoamérica y de Asia emergente⁶, en este último caso arrastrados por el dinamismo de China.

Gráfico 12
Evolución del crecimiento mundial



Fuente BBVA Research y FMI

Gráfico 13
UEM: PIB real y Tendencia 98-05

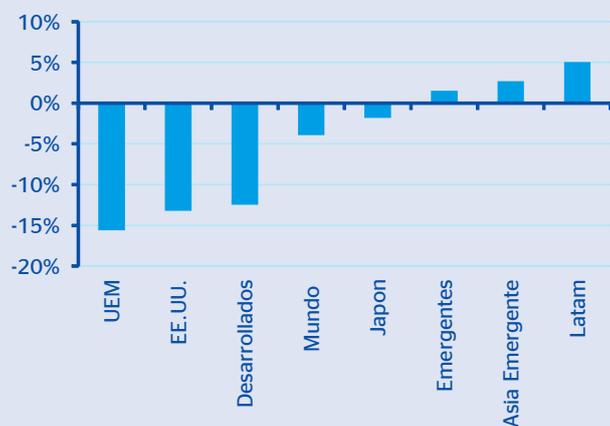


Fuente BBVA Research y Haver

1: La crisis se venía gestando desde el 2005 como consecuencia la desconfianza crediticia respecto a las hipotecas subprime.
 2: Primer rescate de Grecia (abril de 2010), contagio de riesgo soberano y bancario entre los países periféricos de la zona euro (junio 2011), riesgo de ruptura del euro (mayo 2012).
 3: Five years after the Crisis, Institute of International Finance, septiembre de 2013.
 4: El FMI establece como tendencia pre crisis al crecimiento promedio entre los años 1998 y 2005. De esta forma, no contemplan en el cálculo los años 2006 y 2007 ya que intentan reducir las distorsiones de los posibles efectos de la burbuja previa a la crisis.
 5: En los pocos casos para los cuales no disponemos de estimaciones hacemos uso de las generadas por el FMI en su publicación World Economic Outlook (WEO) de octubre de 2013.
 6: El desempeño de los países emergentes en su conjunto es algo peor al registrado en Asia emergente y Latam debido a la mala evolución de los países de Europa emergente que acusan la caída de los países de la zona euro.

Gráfico 14

PIB observado 2013 vs. tendencia pre crisis



Fuente: BBVA Research

Esta primera aproximación simple al crecimiento tendencial de las economías parece mostrar que **aquellas áreas de los extremos del Gráfico 14 serían en principio candidatas a haber registrado cambios “estructurales” en su capacidad de crecimiento, en la práctica Latinoamérica al alza y el área del euro y EE.UU. a la baja.**

Un análisis más refinado se puede hacer utilizando algún test estadístico de cambio estructural del crecimiento. Un test de cambio estructural contrasta si los cambios en la tasa de crecimiento de una economía a partir de un período son lo suficientemente importantes (significativos en términos estadísticos) como para romper con la dinámica previa. En la literatura existe una amplia gama de test de cambio estructural, sin embargo por sus ventajas y dado que sus características se ajustan al tipo de prueba que pretendemos, hemos seleccionado como instrumento el test de Bai y Perron⁷. Lo hemos aplicado a una muestra de 35 economías que incluye países desarrollados y emergentes de todas las zonas geográficas para un período que comprende en frecuencia trimestral desde 1980 hasta la fecha, 2013.

Los resultados del test⁸ indican (ver Tabla 2) que **ninguna de las economías emergentes de la muestra experimenta un cambio estructural como consecuencia de la crisis.** El test no puede verificar tampoco la existencia de cambio

estructural tanto para Estados Unidos como para Japón en los años recientes. Por otro lado, los resultados son diferentes cuando analizamos los **países de la zona euro**. En este caso **el test sí indica la existencia de cambio estructural a partir del 2008 para casi todos los integrantes de esta área a excepción de Alemania**. Así mismo, es importante destacar que el test también advierte cambio estructural en las tasas de crecimiento del Reino Unido.

Una conclusión preliminar que se podría extraer a partir de los hallazgos del test es que **la crisis que acabamos de atravesar puede ser interpretada en términos agregados, para una gran mayoría de economías, como la fase negativa de un ciclo económico que no ha alterado significativamente la capacidad de volver a alcanzar tasas de crecimiento como las previas a la crisis en promedio**. De esta forma, a pesar de que la profundidad de la caída fue muy superior a la observada en ciclos anteriores, deberíamos esperar que la crisis tenga efectos transitorios sobre el crecimiento.

Por el contrario, **cuando se analiza la zona euro, el test nos señala que el impacto de la crisis podría trascender al actual ciclo y mostrar efectos más permanentes**. Este comportamiento puede explicarse si se toma en cuenta que a diferencia del resto de los países en el caso de la zona euro la crisis sacó a la luz la carencia de gobernanza en el conjunto del área en asuntos como unión bancaria y fiscal.

Tabla 1

Crecimiento PIB Potencial (%)

	91-00	01-10	11-20
EEUU	3,3	1,9	2,1
Zona Euro	2,2	1,4	1,2
China	8,7	9,3	7,9
LatAm	2,7	3,2	3,6

Fuente: BBVA Research

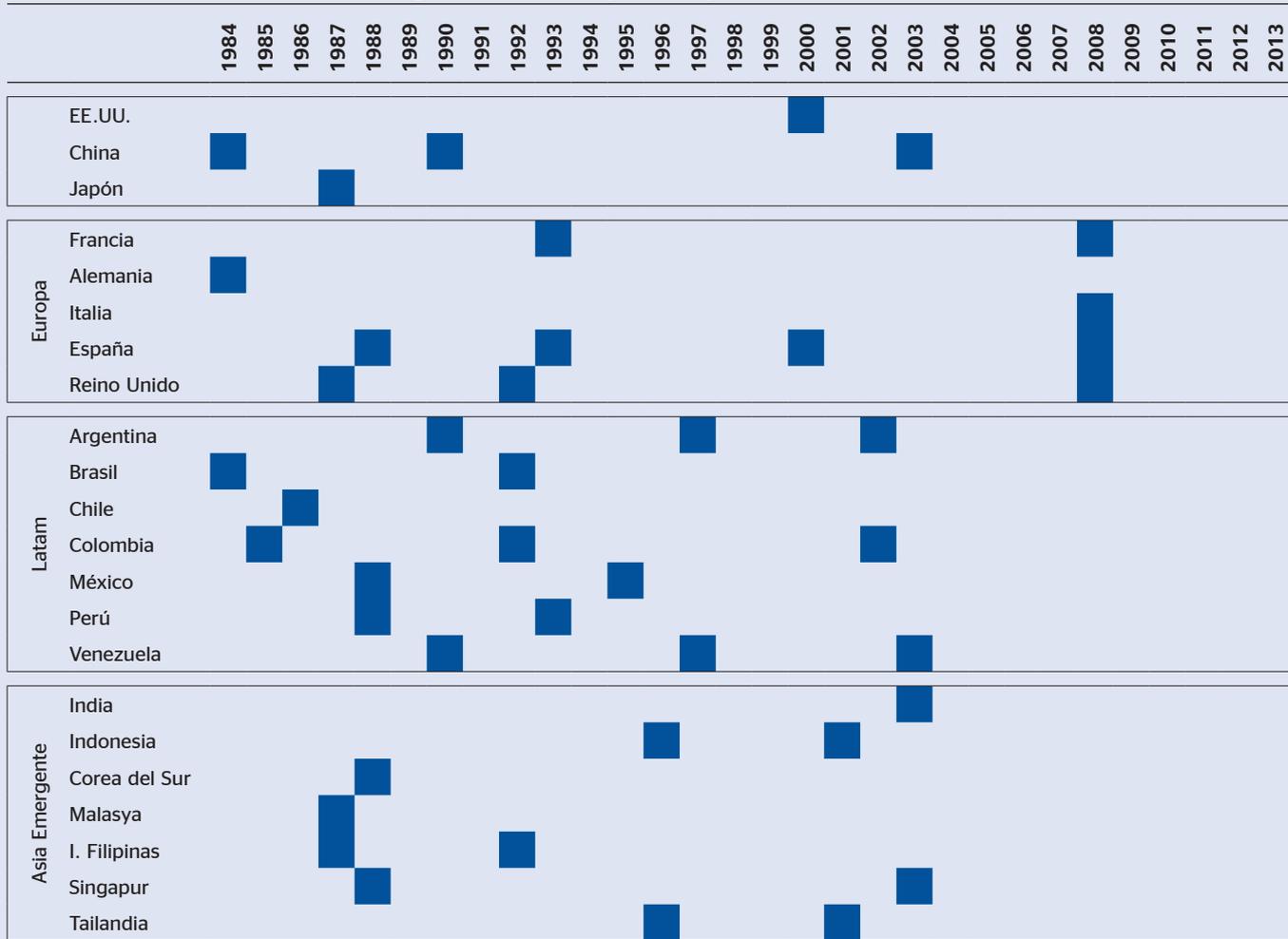
7: J. Bai y P. Perron, 2003. "Computation and analysis of multiple structural change models", Journal of Applied Econometrics, vol. 18(1), pages 1-22. En términos prácticos el test identifica en que periodos un cambio en la media del crecimiento permite mejorar significativamente el ajuste de una regresión lineal simple. Una característica importante del test es que se muestra robusto a la existencia de correlación serial y cambios en la varianza (heterocedasticidad) del error.

8: El test se implementa imponiendo un período mínimo entre cambio estructural (trimming) de 5 años. En el trade off entre sensibilidad a los cambios y certeza de los mismos como "estructurales" o permanentes, un período de cinco años parece apropiado ya que permite empezar a captar lo ocurrido en la Gran Recesión del final de 2008 y la primera mitad de 2009

Los comentarios anteriores se encuentran en línea con las estimaciones de PIB potencial que BBVA Research ha publicado recientemente⁹. Las estimaciones (ver Tabla 1) apuntan a que todas las zonas geográficas incrementarían su crecimiento potencial durante esta

década, destacándose el comportamiento de Latino américa que lograría mejorar en 4 décimas (de 3,2% en la pasada década a 3,6% en la presente). La única excepción es la zona euro que en conjunto perdería 2 décimas de crecimiento potencial durante esta década.

Tabla 2
Cambio estructural en el crecimiento según test de de Bai y Perron (países seleccionados)



Fuente: BBVA Research

9: Ver el punto 3: "La estimación del PIB Potencial en BBVA Research", del informe de Situación Global del tercer trimestre de 2013, disponible en la siguiente dirección: http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/1308_Situacionglobal_tcm346-398660.pdf?ts=21102013

Recuadro 2. Impacto de tensiones financieras en el crecimiento de mercados emergentes

El crecimiento de las economías emergentes ha perdido dinamismo durante los meses recientes a la vez que se deterioraban las condiciones de fondeo de algunas de ellas y aumentaba la volatilidad de sus mercados financieros. Desde junio pasado las tensiones financieras han registrado un significativo incremento respecto a los niveles observados durante la última parte del pasado año y el primer semestre de este, siendo estos últimos similares a los registrados antes de la crisis de Lehman Brothers (ver Gráfico 15).

El incremento en las tensiones financieras se originó ante la creciente probabilidad que el mercado asignaba a que la Reserva Federal comenzara la reducción de su tercer programa de compra de activos financieros de EEUU, como bonos soberanos y de titulaciones hipotecarias, que al igual que los dos anteriores programas ha permitido inyectar liquidez en el mercado desde el comienzo de la crisis. La probabilidad de una menor liquidez en el mercado incrementó el temor de una disminución de los flujos de capitales a mercados emergentes a la búsqueda de rentabilidad. En la práctica estos efectos no fueron homogéneos ni por activo ni por país, ya que Asia emergente ha sido la que ha verificado el impacto más acusado, principalmente Indonesia e India, al tiempo que no es despreciable el impacto en Turquía y Brasil.

Aunque las tensiones han remitido recientemente no han regresado a los niveles de principio de año debido a que el mercado continúa descontando la disminución de los estímulos monetarios por parte de la Reserva Federal en el mediano plazo.

Así, parece relevante cuantificar el impacto que sobre las economías emergentes ha tenido la reciente volatilidad en los mercados como consecuencia de la incertidumbre respecto a la política de la Fed. Adicionalmente, estamos interesados en analizar cómo afectaría al crecimiento, escenarios que impliquen aún mayor volatilidad en los mercados emergentes como consecuencia de una creciente desconfianza respecto a la forma en la cual la reserva federal planea dismantelar paulatinamente su actual política de estímulos.

Con este fin planteamos un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR), imponiendo restricciones de signo sobre las respuestas del modelo original con el fin de identificar el shock sobre el cual tenemos interés, es decir, un *shock* de volatilidad en el mercado financiero¹⁰. El modelo utilizado incorpora como variables el crecimiento del PIB de las regiones para las cuales desarrollamos el análisis, es decir América Latina y Asia emergente, al tiempo que introduce el crecimiento del PIB mundial con el objetivo de captar el ciclo económico mundial mediante esta variable. En lo que respecta a la medida de volatilidad que introducimos en el modelo, proponemos nuestro índice de tensiones financieras¹¹.

El primer ejercicio que planteamos es intentar cuantificar el impacto que ha tenido la volatilidad registrada desde fines de mayo en términos de crecimiento perdido en los mercados emergentes. Para esto comparamos la respuesta en términos de actividad en ambas regiones que surge de condicionar una senda de shocks que replique el ligero incremento de tensiones registrado desde junio pasado¹² frente a un escenario donde este incremento de las tensiones no se hubiese verificado.

Gráfico 15

BBVA Research Indicador de Tensiones Financieras en Mercados Emergentes



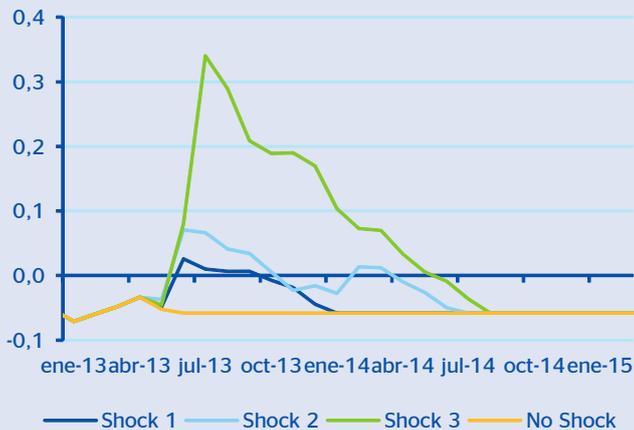
Fuente: BBVA Research

10: Un VAR es un modelo de ecuaciones simultáneas donde en cada ecuación solo aparecen como variables explicativas valores rezagados de las variables del modelo. Los modelos VAR en la práctica no verifican restricciones razón por la cual sus shocks no se encuentran identificados, sin embargo estos pueden llegar a identificarse imponiendo distintos criterios. En este caso hemos seguido como estrategia de identificación imponer restricciones de signo sobre las funciones de impulso-respuesta del modelo VAR original siguiendo a Uhlig (ver: Harald Uhlig, "What are the effects of monetary policy on output? Results from an agnostic identification procedure". Journal of Monetary Economics Nº 52, Año 2005, paginas 381-419).

11: El Índice de Tensiones Financieras (ITF) sintetiza en un solo indicador la dinámica de un conjunto de variables que miden la volatilidad de mercados de capitales, tipos de interés y divisas, riesgo de crédito (incluyendo el soberano) y tensiones de liquidez. Para más detalle ver el Informe Trimestral de Riesgo País de diciembre de 2012, página 23, disponible en: http://www.bbvarsearch.com/KETD/tbin/mult/CR4Q_tcm346-363545.pdf?ts=11102013.

12: Con el fin de construir el escenario hemos supuesto que las tensiones financieras se relajan durante los próximos dos meses y a partir de enero de 2014 alcanzan los valores mínimos de junio pasado.

Gráfico 16
BBVA Research Indicador de Tensiones Financieras en Mercados Emergentes. Sendas de shocks



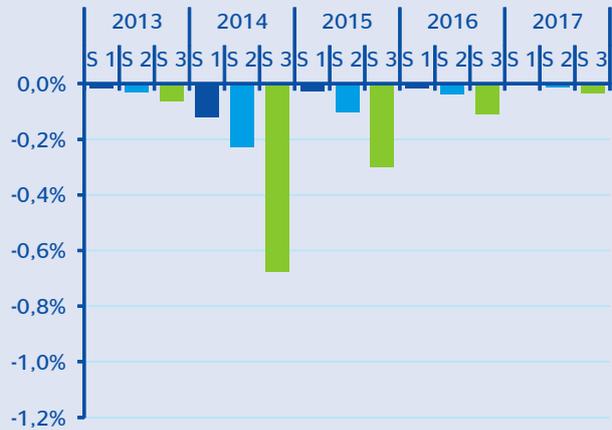
Fuente: BBVA Research

Adicionalmente, y con el fin de construir un escenario algo más extremo, suponemos una senda de shocks de tensiones financieras semejante a la observada en los mercados emergentes como resultado de la crisis del área del euro a partir de septiembre de 2011. Con el fin de hacer comparables ambos ejercicios hacemos coincidir el momento en el cual se incrementan las tensiones, es decir junio pasado. Al igual que en caso anterior comparamos la respuesta en términos de actividad respecto a un escenario sin incremento de tensiones financieras.

Como se observa en los Gráficos 17 y 18, según el modelo ambos shocks generarían un impacto reducido sobre la actividad de las economías emergentes, siendo Asia emergente la que exhibe un efecto ligeramente mayor. En este punto es importante señalar que estos resultados deben ser tomados como hipótesis de mínimo dadas las dificultades que esta familia de modelos lineales tiene para captar las no linealidades presentes en este tipo de ejercicios.

Planteamos un tercer escenario en el cual el shock simulado es aún más exagerado. El objetivo de este nuevo ejercicio es intentar establecer el nivel de shock necesario para que el impacto en términos de actividad sea relevante. Para construir este nuevo escenario hemos supuesto que las tensiones financieras en los mercados emergentes repiten la dinámica observada durante la crisis de Lehman Brothers¹³. En este caso la respuesta arrojada por el modelo sí es considerable, tal como se puede observar en los Gráficos 17 y 18.

Gráfico 17
Impacto de shocks de BBVA Research Indicador de Tensiones Financieras sobre el crecimiento de Latam



Fuente: BBVA Research

Gráfico 18
Impacto de shocks de BBVA Research Indicador de Tensiones Financieras sobre el crecimiento de Asia Emergente



Fuente: BBVA Research

La conclusión que se desprende del ejercicio es que **shocks en los mercados financieros igual al observado recientemente, o algo más acentuado, no deberían tener un impacto significativo sobre el nivel de actividad de los países emergentes.** Así, sería necesario volver a observar un shock de magnitud similar al registrado durante la crisis de Lehman Brothers para apreciar caídas de actividad gravosas. No obstante, es poco probable que este tipo de shocks se generen únicamente a instancias de los países emergentes. Parece necesario que el mismo se dé no solo a partir de un deterioro aislado de las condiciones en los mismos sino sumado a un entorno mundial altamente negativo tal como se evidenció durante la reciente crisis.

13: Nuevamente, con el fin de hacer comparables los ejercicios suponemos que el salto en las tensiones financieras se verifica que a partir de junio pasado.

Recuadro 3. Índice de Comercio Global de BBVA (BBVA-ICG)¹⁴

En épocas de gran incertidumbre, es primordial disponer de la información más actualizada sobre los cambios de la economía. El inesperado colapso del comercio mundial a finales de 2008 y principios de 2009 produjo una gran sorpresa. Se hizo obvia así la necesidad de nuevas herramientas para seguir la evolución económica con alta frecuencia. En especial, para seguir y prever mejor los flujos comerciales mundiales¹⁵. Los datos de comercio se publican con retraso, por lo que es difícil seguir la evolución en tiempo real. Así, por ejemplo, los datos mensuales preliminares del CPB (Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis) sobre el comercio mundial de mercancías están disponible con un retardo de alrededor de dos meses. Sin embargo, en la medida en que el comercio mundial de servicios (viajes, transportes, seguros, servicios financieros, etc.) demanda cada vez más atención, no es de extrañar que nos centremos en el comercio mundial de bienes y servicios publicado por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) (Gráfico 19). Esa serie sólo se publica trimestralmente y las primeras estimaciones se dan a conocer aproximadamente un trimestre después de que termine el de referencia, y reflejan la publicación tardía del desglose de las cuentas nacionales de algunos países¹⁶. Teniendo en cuenta todos estos detalles, el tamaño y la volatilidad de los movimientos cíclicos de los últimos años han planteado una vez más la necesidad de desarrollar herramientas que definan el estado de la economía en tiempo real.

Gráfico 19
Crecimiento observado en el comercio mundial de bienes y servicios (% t/t)



Fuente: OCDE

Gráfico 20
Crecimiento observado en el comercio mundial de bienes y servicios (% t/t) e índice BofA Merrill Lynch High Yield Spread de EE. UU. (%)



Fuente: BBVA Research

El Índice de Comercio Global de BBVA (BBVA-ICG) es un indicador mensual diseñado para medir el comercio global de bienes y servicios. Se basa en que los movimientos de las variables económicas reflejan un factor común subyacente que representa la dinámica de los ciclos del comercio mundial, una variable latente no observada. En consecuencia, el BBVA-ICG se ha desarrollado sobre un modelo de factores dinámico de un solo índice para producir mediciones de alta frecuencia del comercio mundial de forma sistemática, reproducible y estadísticamente óptima a partir de las exportaciones de mercancías (CPB), la producción industrial mundial, las ventas minoristas mundiales, el índice de gerentes de compras mundial (PMI) y el índice mundial de nuevos pedidos de exportación. La ampliación de Aruoba y Diebold (2010) nos permite examinar el contenido informativo de datos de comercio real e índices de encuestas adicionales para ofrecer previsiones acertadas del crecimiento del comercio mundial a corto plazo¹⁷.

14: En este recuadro se resumen los resultados de nuestro próximo Observatorio Económico (Martínez-Martín, 2013).

15: El colapso fue originado por el repentino, fuerte y sincronizado aplazamiento de las compras, en especial de los bienes duraderos de consumo e inversión (y sus piezas y componentes) Sobre el colapso del comercio mundial y el debate sobre si fue una consecuencia de la crisis o por el contrario contribuyó a ella de forma importante, véase por ejemplo Baldwin (2009).

16: El comercio mundial se calcula como el promedio de las importaciones y exportaciones de bienes y servicios en volumen de 2005.

17: Véase la sección sobre metodología para información más detallada.

Según las cifras de la Organización Mundial del Comercio (OMC), entre el 80 y el 90 por ciento del comercio mundial se basa en la financiación comercial (crédito comercial y seguros/garantías), sobre todo a corto plazo. Por ello, hay que acometer extensiones adicionales para examinar en qué grado podría mejorarse la exactitud del Índice de Comercio Global con indicadores de financiación comercial. En consecuencia, tener en cuenta un indicador de la prima de riesgo pagada por los prestatarios de alto riesgo que capte el impacto global de las condiciones crediticias así como el impacto de las condiciones de la operatoria comercial sobre la actividad adquiere una importancia crucial. El elevado movimiento común asociado con el comercio mundial y su elevado comportamiento contracíclico hacen que el diferencial de alto rendimiento de EE. UU.¹⁹ sea un excelente representante potencial a examinar (Gráfico 2).

Evaluación y resultados preliminares del BBVA-ICG

La correlación del crecimiento del comercio mundial con respecto al BBVA-ICG es superior a 0,8, lo que muestra el alto potencial de los indicadores utilizados para captar los puntos de inflexión de los ciclos del comercio mundial²⁰. Como resultado de ello, podemos producir previsiones del crecimiento del comercio mundial a corto plazo.

En síntesis, nuestros resultados empíricos preliminares se resumen de la forma siguiente: **la estimación retrospectiva del crecimiento del comercio mundial correspondiente al segundo trimestre se ha revisado ligeramente al alza (del 1,0% al 1,3%, t/t) mientras que la estimación del tercer trimestre de hace tres meses ha mejorado hasta el 1,4% (t/t)** (Gráfico 21 y Gráfico 22).

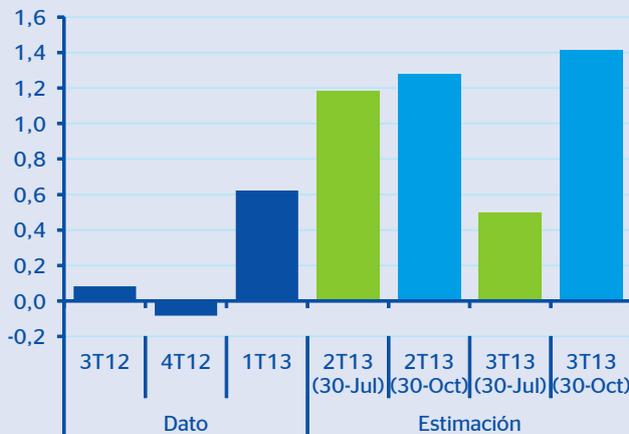
En definitiva, creemos que nuestro **BBVA-ICG es una herramienta válida para el análisis del comercio mundial de bienes y servicios a corto plazo**. No obstante, también creemos que el trabajo aquí iniciado puede ampliarse para examinar en qué grado podría mejorarse la exactitud del modelo de factores dinámicos de un solo índice mediante la inclusión de indicadores de financiación comercial junto con los indicadores adelantados.

Gráfico 21
Comercio mundial de bienes y servicios (% t/t) y previsiones basadas en el BBVA-ICG



Fuente: BBVA Research y OCDE

Gráfico 22
Comercio mundial de bienes y servicios (% t/t) y previsiones basadas en el BBVA-ICG



Fuente: BBVA Research

Descripción metodológica

El BBVA-ICG se compone de varios indicadores económicos de alta frecuencia que comparten un componente cíclico común y muestran una gran correlación estadística con la tasa de crecimiento del comercio mundial. Además de los criterios de correlación, esos indicadores deben utilizar los datos publicados cada trimestre antes de que esté disponible la cifra de comercio mundial correspondiente, y deben ser relevantes en el modelo tanto desde el punto de vista teórico como desde el punto de vista empírico.

19: BofA Merrill Lynch US High Yield Master II Option-Adjusted Spread (BAMLH0A0HYM2), porcentaje, mensual, sin desestacionalizar.

20: Cuando se utiliza este índice, la dirección de la tendencia es el elemento más importante, no necesariamente el valor cuando el índice está por encima o por debajo de una determinada cifra.

Así pues, la evolución de cada uno de los indicadores t , z_t^i del periodo puede desglosarse en la suma de dos componentes estocásticos no observables. El primer componente, x_t habitualmente denominado “factor común”, recoge la dinámica conjunta de todos los indicadores y se puede identificar con el ciclo de comercio mundial. El segundo componente, conocido como componente idiosincrático, hace referencia a la dinámica particular del indicador i durante el periodo t .

$$z_t^i = \beta_i x_t + u_t^i$$

La dinámica de los componentes común e idiosincrático se establece mediante modelos autorregresivos de órdenes p y q .

$$x_t = \rho_1 x_{t-1} + \dots + \rho_p x_{t-p} + e_t$$

$$u_t^i = d_1^i u_{t-1}^i + \dots + d_q^i u_{t-q}^i + \varepsilon_t^i$$

En este caso, e_t y ε_t^i son términos de error no observables que se suponen independientes y no correlacionados serialmente. Como proponen Mariano y Murasawa (2003), si consideramos las series trimestrales como la suma ponderada de sus expresiones mensuales, el modelo especificado anteriormente se puede representar en forma de espacio/estado y se puede estimar por máxima verosimilitud usando el filtro de Kalman.

La metodología utilizada está en línea con la propuesta seminal de Stock y Watson (1991), ya que utilizamos un modelo de factores dinámicos de un solo índice a pequeña escala para producir un índice exacto de las condiciones del comercio mundial en tiempo real. Al igual que en la propuesta de Stock-Watson, el modelo se beneficia de la información proporcionada por varios indicadores mensuales coincidentes. Además, utilizamos el método propuesto por Aruoba y Diebold (2010) sobre cómo ajustar un modelo de factores para manejar las distintas fechas de comienzo y fin de los indicadores, tal y como están normalmente disponibles en las previsiones en tiempo real debido a los distintos plazos de publicación. En resumen, creemos que dicha ampliación es sumamente útil para manejar los indicadores mensuales y trimestrales, lo que nos permite incluir una estimación trimestral del comercio mundial de bienes y servicios como indicador coincidente adicional del conjunto de indicadores componentes.

Gráfico 23

BBVA-ICG y comercio mundial de bienes y servicios (% t/t) en términos mensuales (actualizado a 30 de octubre de 2013). La zona sombreada corresponde a las previsiones



Fuente: BBVA Research

Referencias

Aruoba, B., and Diebold, F. 2010. Real-time macroeconomic monitoring: Real activity, inflation, and interactions. *American Economic Review: Papers and Proceedings* 100: 20-24.

Baldwin, R. (2009), “The Great Trade Collapse: Causes, Consequences and Prospects”, VoxEU.org.

Mariano, R., and Murasawa, Y. 2003. A new coincident index of business cycles based on monthly and quarterly series. *Journal of Applied Econometrics* 18: 427-443.

Stock, J., and Watson, M. 1991. A probability model of the coincident economic indicators. In Kajal Lahiri and Geoffrey Moore editors, *Leading economic indicators, new approaches and forecasting records*. Cambridge University Press, Cambridge.

3. Endeudamiento. Una visión panorámica

1. Apalancamiento y crecimiento económico, una relación compleja

El creciente nivel de endeudamiento de la mayor parte de economías, y especialmente de las más avanzadas, durante la década previa a la llegada de la crisis **ha sido un argumento utilizado reiteradamente en una doble vertiente, como causante de la crisis y condicionante de la recuperación**. Así, se suele aceptar que dados los *elevados e insostenibles* niveles de deuda²⁰ alcanzados durante la época de expansión, es necesario iniciar un proceso de desapalancamiento hacia niveles más *sostenibles*. Además, se relaciona la necesidad de desapalancarse para lograr un mayor crecimiento económico con dos razonamientos alternativos pero no excluyentes. Por un lado se hace referencia a que parte del fuerte aumento de la deuda en la década de expansión previa al inicio de la crisis de 2008 fue resultado de una abundancia de liquidez que no parece probable que se repita. Por otra parte, y sobre todo para economías donde se alcanzaron niveles de deuda *muy elevados* (o al menos más elevados que el promedio de sus *peers*) y que presentaban además otros problemas (como era el caso de algunas economías de la periferia europea), se argumenta que los altos niveles de partida de la deuda obligarán a hogares y empresas a dedicar elevados recursos a su servicio, detrayéndolos del gasto de consumo y de inversión. **Una recuperación intensa de la economía, por tanto, sólo habría de producirse una vez que el proceso de desapalancamiento estuviera avanzado, con lo que la carga de la deuda sobre la renta de hogares y empresas sea lo suficientemente reducida como para dejar suficiente espacio al nuevo gasto.**

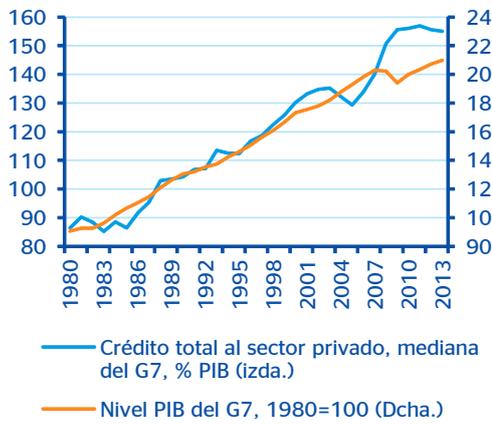
Los datos más agregados muestran en principio una clara relación entre desarrollo económico (nivel de PIB real) **y participación del endeudamiento en la economía** (por ejemplo medido a través del ratio de deuda sobre PIB nominal). El Gráfico 24 recoge, precisamente, la evolución de ambas variables de forma agregada para (el valor mediano de) las economías del G7, donde se aprecia una clara relación directa entre el PIB (nivel) y la ratio de apalancamiento en las tres últimas décadas, que no se rompe (parcialmente) hasta mediados de la década pasada. El endeudamiento comenzó a aumentar más rápido que el PIB desde 2005, un proceso que a nivel agregado habría de durar hasta 2011, si bien el endeudamiento comenzó a moderar su crecimiento en 2009. **La rapidez con la que creció el endeudamiento en ese periodo dio lugar tras el estallido de la crisis a la preocupación por los niveles elevados en algunos países** (Gráfico 25) **y a consideraciones sobre su sostenibilidad, tras haber sobrepasado los niveles de equilibrio, o al menos de máximo histórico.**

20: Salvo especificación en contrario, el análisis de esta sección abarca el sector privado no financiero de la economía, es decir, excluye específicamente el análisis de sostenibilidad de la deuda pública, así como el endeudamiento del sector financiero, con dinámicas diferenciadas frente al sector privado no financiero.

Además, el término deuda se utiliza aquí en un sentido amplio, no sólo restringido a los créditos bancarios, tal y como se recoge en las estadísticas del Banco Internacional de Pagos. En la sección tercera, dedicada a EE.UU. y España, el análisis sí que se limita al crédito proporcionado por el sistema bancario.

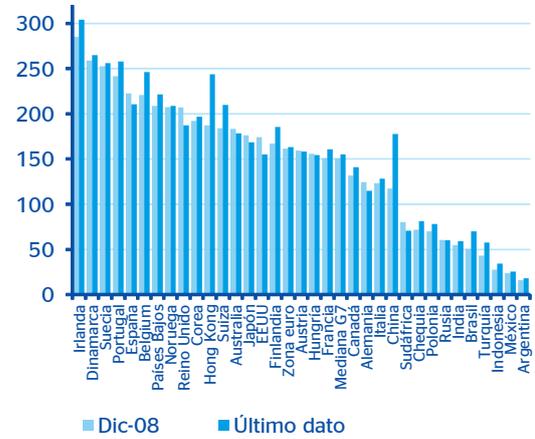
Por último, el análisis realizado se enfoca fundamentalmente a las economías avanzadas, puesto que es en estas economías donde el proceso de apalancamiento ha sido más intenso. La dinámica del endeudamiento entre economías avanzadas y emergentes o en vías de desarrollo es muy distinta ya que, precisamente el grado de profundización financiera de una economía es una característica diferencial de ambos grupos.

Gráfico 24
Economías del G7, PIB y ratio deuda sobre PIB (mediana)



Fuente: OCDE, BIS y BBVA Research

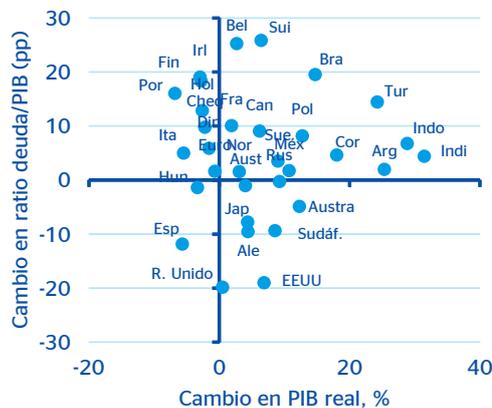
Gráfico 25
Ratio deuda sobre PIB (selección de países)*



* Algunas economías registran un máximo en su apalancamiento entre finales de 2008 y el último dato disponible.
Fuente: BIS y OCDE

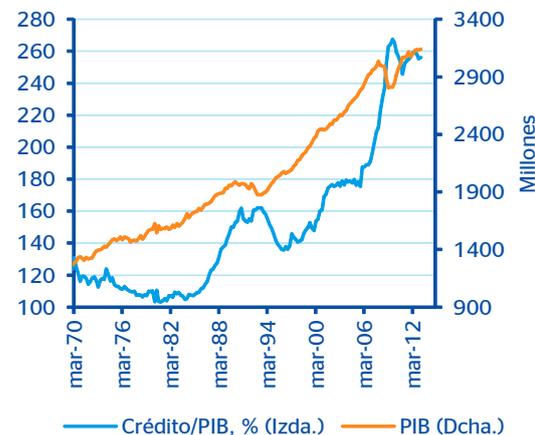
En esa situación se presentaba como inevitable un periodo de desapalancamiento, forzado por factores tanto de oferta como de demanda. Por el lado de la oferta, el periodo previo de expansión se había caracterizado por unas condiciones de abundante liquidez que en el nuevo tiempo post-Lehman Brothers claramente no se iban a reproducir, con un proceso “re-regulatorio” del sistema financiero (adaptación a la nueva reglamentación de Basilea III entre otras novedades) que conlleva una provisión de financiamiento posiblemente menos abundante o en condiciones de coste no tan favorables, a lo que hay que añadir el proceso de reestructuración bancaria que se está produciendo en algunos países y la mayor aversión al riesgo de las entidades financieras. Junto a estos factores de oferta, hay factores de demanda. Algunos países (por ejemplo, España), se han enfrentado a profundas recesiones y cambios de su modelo productivo que dificultarán la vuelta de la demanda de crédito de algunos de los segmentos más pujantes de la anterior expansión. Sin embargo, y pese a que en la década de expansión previa a la crisis el comportamiento entre las economías avanzadas fue bastante similar (más PIB equivalía a más deuda), **en el lustro post-crisis el comportamiento de la relación entre deuda y PIB está siendo muy heterogéneo, tanto que es difícil extraer una conclusión general al respecto**, tal y como se observa en el Gráfico 26.

Gráfico 26
Cambio en el ratio de apalancamiento y en el PIB desde final de 2008



Fuente: OCDE, BIS y BBVA Research

Gráfico 27
Endeudamiento y PIB en Suecia



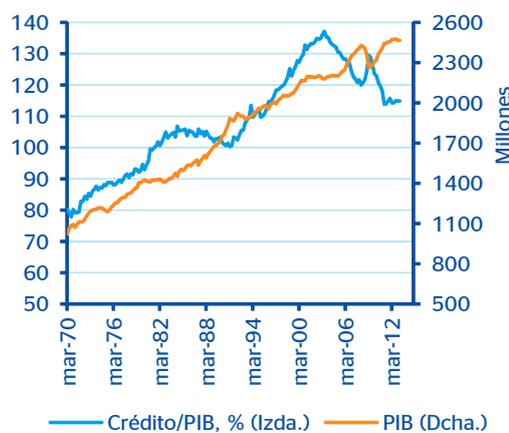
Fuente: OCDE, BIS y BBVA Research

En primer lugar, una mayoría de economías recogidas en este análisis²¹ han visto como el aumento de su ratio de apalancamiento no estaba reñido con tener actualmente niveles de PIB superiores a los de 2008 (cuadrante noreste del Gráfico 26). Gran parte de esas economías son economías emergentes, pero también se incluyen economías avanzadas como Bélgica, Francia o Suecia. El caso sueco es especialmente ilustrativo (ver Gráfico 27). Esta es una economía que sufrió en la década de 1990 su propia crisis bancaria (con algunos rasgos comunes a la crisis financiera global de 2008), tras la cual el nivel de endeudamiento privado llegó al entorno de los 160 puntos de PIB. El ratio descendió en 25 puntos de PIB en proceso de desapalancamiento simultáneo a otro de crecimiento, aunque también Suecia es uno de los países donde el endeudamiento aumentó más rápidamente en los años previos a la crisis.

Actualmente Suecia es uno de los países con un nivel más elevado de endeudamiento privado en el mundo (el cuarto de nuestra muestra de 35 países) y que, de hecho, pese a la reducción más reciente, continúa por encima de los niveles pre-crisis. Aun así, en 2012 su PIB creció en un 1,3% (frente a una caída del 0,5% en la zona del euro), si bien en 2013 se ha desacelerado hasta un crecimiento apenas positivo.

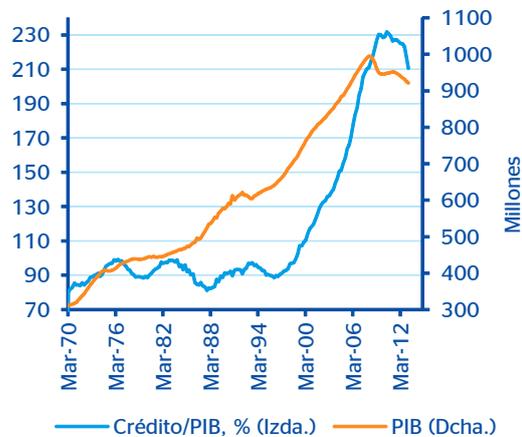
Otro grupo numeroso sería el de economías que han podido combinar crecimiento económico con desapalancamiento (cuadrante sureste del gráfico). Alemania (Gráfico 28) y Estados Unidos serían buenos ejemplos de esta situación. En tercer lugar, hay economías donde se ha producido un proceso de desapalancamiento, pero donde el crecimiento económico o recuperación tras la recesión no ha llegado, siendo España el caso más representativo (Gráfico 29).

Gráfico 28
Endeudamiento y PIB en Alemania



Fuente: OCDE, BIS y BBVA Research

Gráfico 29
Endeudamiento y PIB en España



Fuente: OCDE, BIS y BBVA Research

Por último, cabe citar un numeroso grupo de economías, que combinan aumentos del endeudamiento, con caídas de actividad (cuadrante noroeste). Este grupo se compone básicamente de países europeos, pero es muy heterogéneo (países nórdicos, de Europa central y periféricos). A nuestros efectos, nos interesa hacer notar la presencia en este grupo de economías periféricas de Europa como Portugal, Irlanda e Italia, como contraste frente a la economía española donde se ha reducido significativamente el nivel de endeudamiento.

Por tanto, **de la mera comparación de PIB y deuda del sector privado no es posible obtener una relación biunívoca entre desapalancamiento y crecimiento. Esa relación sería así dependiente de otras variables no consideradas hasta ahora**, con un desempeño específico en cada país y que podrían ayudar incluso a identificar un nivel de equilibrio para el crédito.

21: 35 economías de distinto grado de desarrollo

2. Estimación del nivel de equilibrio del crédito privado. Además del crecimiento, variables estructurales y de regulación también importan

A largo plazo, existe una correlación positiva entre el desarrollo financiero de un país, medido por ejemplo en términos del ratio de crédito sobre PIB, y su nivel de renta per cápita. La reciente crisis financiera global nos ha recordado la necesidad de obtener medidas adecuadas que determinen si el nivel de crédito del que disponen los agentes privados de un país es excesivo o si, por el contrario, es sostenible. Esta valoración sobre lo excesivo o no del nivel de crédito puede proporcionar señales de alerta sobre la fortaleza de la recuperación en marcha y sobre el riesgo de una futura crisis económica o financiera.

Para establecer los niveles de equilibrio, estimamos un modelo de datos de panel²² basado en la idea de que la relación a largo plazo entre la ratio de crédito sobre PIB y la renta per cápita sigue una relación logística (en forma de S), con un nivel de saturación en los niveles más elevados de renta. **Los niveles de saturación y la forma de la relación entre el desarrollo financiero y la renta dependen también de un amplio conjunto de determinantes institucionales y regulatorios.** Además, el nivel de la ratio de crédito observado podría apartarse de su nivel estructural a largo plazo debido al efecto de las desviaciones de corto y de medio plazo de la renta, la inversión, los tipos de interés y el resto de las variables consideradas como relevantes. **Estas brechas de crédito entre el nivel registrado y el consistente con los valores de largo plazo de las variables relevantes en su evolución pueden ser señales de alerta de cambios más o menos bruscos en el nivel de crédito.**

Métodos alternativos para aproximar las brechas de crédito

Entre los indicadores de crecimiento excesivo del crédito que se utilizan habitualmente está la variación de la ratio de crédito sobre PIB o la estimación de brechas de crédito como la diferencia de la ratio de crédito sobre PIB respecto a su propia tendencia.

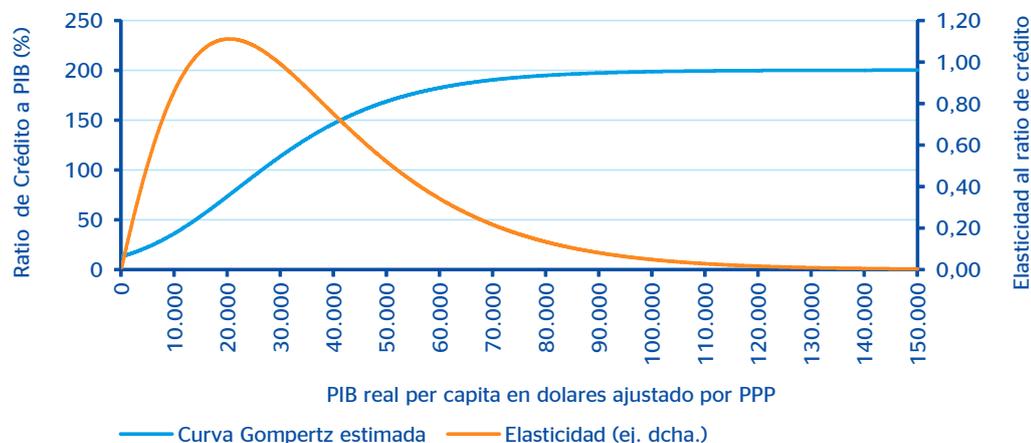
Los analistas y las instituciones internacionales que optan por el primero, normalmente consideran que si dicha ratio aumenta más de 5 puntos porcentuales en un año, el país está atravesando un "boom" crediticio. Pero, ¿se corre el mismo riesgo cuando la ratio crece 5 puntos en un país emergente con una ratio inicial de 20 que cuando crece en una economía avanzada con una ratio inicial de 200? ¿Cómo comparamos esa variación anual de la ratio de crédito si el PIB crece a una tasa del 5% en la economía emergente pero sólo crece a un 2% en la economía avanzada? ¿Cómo podemos tener en cuenta el efecto de un cambio regulatorio reciente que favorece el desarrollo financiero?

Por otra parte, la estimación de las brechas de crédito como la diferencia entre la ratio de crédito sobre PIB y su tendencia también presenta algunos problemas. La brecha puede ser muy distinta según la técnica que se utilice para calcular la tendencia a largo plazo. Además, las brechas de crédito también pueden ser muy distintas dependiendo de si la tendencia es lineal o estocástica (normalmente por medio de un filtro de Hodrick-Prescott que está sujeto a los problemas de sesgo causado por los datos al final de la muestra).

22: De próxima publicación, para obtener información más detallada: Alvaro Ortiz Vidal-Abarca, alvaro.ortiz@bbva.com; Alfonso Ugarte Ruiz, alfonso.ugarte@bbva.com.

Gráfico 30

Curva Gompertz (enfoque no lineal)



Fuente: BBVA Research

Las principales ventajas de nuestra metodología con respecto a los métodos alternativos para estimar la brecha de crédito son las siguientes: i) adoptamos un tipo de relación más realista entre la ratio de crédito y la renta per cápita (curva de Gompertz, gráfico 30); ii) consideramos las distintas elasticidades a las variables independientes del modelo (variables macroeconómicas estructurales y regulatorias) según el horizonte temporal.

Aplicamos esta metodología a un panel extenso que incluye 83 países con un periodo muestral de frecuencia anual que abarca desde 1990 hasta 2012 y controlamos la estimación por 13 variables estructurales y regulatorias (Tabla 3).

Tabla 3

Determinantes de largo plazo del desarrollo financiero de una economía

Macroeconomicos	Estructurales	De Regulación
PIB per capita	Densidad de Población	Calidad de la información de los bureau de crédito
Ratio de inversion sobre PIB	Imperio de la Ley	Cobertura del bureau de crédito privado
PIB pc x ratio de inversión	Coeficiente de Gini (distribución renta)	Cobertura del bureau de crédito público
Inflación	Apertura financiera	Protección al acreedor bancario
Tasa de interés real (corto plazo)	Concentración bancaria	PCA Coste de hacer efectivos los contratos, registros de propiedad
Spread real de financiación bancaria	Ratio de capital sobre activos	PCA Restricciones a la actividad bancaria
	Requisitos de capital	PCA Restricciones a la entrada en el sector bancario

Fuente: BBVA Research

Además, las sensibilidades de la ratio de crédito a las demás variables se calculan teniendo en cuenta el horizonte temporal (a largo, medio o corto plazo)²³.

Los resultados del modelo estimado muestran **evidencias que apoyan el tipo de relación de la curva de Gompertz, con niveles de saturación del ratio de crédito sobre PIB, y la existencia de distintas sensibilidades a la renta per cápita según el horizonte temporal considerado.** En primer lugar, **los incrementos de la renta a corto plazo tienen un efecto positivo en la ratio de crédito, pero con un límite máximo;** en segundo lugar, las desviaciones a medio plazo parecen ser los principales motores de los “booms” crediticios; por último, las desviaciones a corto plazo tienen un impacto negativo sobre la ratio de crédito. Esto es importante para determinar cuál

23: En general, consideramos como valor a largo plazo una variable igual a su media móvil de 15 años; desviación a medio plazo es la brecha entre la media móvil de 5 años y el valor a largo plazo; por último, desviación a corto plazo es la brecha entre el valor y la media móvil de 5 años. Además, para abordar los problemas de multicolinealidad entre PIB pc y otras variables utilizamos análisis de componentes principales (PCA) y el residuo de regresiones desde la variable a la renta per cápita.

es el nivel estructural de desarrollo financiero, es decir, qué nivel de crédito está sustentado por los fundamentos de una economía, y establecer qué niveles de la ratio de crédito deben considerarse “excesivos”²⁴.

Las distintas sensibilidades nos permiten calcular un nivel “estructural” de la ratio de crédito en relación a los componentes a largo plazo de las variables independientes y el nivel de saturación determinado por el marco institucional de cada país. Así, los principales resultados del modelo son:

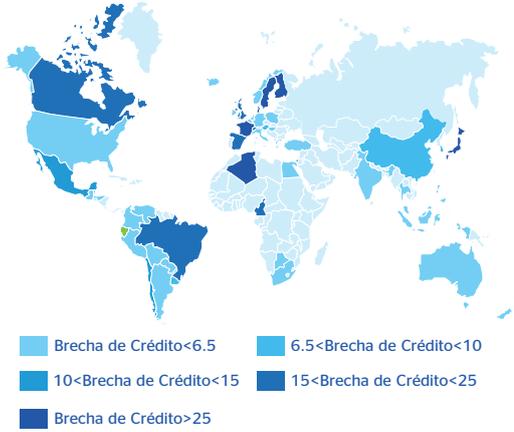
- i. Hay efectos negativos significativos derivados de la informalidad económica, pero no efectos significativos derivados de la desigualdad.
- ii. La apertura financiera es positiva en relación con la ratio de crédito sobre PIB.
- iii. Los mayores requisitos de capital tienen un fuerte efecto negativo sobre el ratio de crédito sobre PIB.
- iv. La restricción de la entrada de nuevos participantes y la mayor concentración parecen tener un efecto negativo sobre el desarrollo financiero. Una mayor disponibilidad y calidad de la información tienen un claro signo positivo sobre la profundización financiera.
- v. La combinación de una mayor protección de los acreedores, mayor facilidad para hacer cumplir los contratos y un proceso de registro de la propiedad más sencillo tienen un claro efecto positivo en el crédito.

La brecha de crédito estimada se muestra como una herramienta útil para la predicción de crisis bancarias y, además, es tan eficiente o más que los indicadores que se utilizan habitualmente para medir *booms* crediticios, como la variación anual de la ratio de crédito sobre PIB y la desviación de la ratio de crédito sobre PIB con respecto a su propia tendencia (ya sea lineal o estocástica). A título ilustrativo, en los gráficos siguientes se muestra el tamaño de las brechas de crédito (desviación de las ratios de crédito sobre PIB con respecto al equilibrio) durante la crisis bancaria nórdica (1991), la crisis de las economías emergentes (1997), la última crisis financiera (2007) y la situación actual (2013).

El exceso de crecimiento del crédito durante la crisis bancaria nórdica (1991) se concentró sobre todo en países desarrollados (no sólo en Suecia, Finlandia y Dinamarca, sino también en Canadá y Japón). También hubo algunas presiones crediticias significativas en Brasil y, en menor medida, en Chile (Gráfico 31). Esto contrasta con la situación anterior a la crisis de las economías emergentes (1997), donde la mayor parte de los excesos de crédito importantes (representadas en los gráficos en tonalidades de azul más oscuro) se concentraron en dichas economías. Esto fue especialmente relevante en Asia y América Latina, mientras que solo unos cuantos países de la Europa emergente mostraban excesos de crédito (debido, en parte, a los bajos niveles iniciales tras la caída del comunismo). En cambio, solo un grupo reducido de países desarrollados mostraron un excesivo crecimiento del crédito, como Japón y Suecia, y ambos países tuvieron que enfrentarse a un largo proceso de desapalancamiento (Gráfico 32).

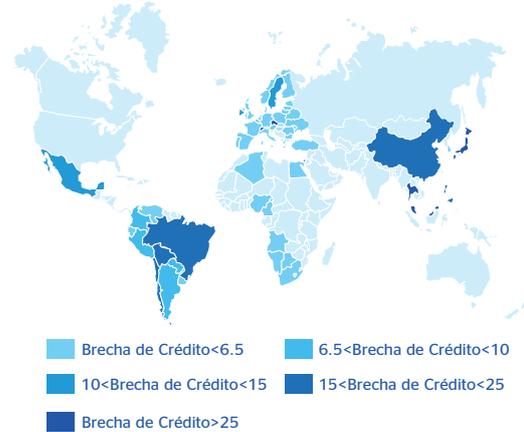
24: Por ejemplo, algunos estudios recientes tratan de calcular el nivel de “referencia” del desarrollo financiero como el nivel determinado por la renta per cápita y otras variables. Sin embargo, si la sensibilidad de la ratio de crédito a las variaciones de la renta per cápita fuera más alta a medio o a corto plazo que a largo plazo, calcularíamos un nivel estructural mucho más alto si la economía estuviera pasando por un periodo temporal de fuerte crecimiento, aunque un incremento temporal de la renta no garantiza un nivel de crédito más elevado. Este sería el caso, por ejemplo, de una economía que estuviera experimentando una burbuja.

Gráfico 31
Mapa de la brecha de crédito (1991) (desviación de la ratio crédito - PIB con respecto al equilibrio)



Fuente: BBVA Research

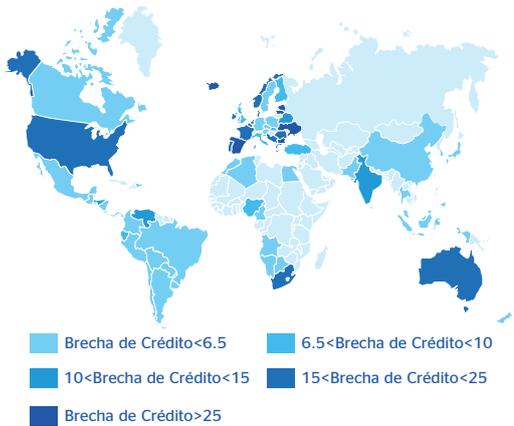
Gráfico 32
Mapa de la brecha de crédito (1997) (desviación de la ratio crédito - PIB con respecto al equilibrio)



Fuente: BBVA Research

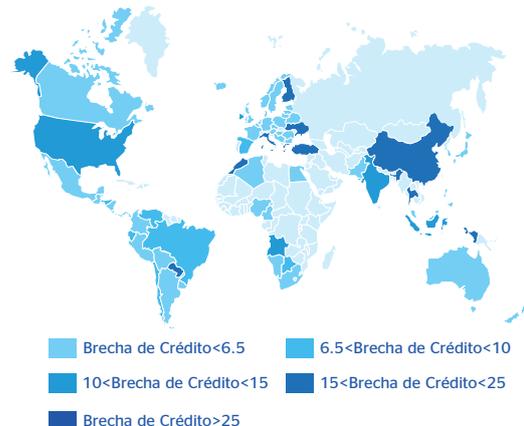
El mapa del crédito privado de 2007 (justo antes de la última crisis financiera) muestra que la vulnerabilidad crediticia se concentraba en los países desarrollados. En este caso, la presión se observa sobre todo en EE.UU., los países periféricos de Europa, Australia y Nueva Zelanda. La Europa emergente fue la única región donde el exceso de crédito privado fue bastante generalizado, mientras que el resto de las economías emergentes se mantuvieron aisladas de los subsiguientes desplomes del crédito privado (Gráfico 33). El mapa de crédito actual (2013) muestra cómo EE. UU. y España han avanzado en el proceso de desapalancamiento (de forma que la tonalidad es más neutra). Sin embargo, en algunos países periféricos de la UE (todavía en azul oscuro) el proceso de desapalancamiento sigue aún en curso. Una señal que se observa es la creciente presión del crédito en algunas economías emergentes de Asia, en China y en la India.

Gráfico 33
Mapa de la brecha de crédito (2007) (desviación de la ratio crédito - PIB con respecto al equilibrio)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 34
Mapa de la brecha de crédito (2013) (desviación de la ratio crédito - PIB con respecto al equilibrio)



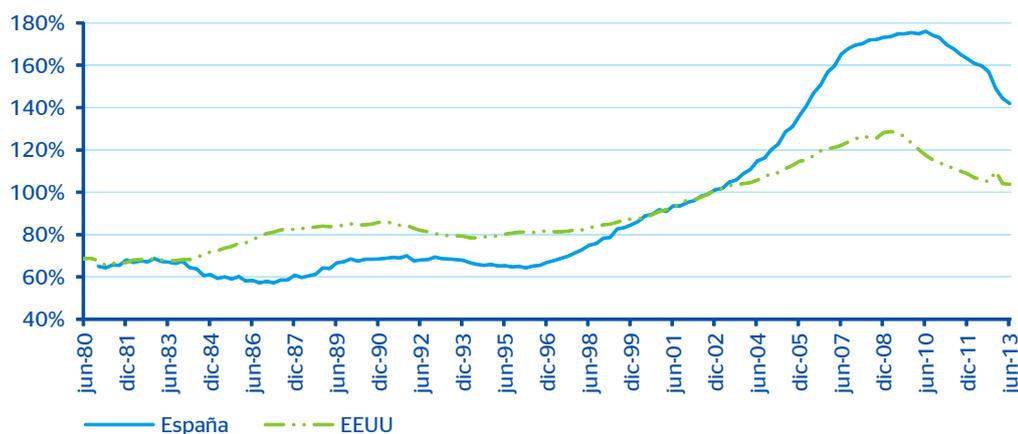
Fuente: BBVA Research

3. EE.UU. y España. Diferentes ritmos de (des)apalancamiento y diferentes factores relevantes

Como se ha podido comprobar en las secciones anteriores de este artículo, las situaciones en las cuales las economías pueden estar afrontando procesos de desapalancamiento, son muy distintas, tanto en lo que se refiere a las características de aquel como al entorno económico en el que lo llevan a cabo. Para ilustrarlo, se consideran los casos de EE.UU. y España, que se analizan con más detalle en esta sección. Para facilitar la comparación, y dado que en EE.UU. el recurso de las empresas a obtener financiación vía emisiones de deuda corporativa es muy superior al de España, se restringe el análisis al crédito bancario del sector privado, que supone la práctica totalidad de la financiación de las empresas y familias en España.

Como se puede apreciar en el gráfico inferior, el crédito se situaba en niveles similares en los dos países alrededor del año 2000, en el entorno del 90% del PIB. Sin embargo, durante la década posterior las cifras españolas se incrementaron fuertemente, llegando a alcanzar niveles del 175% en el pico, frente al más moderado máximo del 130% de EE.UU. Además, en España se ha tardado más en empezar el desapalancamiento de los saldos, que hoy en día se sitúan en niveles más cercanos a los de 2006, mientras que EE.UU. empezó antes a reducir el crédito, para llegar a niveles más moderados en la actualidad, alrededor del 100% del PIB.

Gráfico 35
Crédito a empresas no financieras y familias (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de BCE, FDIC y Eurostat

Para entender la diferente evolución de los saldos en ambos países, es imprescindible analizar el endeudamiento de los diferentes agentes económicos, hogares y empresas.

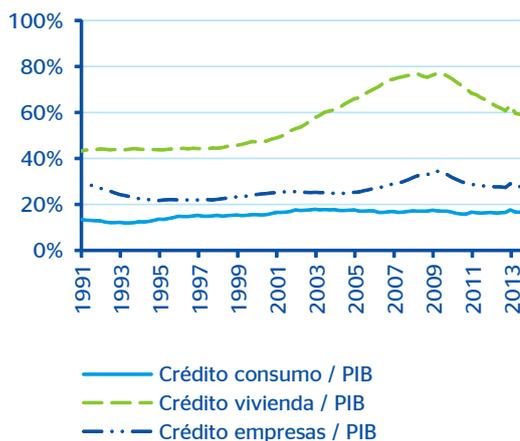
Crédito inmobiliario: el subprime en EE.UU. y el boom en España

En EE.UU., la partida causante de la mayor parte del crecimiento del crédito durante el boom fue el crédito vivienda, y en concreto el llamado crédito “subprime”. Éste consistía en préstamos hipotecarios con condiciones generalmente muy benignas durante los primeros trimestres o años, que concedían los agentes inmobiliarios (que son entidades bancarias) a familias de recursos escasos. Estos créditos, vendidos luego a las entidades bancarias tradicionales, eran empaquetados en titulizaciones que se vendían en buenas condiciones en los mercados financieros internacionales gracias a calificaciones crediticias favorables, de modo que para el tenedor último el riesgo asumido se hacía difícil de valorar. Por tanto, se podría decir

que en EE.UU. el factor que impulsó el aumento del crédito hipotecario fue de regulación del sistema financiero, que generaba incentivos para tomar un riesgo que a la postre resultó excesivo. En la actualidad, el nuevo crédito a la vivienda aún no se ha recuperado, principalmente por la debilidad de la oferta. Las políticas públicas, frecuentemente enfocadas en proteger al consumidor, han retrasado parcialmente el ajuste, por lo que los bancos aún acumulan deudas problemáticas en sus balances y tendrán que continuar su desapalancamiento. Recientemente, se aprecian algunos síntomas de mejora en el mercado de alquiler, pero no así en el de compra de vivienda.

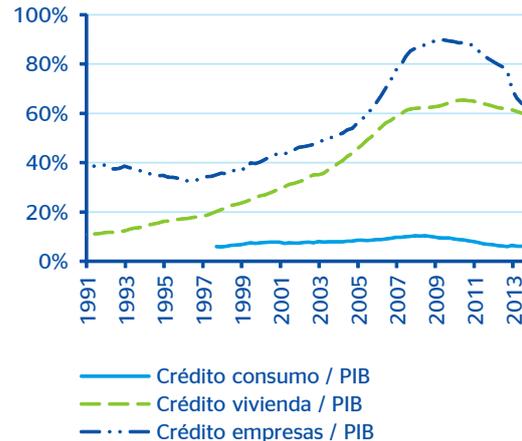
En España los problemas también radicaron en el boom del sector inmobiliario, que se plasmó en un fuerte aumento de los créditos a constructoras y promotoras (41% del PIB en 2008) y del crédito vivienda (63% del PIB en la misma fecha. Sin embargo, los factores de este comportamiento no sólo estaban ligados a la regulación, también había unos incentivos fiscales que premiaban la propiedad o una competencia creciente en el sistema financiero con un rápido crecimiento de cuota de las entidades que se expusieron más, las cajas, tras la eliminación de restricciones a su actividad. Por último, aunque no menos relevante, hay que considerar la caída de tipos de interés resultado de la entrada en el euro y unas condiciones de concesión del crédito pro cíclicas.

Gráfico 36
EEUU: Crédito vivo por deudor (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de FDIC

Gráfico 37
España: Crédito vivo por deudor (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de BCE y Eurostat

La otra gran partida del crédito a las familias, el crédito al consumo, tuvo un incremento moderado durante la crisis y ya ha iniciado su senda de recuperación en ambos países. Su menor plazo y los menores importes de cada préstamo explican que sea una partida con menos inercia.

Por parte del crédito a empresas, en EE.UU. no se ha apreciado un comportamiento especialmente llamativo durante la crisis ya que las grandes empresas suelen acudir a los mercados en busca de financiación, lo que hace al sector en su conjunto menos dependiente de las entidades financieras. En general, las empresas de mayor tamaño ya han completado su proceso de desapalancamiento, mientras que las pequeñas y medianas (pymes) sólo lo han hecho parcialmente. La incertidumbre económica y regulatoria está haciendo más difícil que los bancos incrementen el flujo de nuevo crédito al sector.

En el caso español, el grueso de las dificultades radica en el crédito acumulado por las empresas constructoras e inmobiliarias. Aún hoy, después de seis años de crisis, de que la nueva regulación incrementara las provisiones específicas sobre el sector y de la transferencia de los créditos de las entidades menos solventes a una sociedad de activos inmobiliarios creada por el gobierno (Sareb), las empresas del sector inmobiliario mantienen un stock de crédito que supone un 23%

del PIB, cifra elevada cuando se considera su situación y perspectivas en lo que se refiere a contribución a la economía española.

Con todo, para el conjunto del sector empresarial las nuevas operaciones de crédito siguen mostrando una tendencia bajista hasta ahora, especialmente en aquellas con actividades más ligadas al sector de la construcción e inmobiliario.

El despalancamiento: diferentes ritmos, diferentes causas

Parte de la explicación de que la reducción del saldo vivo del crédito empezara antes y haya sido más acelerada en EE.UU. que en España radica en las reglas contables, pues **el procedimiento de pase a fallidos de las exposiciones morosas es más rápido en el caso estadounidense**. Además, en algunos de los estados americanos las hipotecas se conceden sin responsabilidad universal (o el juez suele decretarlo así a posteriori), por lo que los clientes con deudas en "negative equity" (un valor del crédito superior al de la vivienda) pueden entregar la vivienda al banco y cancelar así la deuda, sin que la entidad tenga ningún derecho sobre el resto de sus bienes o rentas. Así, el saldo vivo hipotecario se reduce con mayor rapidez.

También fue diferente en ambos casos la gestión de la crisis financiera. Desde las primeras turbulencias, las autoridades estadounidenses reaccionaron mediante medidas monetarias, fiscales y específicas sobre el sistema financiero que aceleraron la estabilización de su economía. En concreto, el primer stress test de los grandes bancos se realizó en mayo de 2009, mientras que el ejercicio español que contó con la supervisión internacional y que consiguió convencer al mercado no llegó hasta septiembre de 2012. Adicionalmente, la gestión de las entidades que recibieron ayudas en EE.UU. fue adecuada y pudieron beneficiarse de la recuperación económica, que se inició con celeridad. **Las dificultades institucionales europeas y la falta de un diagnóstico adecuado de la crisis en sus primeras fases han complicado y retrasado la reestructuración del sistema financiero español.**

¿Qué ocurrirá en el futuro en España? Las proyecciones apuntan a que el despalancamiento continuará durante los próximos trimestres, un comportamiento que ha de valorarse positivamente dado que el nivel actual, cercano al 130% del PIB, aún es muy superior a la media de la zona euro (90%) y razonablemente también superior al nivel de equilibrio en el largo plazo para la variable. Además, es necesario que el crédito se reequilibre por sectores, reduciendo por ejemplo la participación del sector inmobiliario.

El reto es hacer este despalancamiento compatible con la provisión de nuevo crédito a la demanda solvente. En concreto, los sectores ligados a la exportación son los que tienen un mayor potencial en estos momentos dado que son los que están registrando mejoras de demanda, igual que en anteriores recuperaciones cíclicas. Con todo, para conseguir fomentar de nuevo el flujo de nuevas operaciones de crédito es importante diagnosticar si las dificultades por el lado de la oferta están causadas por la falta de liquidez (como ocurrió en otras fases de la crisis) o por el riesgo de las solicitudes (como es el caso ahora). Para paliar los riesgos, medidas como las garantías, la compartición de riesgos o la reducción del consumo de capital podrían ser adecuadas.

4. A modo de resumen

A lo largo de esta sección se ha hecho un recorrido por la evolución del endeudamiento y el crecimiento, mostrando como análisis preliminares que muestran una relación directa entre ambas variables pueden pecar de ser simplistas. **Distintas economías pueden registrar a la vez (des)apalancamiento y (de)crecimiento en sus cuatro posibles combinaciones**, como se observa en la actualidad al revisar el comportamiento de ambas variables en 35 economías. Y ello como resultado de la **compleja relación entre ambas variables, que no las involucra a ambas en solitario, sino que depende también de variables más estructurales** como evolución de la población, de la informalidad, de la inversión o de la estructura del sistema financiero; pero **también de variables puramente regulatorias**, como exigencias de capital, de información financiera o del grado de protección al consumidor de servicios financieros.

Un ejemplo de la importancia del entorno económico y de las reglas del juego vigentes se encuentra en el desempeño del crédito bancario en dos economías como EE.UU. y España, homologables por su pertenencia a las economías más desarrolladas del mundo. En ambas se registra un proceso de desapalancamiento de crédito bancario a la vez que la primera crece y la segunda apenas sale de una profunda y duradera recesión. En todo para que las caídas del stock de crédito no retrasen la recuperación económica, estas han de darse a la vez que las nuevas operaciones de crédito repuntan al ritmo que lo hace la demanda solvente de crédito, sin factores de oferta que las frenen.

4. Tablas

Tabla 4

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2013.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2013.

Fuente: BBVA Research

Tabla 6

Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2013..

Fuente: BBVA Research

Tabla 7

Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público (% PIB)

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

Fuente: BBVA Research

Tabla 8

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

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

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2013.

Fuente: BBVA Research

Tabla 9

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	0,75	0,77
UEM	1,33	1,39	1,29	1,33	1,31
Reino Unido	0,65	0,62	0,63	0,64	0,64
Japón	87,8	79,7	79,8	97,3	109,9
China	6,77	6,46	6,31	6,19	6,02

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2013.

Fuente: BBVA Research

Tabla 10

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: 4 de noviembre de 2013.

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Escenarios Económicos:

Economista Jefe de Escenarios Económicos

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Rodrigo Falbo
rodrigo.falbo@bbva.com

Alberto González de Aledo
alberto.gonzalezdealedo@bbva.com

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

Jorge Rodríguez-Vález
jorge.rv@bbva.com

Con la colaboración de:

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Análisis Transversal Economías Emergentes
Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Jaime Zurita
jaime.zurita@bbva.com

Alfonso Ugarte
alfonso.ugarte@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@bancofrances.com.ar

Chile
Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

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

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