

---

---

## **VI. PERSPECTIVAS PARA 2013**

---

---

### **Situación Global Primer trimestre 2013 (BBVA Research)**

El 13 de febrero de 2013, la sección de análisis económicos de BBVA Research dio a conocer información sobre la situación económica global al primer trimestre de 2013, la cual se presenta a continuación.

#### **1. Editorial: mejora la percepción del escenario económico global**

La percepción del escenario económico global ha mejorado en el último trimestre con la continuada caída de las tensiones financieras globales, particularmente en Europa, y con el acuerdo para evitar por ahora el llamado “abismo fiscal” en Estados Unidos de Norteamérica. Han repuntado los indicadores de confianza en las principales áreas económicas, excepto Japón, y los datos reales de actividad y gasto siguen siendo consistentes con una expansión global moderada. El crecimiento mundial repuntará desde el 3.2% en 2012 hasta el 3.6% en 2013 y el 4.1% en 2014, casi la misma estimación de hace tres meses. En 2013 se compensan la revisión a la baja del crecimiento brasileño y el mantenimiento en el área del euro y Estados Unidos de Norteamérica con las mejores previsiones de China, México o algunas economías latinoamericanas.

Europa lleva ya seis meses de caídas de las tensiones financieras, con una paulatina apertura, aun incompleta, de los mercados de financiamiento a empresas, financieras y no financieras, de algunas economías de la periferia del área del euro. España es un buen ejemplo, con unos flujos de financiamiento del exterior cada vez menos dependientes del Eurosistema, dada la apetencia creciente de los inversionistas. En actividad, se mantienen las perspectivas de recesión en 2013, aunque menos intensa de lo previsto antes (-1.1% frente a -1.4%), y recuperación en 2014 con un 1.1% de

aumento del Producto Interno Bruto (PIB). El ritmo de la recuperación española descansará en el impacto del ajuste fiscal y de las reformas emprendidas y en la contribución de la demanda externa, mejor de lo previsto, incluso considerando la más favorable competitividad precio.

La continuidad de la recuperación necesita de la implementación de políticas apropiadas en Estados Unidos de Norteamérica y el área del euro. En Estados Unidos de Norteamérica deben ir más allá de amortiguar transitoriamente alzas inminentes de impuestos y deben evitar incertidumbres sobre el pago de la deuda y el reparto de la carga de la consolidación fiscal. En el área del euro, han de seguir los avances en la gobernanza, en particular en lo relativo a la unión bancaria, tanto con acuerdos adicionales como con la implementación efectiva de los alcanzados sobre la supervisión y procedimientos de resolución bancaria.

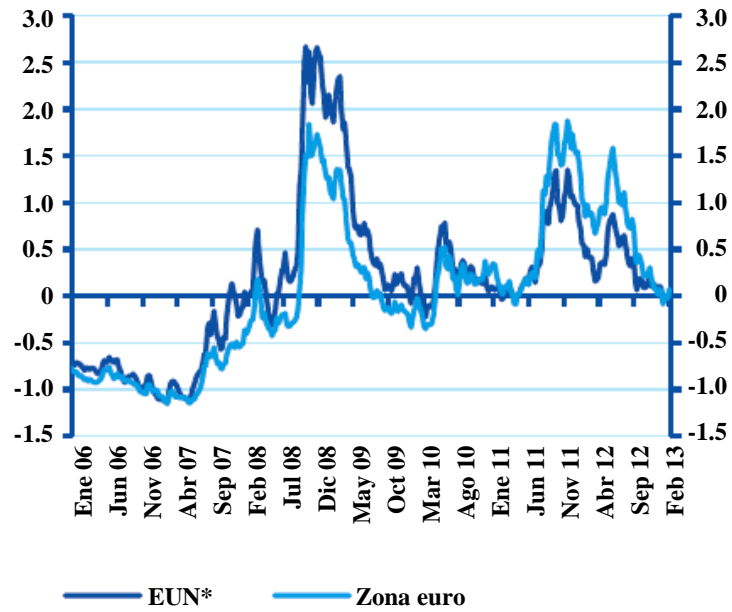
Sin descartar la posibilidad de sorpresas positivas, la incertidumbre del escenario económico global sigue sesgada a la baja. Crecimientos globales más bajos resultarían de un aumento de las tensiones financieras y del deterioro de la confianza si resurgen las dudas sobre el compromiso de las autoridades europeas con el fortalecimiento del euro, por ahora bien acotadas tanto por el anuncio del Banco Central Europeo (BCE) de julio pasado como por los acuerdos de los países de la zona en apoyo de la moneda única. En caso de producirse estas tensiones, que requerirían de nuevos acuerdos de salvaguarda financiera, el área del euro seguiría en recesión en 2013. En Estados Unidos de Norteamérica, el riesgo sería que al contagio del riesgo europeo se sumara el efecto de desacuerdos para lograr la consolidación fiscal o ampliar el techo de deuda. El PIB global, con el soporte de las economías emergentes, oscilaría en 2013 y 2014 entre el 2.5 y el 3%. Este escenario de riesgo es menos probable y de menor impacto hoy que lo estimado hace tres meses, dados los avances ya logrados en la definición e implementación de políticas en las áreas más desarrolladas y la resistencia mostrada por el crecimiento de las emergentes.

## **2. Mejoran las perspectivas en los mercados, aunque los datos de actividad todavía no se recuperan**

### **Los mercados financieros mejoran, pero ¿sobre qué bases?**

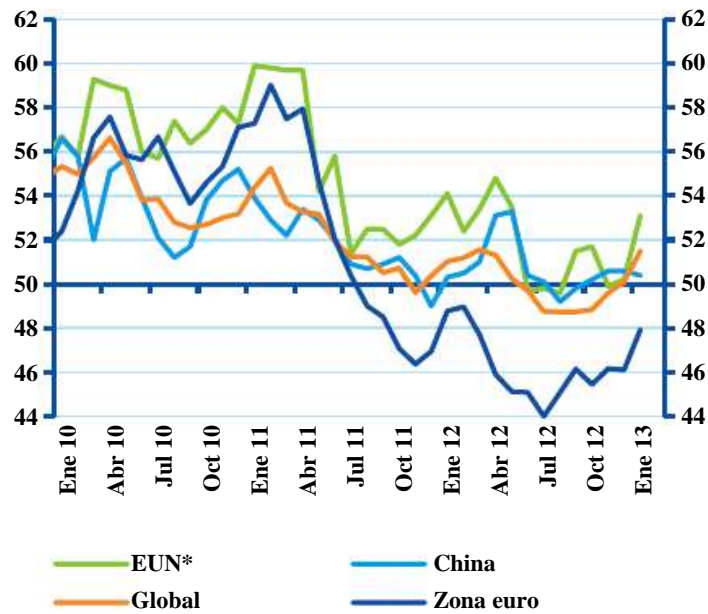
Durante los últimos tres meses se han desvanecido parte de las amenazas que se cernían sobre la recuperación económica mundial, lo cual ha provocado un cierto optimismo. Las tensiones en los mercados financieros han descendido hasta situarse en mínimos de dos años (véase gráfica: *Índice de tensiones financieras BBVA*), especialmente en Europa, y casi todos los activos se han beneficiado de este cambio de percepción. La confianza de consumidores y empresas también se ha visto reforzada al alejarse las amenazas a la estabilidad de la economía mundial. Este repunte de la confianza ha alcanzado a casi todas las regiones (véase gráfica: *Indicador de confianza (PMI)*), salvo contadas excepciones. Sin embargo, estos repuntes de la confianza y de los indicadores financieros no han dado lugar todavía a ningún cambio significativo en la actividad. Según nuestro indicador de actividad global (véase la gráfica y el recuadro *Índice BBVA de actividad global (GAIN) y comercio mundial* y el recuadro: *BBVA Global Activity Index (BBVA-GAIN)* para una explicación), la desaceleración de la economía mundial experimentada durante buena parte de 2012 tocó su fin en el cuarto trimestre del año. Los datos más recientes han reforzado la percepción de que el PIB mundial se está acelerando, aunque desde niveles bajos (por debajo de su media histórica) y a un ritmo solo ligeramente más dinámico. De acuerdo con estimaciones de BBVA Research, el PIB mundial en 2012 creció un 3.2%, frente al 3.9% de 2011.

**ÍNDICE DE TENSIONES FINANCIERAS BBVA**



\* Estados Unidos de Norteamérica  
 FUENTE: BBVA Research.

**INDICADOR DE CONFIANZA (PMI)**



\* Estados Unidos de Norteamérica  
 FUENTE: Markit, BBVA Research.

La situación en los mercados financieros ha mejorado claramente. Las tensiones financieras están disminuyendo desde hace tiempo. De hecho, este período de siete meses es, con mucho, el período de estabilidad más largo desde que estalló la crisis de deuda europea. Incluso los países que la han protagonizado se han beneficiado de la menor aversión al riesgo. Estas mejoras han sido graduales, a medida que en el mercado aumentaba la base de inversionistas. A finales del verano, las ganancias en los índices de renta variable y de renta fija fueron impulsadas por inversionistas cubriendo posiciones cortas, pero tras éstos han vuelto los inversionistas institucionales a estos mercados.

Casi todos los activos han visto aumentos en sus valoraciones. En primer lugar, las bolsas han registrado considerables avances. Por ejemplo, desde finales de julio, el Euro Stoxx ha aumentado un 10%, mientras el Dow Jones ha alcanzado un máximo de cinco años y la volatilidad, medida por el índice VIX, ha tocado un mínimo de cinco años. Los mercados de renta variable de la periferia europea también han registrado aumentos importantes: el Ibex 35 de España y el FTSE MIB de Italia han crecido cerca de un 40 por ciento.

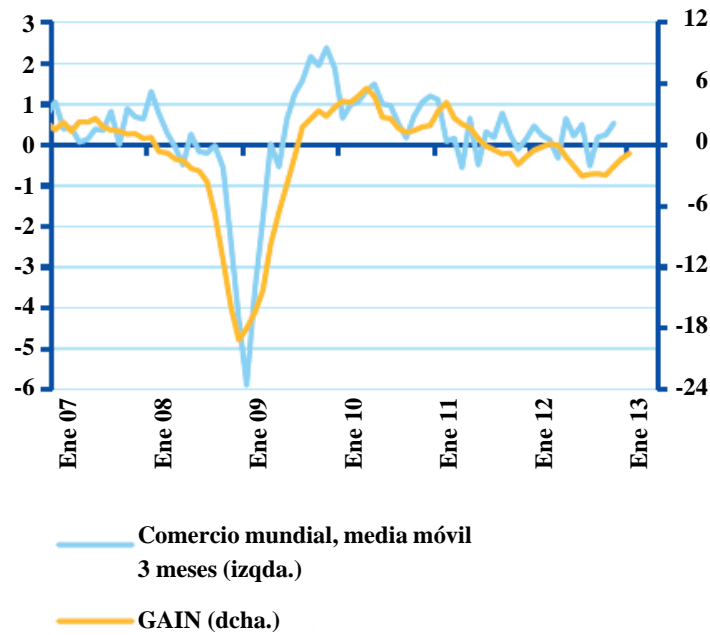
Un patrón similar se observa en el mercado de la renta fija. Desde finales de julio, los bonos de los países periféricos han experimentado una cierta normalización. Por ejemplo, el tipo de interés medio de los bonos españoles a 10 años en lo que llevamos de 2013 es el 5.1%<sup>1</sup> (un mínimo de 13 meses), mientras que el rendimiento del bono italiano fluctúa en torno al 4.3% (el tipo más bajo desde noviembre de 2010, a pesar de la actual incertidumbre política que atraviesa el país). Ello significa que, desde julio, el tipo de interés ha caído cerca de 2 puntos porcentuales en ambos países (véase gráfica: *Tipo de interés a 10 años y tipo de cambio euro/dólar*). La parte corta de la curva (bonos con un vencimiento de menos de tres años, y que, por tanto, podrían ser comprados bajo el programa *Outright Monetary Transactions*, OMT, del

---

<sup>1</sup> Último dato 8 febrero 2013.

BCE) ha registrado una caída de tipos aún mayor. El precio de los bonos considerados como refugio ha retrocedido ligeramente: por ejemplo, el tipo de interés de los bonos alemanes a 10 años ahora es el 1.6% (frente al 1.3% de julio). Por lo que respecta a otros mercados de deuda pública, el creciente activismo de los bancos centrales y las débiles perspectivas han aumentado el apetito por el riesgo: el tipo de los bonos de Estados Unidos de Norteamérica a 10 años ha subido 50 puntos base desde julio, hasta cerca del 2 por ciento.

### ÍNDICE BBVA DE ACTIVIDAD GLOBAL (GAIN) Y COMERCIO MUNDIAL



FUENTE: BBVA Research, CPB.

**TIPO DE INTERÉS A 10 AÑOS Y TIPO DE CAMBIO EURO/DÓLAR**



FUENTE: BBVA Research, Bloomberg.

La disminución de la aversión al riesgo ha ayudado a algunos bancos y grandes empresas de los países periféricos (en especial de España) a emitir deuda. Las características de estas emisiones de deuda también muestran algunas señales alentadoras: predominio de deuda sénior no garantizada, vencimientos más largos y diferenciales más bajos. Gracias a estas recientes emisiones, esos países han podido reducir su dependencia del financiamiento del BCE (véase gráfica: *Zona euro: balance neto con el Eurosistema*), tras los máximos alcanzados en agosto. En su conjunto, el sistema bancario de Europa parece encontrarse en mejor situación financiera. Los mercados interbancarios están muy lejos de la normalización, pero los bancos de los países centrales, y (al menos) los grandes bancos de la periferia están aprovechando esta oportunidad para reembolsar más de una cuarta parte del billón de euros de financiamiento concedido por el BCE en las dos subastas de liquidez a tres años (LTRO) celebradas en 2011 y 2012. Este dato supera las expectativas y se ve como una señal de solidez.

Por último, el activismo de los bancos centrales de Estados Unidos de Norteamérica y Japón, junto con la disminución del temor a una ruptura del euro, han provocado una apreciación de la moneda única. El euro cotiza a 1.35 dólares, por encima de los 1.23 de julio, lo que supone una subida del 10% (gráfica: *Tipo de interés a 10 años y tipo de cambio euro/dólar*). Algunas autoridades en Europa han alertado recientemente sobre la fortaleza. En su reunión de febrero, el BCE señaló que el tipo de cambio supone un riesgo a la baja sobre las perspectivas de inflación (aspecto que llevó a un retroceso del euro hasta 1.335), pero también reconocía que el euro en su valor actual se encuentra en el entorno de su media de largo plazo. Las divisas de algunos países emergentes están sufriendo también presiones alcistas, lo que incrementa el temor a una guerra de divisas en los próximos meses.

### **¿Qué hay tras este aumento de la confianza del mercado? En primer lugar, los datos muestran que China no se dirige a una brusca desaceleración**

La economía china se ralentizó durante buena parte de 2012, lo que avivó el temor de que se produjera un aterrizaje forzoso que pudiera arrastrar a otras economías orientadas a la exportación y a las materias primas. La economía china se ha apoyado durante mucho tiempo en la inversión y las exportaciones, y mostraba pocos indicios de que el consumo pudiera impulsar el crecimiento en caso de que fallaran los otros componentes. Pero desde el tercer trimestre de 2012, el crecimiento del PIB se ha acelerado (véase gráfica: *China: Crecimiento del PIB*), tal y como habíamos previsto, incluso con algo más de fuerza de lo anticipado. La inversión está detrás en gran medida del repunte del PIB, respaldada por las políticas de estímulo, mejor implementadas en 2012 que en 2009. El sector inmobiliario ha registrado una clara mejoría, a pesar de que las medidas adoptadas para evitar un sobrecalentamiento siguen vigentes, y ha contribuido significativamente a la recuperación económica general. Además, han aparecido indicios de reactivación de las exportaciones, gracias a la demanda de los países asiáticos y de Estados Unidos de Norteamérica, aunque las exportaciones a Europa y Japón siguen poco dinámicas. Además, durante el cuarto

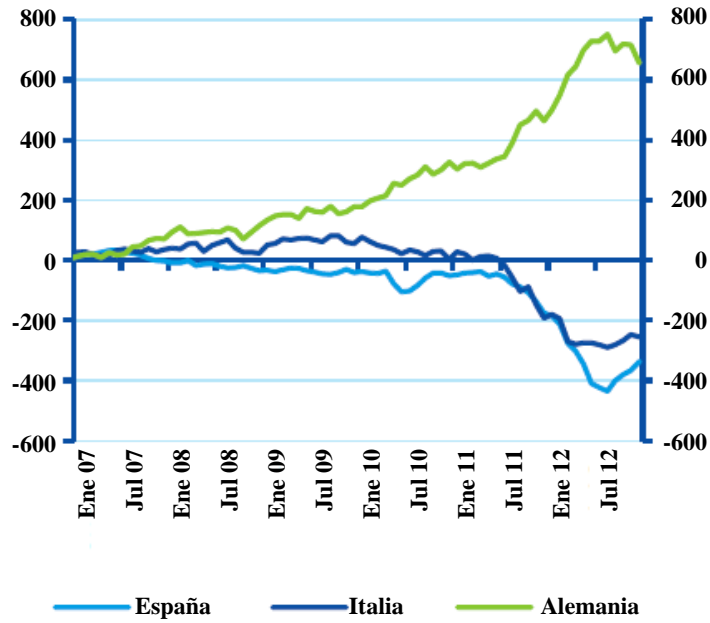


trimestre se inició en China el traspaso del poder político, y los nuevos dirigentes mostraron su voluntad de mantener una política de continuidad en cuanto a la sostenibilidad del crecimiento y las reformas. El objetivo de crecimiento del PIB será probablemente de un 7.5%, igual que en 2012.

La recuperación de la economía china es un factor de soporte de la economía mundial y, en particular, de otras economías exportadoras y dependientes de los precios de las materias primas, sobre todo en Latinoamérica. Aunque las perspectivas de crecimiento de China no son tan optimistas como antes, los mercados parecen aliviados por que se ha atenuado el riesgo de fuerte desaceleración.

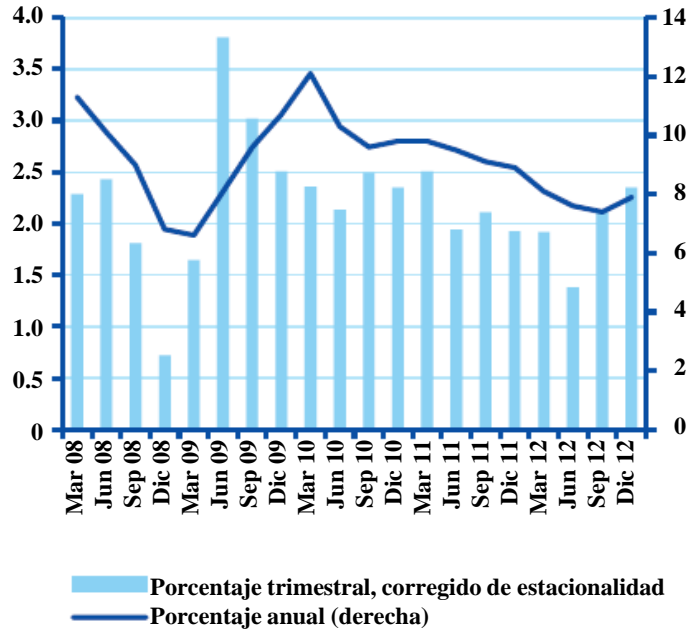
Con todo, continúa la preocupación por la sostenibilidad del crecimiento chino, sobre todo si el consumo no gana impulso. La deuda de las entidades locales y el ritmo de crecimiento del crédito de la banca en la sombra representan probablemente las mayores amenazas para el crecimiento a mediano y largo plazo. Pero incluso a corto plazo, esas amenazas podrían suponer una limitación para el gobierno a la hora de aplicar las medidas de estímulo que puedan ser necesarias.

**ZONA EURO: BALANCE NETO CON EL EUROSITEMA**  
**-Miles de millones de euros-**



FUENTE: BBVA Research, BCE.

**CHINA: CRECIMIENTO DEL PIB**

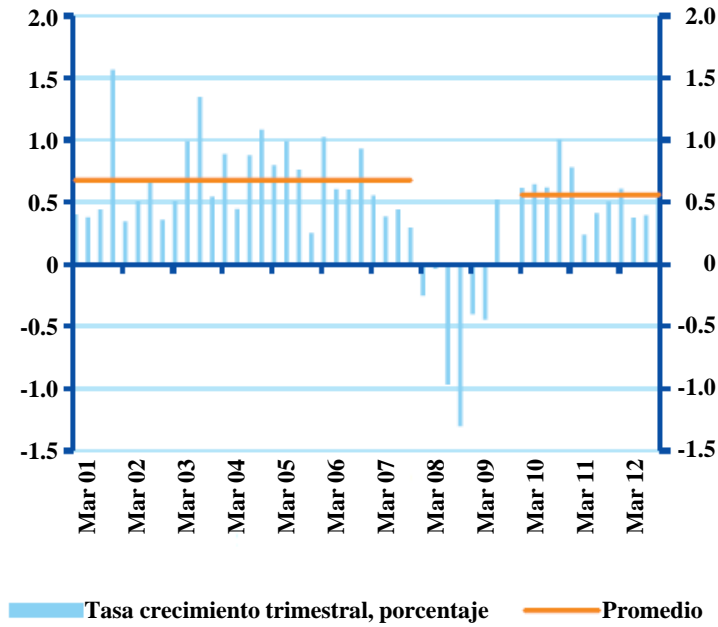


FUENTE: BBVA Research, Haver.

**En segundo lugar, la economía estadounidense no cayó por el precipicio fiscal y, de hecho, está resistiendo sorprendentemente bien ante la incertidumbre**

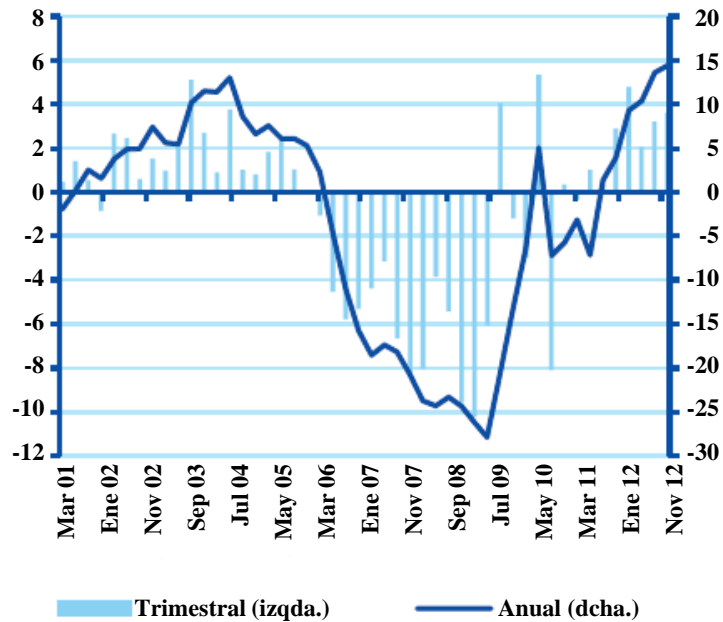
Es cierto que la cifra del PIB del cuarto trimestre de 2012 no es el mejor ejemplo de resistencia, ya que el PIB se contrajo levemente (0.1% en términos anualizados) después de 13 trimestres de crecimiento. La cifra agregada se vio lastrada por componentes volátiles (stocks y gasto federal en defensa) y por las exportaciones, pero el escenario subyacente es más sólido, sobre todo si tenemos en cuenta la incertidumbre asociada al denominado precipicio fiscal de finales de 2012. Por algún tiempo se había argumentado que los consumidores y las empresas limitarían su gasto ante el posible impacto sobre sus finanzas de recortes en el gasto y subidas de impuestos por un valor equivalente al 4% del PIB de Estados Unidos de Norteamérica. Resulta difícil identificar el impacto de la incertidumbre fiscal en los indicadores económicos. Además, la política monetaria, a través de los programas de expansión cuantitativa, podría haber contrarrestado el impacto negativo de la incertidumbre fiscal. El crecimiento del consumo se ha mantenido bastante estable en los últimos trimestres y, de hecho, el promedio de la tasa de crecimiento es solo algo inferior a los niveles anteriores a la crisis (gráfica: *Estados Unidos de Norteamérica: Crecimiento del consumo*). Por otro lado, la inversión en vivienda ha ganado claramente dinamismo (gráfica: *Estados Unidos de Norteamérica: Inversión residencial privada*). La percepción de que otros sectores de la economía estadounidense también están acelerándose a pesar de la incertidumbre, junto con el crecimiento constante del empleo, son factores clave para la recuperación de la economía mundial.

**ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA: CRECIMIENTO DEL CONSUMO  
-Porcentaje-**



FUENTE: BBVA Research, Haver.

**ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA: INVERSIÓN RESIDENCIAL PRIVADA  
-Tasa de crecimiento-**



FUENTE: BBVA Research, Haver.

Por otra parte, a comienzos de año, el Congreso de Estados Unidos de Norteamérica llegó a un acuerdo que, entre otros cambios, extendió la mayor parte de las rebajas de impuestos de 2001, 2003 y 2010 (para los hogares con ingresos inferiores a 450 mil dólares) y retrasó el llamado *sequester* (una reducción automática en el gasto) durante dos meses. Este acuerdo fiscal fue bien recibido por los mercados, ya que evita un mayor lastre sobre la economía, que se estima en el 1.1% del PIB en 2013. Además, ayuda a mejorar la sostenibilidad de la deuda pública de Estados Unidos de Norteamérica, con respecto a la política anterior. En 2012, el déficit fiscal de Estados Unidos de Norteamérica alcanzó el 7% del PIB y suponiendo que no hay más cambios en la legislación vigente, el déficit se reducirá hasta el 5.4% del PIB en 2013 y el 3.8% en 2014. Sin embargo, el acuerdo no trata dos posibles fuentes de incertidumbre. Por un lado, el *sequester* del gasto está previsto que entre en vigor a principios de marzo. Si se aplicara, habría un lastre adicional en la economía del 0.8% del PIB. Por otro lado, tampoco hubo acuerdo permanente sobre el techo de deuda, aunque un acuerdo posterior suspendió este límite hasta mediados de mayo. Por lo tanto, en las próximas semanas se llevarán a cabo más negociaciones para evitar una fuerte contracción económica en 2013 y, al mismo tiempo, para contribuir a la sostenibilidad fiscal. Sin embargo, un gran acuerdo es improbable mientras las autoridades continúen evitando alcanzar un acuerdo bipartidista, que incluya la toma de decisiones difíciles.

### **En tercer lugar, Europa también ha contribuido: los progresos en unión bancaria refuerzan el compromiso con la defensa del euro**

El acuerdo sobre Grecia muestra que las autoridades europeas están comprometidas para que Grecia continúe en la zona euro. En primer lugar, se alcanzó un acuerdo con las autoridades griegas con respecto al programa de rescate que permitió la liberación del segundo tramo de ayuda económica. Las principales medidas del acuerdo hacen referencia a la recompra de deuda (11.2% del PIB), menores tipos de interés (2.5%) y la renuncia del BCE a los beneficios que generen sus posiciones en deuda griega

(4.4%). El gobierno griego, por su parte, aprobó nuevas medidas para garantizar el cumplimiento de los objetivos fiscales, lo que llevará la proporción de deuda sobre el PIB hasta el entorno del 124% del PIB en 2020. El acuerdo no disipa todas las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda griega. De hecho, es probable que la cuestión vuelva a tratarse tras las elecciones alemanas y que se considere la potencial implicación del sector oficial, algo que el Fondo Monetario Internacional (FMI) apoya, pero a lo que Europa se resiste.

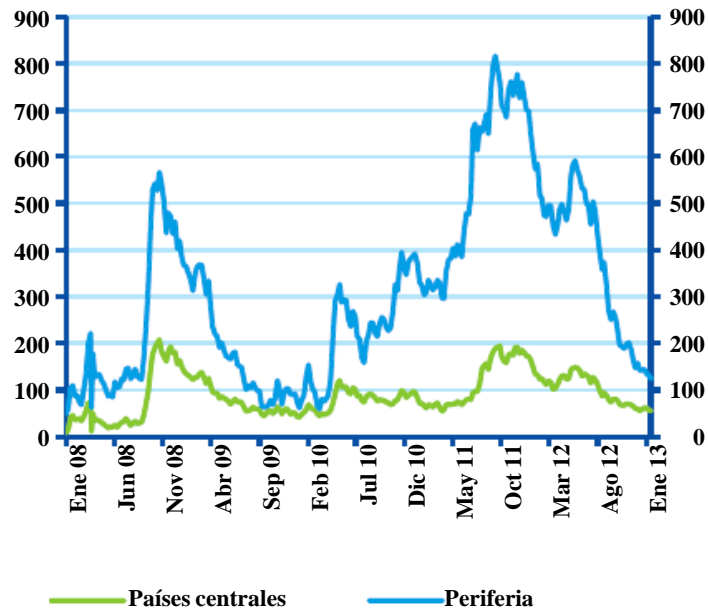
Las instituciones europeas parece que ya no consideran la posibilidad de una salida de Grecia del euro, puesto que las autoridades griegas han demostrado su compromiso con los acuerdos firmados y con su permanencia en el euro. Los mercados han respondido de forma positiva ante estos avances (que incluyeron unos datos fiscales mejores de lo esperado a finales de 2012) lo que se ha traducido en una significativa disminución de los tipos de interés del bono griego, que se sitúan ligeramente por encima del 10%. Además, el tono positivo se ha extendido también a los otros países bajo programas Unión Europea (UE)/FMI y tanto Portugal como Irlanda han vuelto a emitir bonos sindicados que han sido bien recibidos por el mercado, en un movimiento que podría ser el primer paso para volver al mercado, lo que a su vez les permitiría acceder al programa OMT del BCE.

El segundo factor en la mejor percepción sobre Europa se refiere al proceso de unión bancaria. Pese a la falta de acuerdos (o incluso mención) sobre la unión fiscal, la cumbre de diciembre de la UE cumplió con las expectativas sobre el proceso de unión bancaria. El proceso es clave para romper el círculo vicioso entre finanzas públicas y solvencia bancaria y para frenar la salida de capitales que están sufriendo algunos países de la periferia europea. Los acuerdos alcanzados no son tan ambiciosos como se planteó inicialmente pero representan el primer paso hacia un mecanismo único de supervisión y pasos tentativos hacia un mecanismo único de resolución bancaria.

Por último, el programa OMT del BCE parece estar teniendo efectos duraderos como cortafuegos y ha conseguido mantener las tensiones financieras bajo control, a pesar de que ni España ni Italia (los candidatos naturales) han solicitado su puesta en marcha. Esta situación podría mantenerse por varios motivos. En primer lugar, ni los gobiernos de los países del núcleo europeo ni los de la periferia cuentan con incentivos para iniciar un proceso de este tipo. El bono español cotiza en el entorno del 5-5.5% y el italiano en el 4-4.5%, por lo que el financiamiento de la deuda pública no requiere de la activación de la intervención del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) en el mercado primario y del BCE en el secundario. En segundo lugar, el programa OMT puede seguir actuando como un cortafuegos que evite una escalada de los tipos de interés, al menos mientras no se produzca ningún evento de riesgo. En ese caso, el compromiso de intervención por parte del BCE si España o Italia solicitan el rescate (lo que sin duda provocaría una caída de tipos) debe ser creíble. Pero también es necesario que el compromiso de estos países de solicitar la activación del programa (si los costos de financiamiento aumentasen en exceso) sea también creíble. En este sentido, el gobierno español ha señalado en repetidas ocasiones que estaría dispuesto a solicitar la ayuda financiera si los costos de financiamiento aumentasen significativamente.

La combinación de todos estos factores se ha traducido en un largo período de relajación de las tensiones financieras. De hecho, es el período de calma más largo desde que estalló la crisis de deuda en la zona euro y, en concreto, el programa OMT parece estar resultando más efectivo que cualquier otra medida adoptada por las autoridades europeas hasta el momento (véase las gráficas siguientes).

**ÍNDICE BBVA DE TENSIONES FINANCIERAS EN EL ÁREA DEL EURO**



FUENTE: BBVA Research.

**ESPAÑA: TASA DE INTERÉS A 10 AÑOS Y ACONTECIMIENTOS EUROPEOS**  
**-Puntos base (pb), cambio acumulado-**



- LTRO (27-Nov-2011)
- Intervención BCE (4-Ago-2011)
- Giro en políticas y creación del FEEF (15-Jun-2010)
- Draghi: “lo que sea necesario” (24-Jul-2012)

FUENTE: BBVA Research.



## **Las mejores perspectivas no suponen un cambio en el escenario central de previsiones**

La recuperación de la economía china, el acuerdo parcial sobre el abismo fiscal en Estados Unidos de Norteamérica y los efectos del programa OMT del BCE, son buenos motivos para pensar que la economía mundial puede haber evitado los riesgos de cola descontados parcialmente en el mercado. Sin embargo, la variación de los fundamentales es menos concluyente. Por ello, el escenario más probable es el de una recuperación suave, ya que existen pocos datos de actividad que apunten hacia un repunte más intenso. Las perspectivas para la economía mundial en 2013 prácticamente no han variado: se espera un crecimiento del 3.6%, frente al 3.2% registrado en 2012 (gráfica: *Tasa de crecimiento del PIB mundial*), pero esta cifra esconde diferencias entre regiones (gráfica: *Tasa de crecimiento del PIB*).

Por un lado, aunque Estados Unidos de Norteamérica ha evitado el *fiscal cliff*, los políticos estadounidenses aún tienen que ponerse de acuerdo en varias cuestiones clave, como el llamado sequester y el techo de deuda, y cualquiera podría echar por la borda el proceso. Incluso si se alcanzan acuerdos, la política fiscal será más restrictiva en 2013, lo que frenará el dinamismo de la renta. Es probable que el sector inmobiliario se esté recuperando, pero el proceso de desapalancamiento sigue jugando un papel importante y el sector exterior dista de mostrar dinamismo. Por lo tanto, se mantienen las perspectivas para la economía estadounidense, si bien existe margen para que se produzcan sorpresas positivas. Esperamos que la economía de Estados Unidos de Norteamérica crezca un 1.8% en 2013 (frente al 2.2% registrado en 2012) y un 2.3% en 2014.

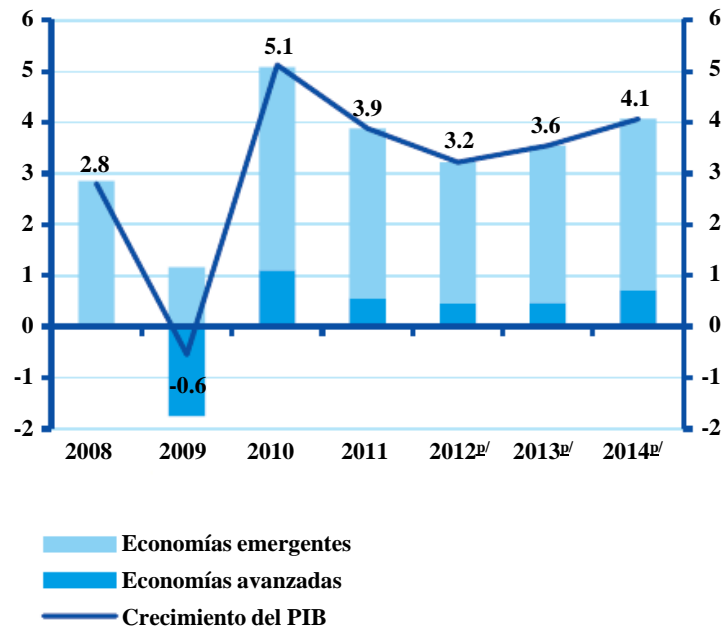
En la zona euro la mejora de los mercados financieros no se ha acompañado de los datos de actividad, si bien hay claros signos de recuperación de la confianza. Es posible que los riesgos de cola hayan desaparecido. La periferia continúa en recesión, lastrada por la consolidación fiscal y las condiciones de financiamiento. Aunque

mejorase el sector exterior y las exportaciones contribuyesen al crecimiento del PIB, algunas economías siguen teniendo que enfrentarse a procesos de desapalancamiento y austeridad fiscal. Sin embargo, algunos indicadores adelantados en Alemania y otros países centrales muestran mejores perspectivas al comienzo de 2013. Por ello mantenemos nuestra previsión para la eurozona: un repunte del 0.3% en 2013 (tras la contracción del 0.5% registrada en 2012) y un crecimiento del 1.3% en 2014.

China es la economía donde el panorama se ha clarificado en mayor medida en el corto plazo. Los nuevos dirigentes se han comprometido con un crecimiento sostenido, lo que debe interpretarse como una intención inequívoca de recurrir a una política económica suficientemente expansiva. Las previsiones se revisan ligeramente al alza: China crecerá un 8% en 2013 y 2014.

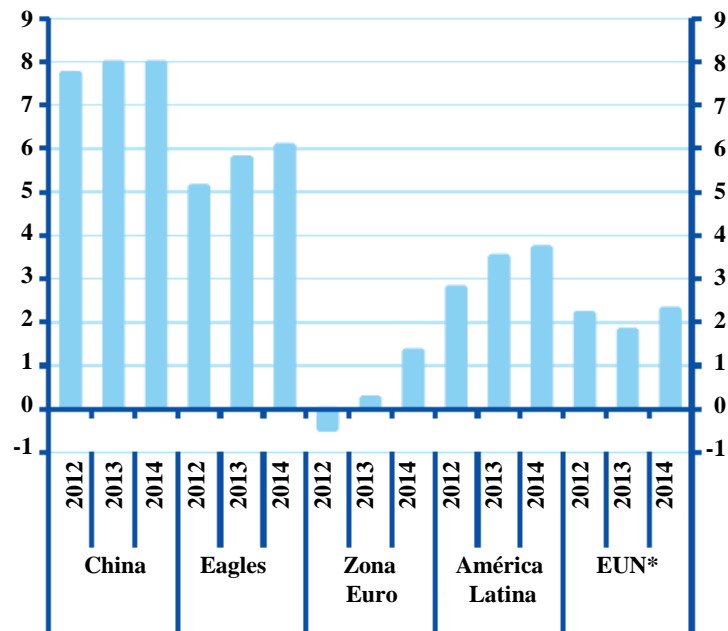
La fortaleza de la economía china y la resistencia de la economía estadounidense resultarán determinantes para la demanda de la mayoría de los países emergentes. Con respecto a Latinoamérica, se revisaron ligeramente a la baja las perspectivas de BBVA Research por el empeoramiento de las perspectivas en Brasil y Argentina. Las economías latinoamericanas crecerán un 3.5% en 2013 y un 3.7% en 2014, más cerca de su potencial de crecimiento. Asia emergente, por su parte, registrará un crecimiento más sólido y alcanzará el 6.6% en 2013, frente al 6.1% de 2012.

### TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



FUENTE: BBVA Research.

### TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB



\*Estados Unidos de Norteamérica

FUENTE: BBVA Research.

**BBVA Global Activity Index (BBVA-GAIN)<sup>2</sup>**

El mundo ha pasado por cuatro recesiones globales desde la Segunda Guerra Mundial: 1975, 1982, 1991 y 2009. Cada recesión traía consigo el temor de una debacle económica; pero, en cada ocasión, la economía mundial pudo recuperarse en uno o dos años. La recesión global de 2009, que siguió a la crisis de los mercados financieros causada por la caída del banco internacional de inversiones Lehman Brothers el año anterior, fue la peor de las cuatro recesiones y la más sincronizada en los diferentes países. Algunos pensaron que el mundo volvería a vivir la Gran Depresión de los años 1930. Sin embargo, probablemente gracias a acciones de políticas económicas, a menudo agresivas y poco convencionales, esto no llegó a suceder. Desde 2010, la economía mundial ha vuelto al camino de la recuperación; eso sí, una frágil recuperación.

La llamada Gran Recesión de 2009 llegó como una tremenda sorpresa para los responsables políticos y agentes económicos. La repentina y grave crisis de la economía mundial desencadenó drásticas reacciones de los responsables políticos que pusieron en marcha políticas monetarias y fiscales para contrarrestar la difícil situación económica. En consecuencia, cuando la economía empezó a recuperarse, los agentes económicos parecían haber aprendido la lección ya que reconocían la necesidad de nuevas herramientas para monitorizar los desarrollos económicos en alta frecuencia. En tiempos de gran incertidumbre, disponer de la información más actual sobre los cambios de la economía resulta primordial. Los datos económicos se publican con cierto retraso. Por ejemplo, en estos momentos (segundo mes del primer trimestre de 2013), la información más actualizada de que disponemos sobre el PIB data del tercer trimestre de 2012, mientras que el avance de las previsiones de las mayores economías del cuarto trimestre de 2012 no se espera que se publique hasta mediados de febrero. Además de estos importantes retrasos, el tamaño y la

<sup>2</sup> Este cuadro resume los resultados de nuestro próximo Observatorio Económico (Martínez-Martín, 2013).

volatilidad de movimientos cíclicos de los últimos años han puesto sobre la mesa de nuevo la cuestión de la necesidad de desarrollar herramientas que definan el estado de la economía en tiempo real.

BBVA Global Activity Index (BBVA-GAIN) es un índice mensual diseñado para medir la actividad económica. Está basado en la noción de que los movimientos coincidentes entre las variables macroeconómicas y financieras reflejan un factor común subyacente que representa las dinámicas cíclicas económicas mundiales, una variable latente, no observada. De este modo, BBVA-GAIN ha sido creado en el marco de un modelo de factores dinámicos de un solo índice para producir medidas de alta frecuencia sobre la actividad macroeconómica mundial de forma sistemática, replicable y estadísticamente óptima a partir del crecimiento del PIB, producción industrial, índice de directores de compras (PMI), empleo, nuevos pedidos para exportación y nuestro indicador compuesto y adelantado un mes BBVA-Indicador de Tensiones Financieras (ITF)<sup>3</sup>. Nuestra extensión de Aruoba y Diebold (2010) nos permite examinar el contenido de la información de datos de actividad real adicionales, índices de encuestas e indicadores financieros para producir previsiones precisas a corto plazo del crecimiento del PIB mundial.

### **Descripción metodológica**

De este modo, BBVA-GAIN incluye varios indicadores económicos de alta frecuencia que comparten un componente de ciclo económico común y exhiben una alta correlación estadística con la tasa de crecimiento del PIB mundial<sup>4</sup>. Además del criterio de correlación, los indicadores económicos deben utilizar los datos

<sup>3</sup> El Índice de Tensiones Financieras de BBVA Research (ITF) tiene en cuenta medidas de riesgo crediticio (seguro de impago de deuda (CDS) soberana a 5 años, no financiera y financiera), volatilidad (capital, tipo de interés, tipo de cambio) y tensión de liquidez (margen de tipo interbancario y tipo sin riesgo a 3 meses).

<sup>4</sup> Se debe tener en cuenta que el PIB real mundial ha sido seleccionado como indicador de actividad mundial y depende de las propias estimaciones de BBVA Research. Combina una representatividad adecuada de actividad a escala mundial al estar basado en cuentas nacionales trimestrales de 69 países, que suponen un peso del 92 % en el PIB mundial en paridad de poder adquisitivo (ppa).

publicados cada trimestre antes de que la cifra del PIB correspondiente se haga pública, y deben ser relevantes en el modelo tanto desde el punto de vista teórico como empírico. Por tanto la evolución de cada indicador  $i$  para el período  $t$ ,  $z_t^i$  puede desglosarse en la suma de dos componentes no observables estocásticos. El primer componente,  $x_t$ , generalmente denominado “factor común”, incluye los factores dinámicos combinados de todos los indicadores y se puede identificar con el ciclo económico global. El segundo componente,  $u_t^i$ , conocido como el componente idiosincrático, se refiere a las dinámicas particulares del indicador  $i$  durante el período  $t$ .

$$Z_t^i = \beta_i X_t + U_t^i$$

El movimiento de los componentes comunes e idiosincráticos se establece a través de modelos autorregresivos de orden  $p$  y  $q$ .

$$X_t = p_1 x_{t-1} + \dots + p_p x_{t-p} + e_t$$

$$U_t^i = d_t^i u_{t-1}^i + \dots + d_q^i u_{t-q}^i + \mathcal{E}_t^i$$

En este caso,  $e_t$  y  $\mathcal{E}_t^i$  son términos de error no observables que deben ser independientes y no correlacionados en serie. Mariano y Murasawa (2003) proponen que, si consideramos las series trimestrales como suma ponderada de sus expresiones mensuales, el modelo anterior podría representarse en forma de espacio-estado y estimarse por el método de máxima verosimilitud mediante el filtro de Kalman.

La metodología utilizada coincide con la propuesta seminal de Stock y Watson (1991), dado que utilizamos un modelo de factores dinámicos de un solo índice a pequeña escala para producir un indicador económico preciso de la situación

económica mundial en tiempo real<sup>5</sup>. Como en la propuesta de Stock-Watson, el modelo se beneficia de la información proporcionada por varios indicadores económicos coincidentes mensuales. Además, utilizamos la estrategia propuesta por Aruoba y Diebold (2010) sobre cómo ajustar un modelo de factores para hacer frente a las diferentes fechas de inicio y final de los indicadores, ya que estos están generalmente disponibles en previsión en tiempo real debido a los diferentes momentos de publicación. En resumen, creemos que dicha extensión es tremendamente útil para manejar indicadores mensuales y trimestrales, lo que nos permite incluir estimaciones trimestrales del PIB real mundial como un indicador coincidente adicional en el conjunto de indicadores constituyente.

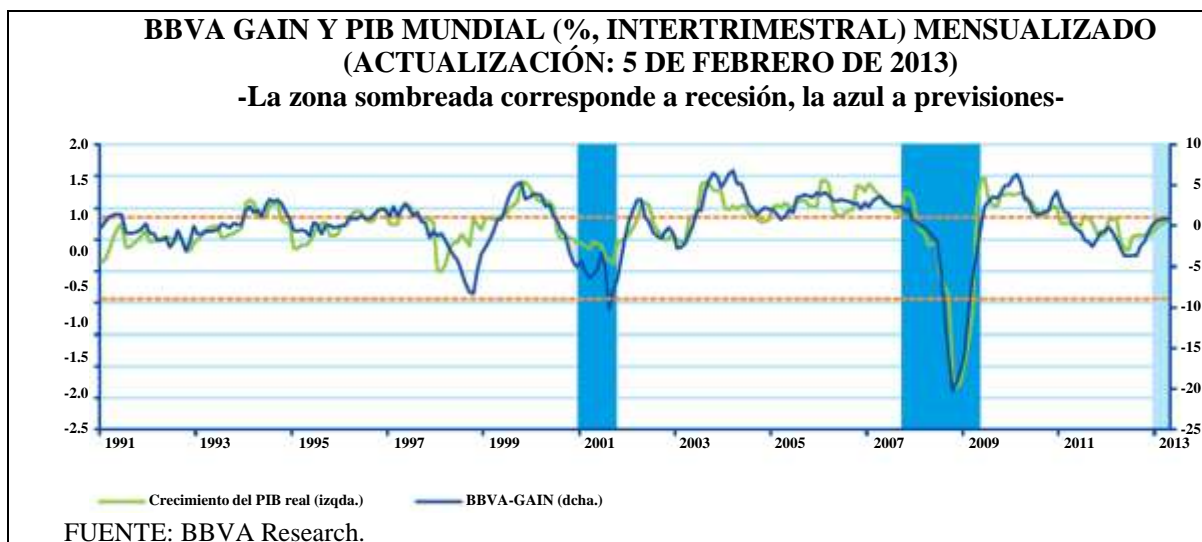
### **Evaluación y robustez**

En este contexto, para conseguir un análisis en profundidad de la precisión del factor común utilizado para calcular inferencias del ciclo económico, realizamos estimaciones de regímenes Markov-Switching y proporcionamos probabilidades suavizadas de recesión (en este momento, extremadamente bajas). Se ha comprobado que el indicador coincidente muestra un buen comportamiento como indicador del ciclo económico mundial, ya que es extremadamente coherente con el historial del ciclo económico a escala mundial. Además, podemos verificar que la correlación del crecimiento del PIB mundial con respecto al BBVA-GAIN es mayor que 0.8, lo que indica el gran potencial de los indicadores utilizados para identificar los puntos de inflexión del ciclo económico mundial<sup>6</sup>. En consecuencia, ello nos permite producir previsiones a corto plazo del crecimiento del PIB mundial.

En resumen, podemos decir que tenemos la fuerte convicción de que nuestro BBVA-GAIN es una herramienta válida para realizar análisis a corto plazo.

<sup>5</sup> Y se sigue la extensión de Camacho y Domenech (2012) al incluir indicadores financieros adelantados.

<sup>6</sup> Cuando se utiliza este índice, el elemento más importante es la dirección de la tendencia, no necesariamente el valor cuando el índice está por encima o por debajo de una determinada cifra.



### **3. Las medidas adoptadas y la recuperación de los mercados reducen los riesgos más extremos, pero la crisis en la zona euro sigue siendo la principal preocupación**

La reciente mejora en los mercados no basta para cambiar los rasgos del escenario, puesto que los datos de actividad y gasto siguen en línea con las estimaciones de BBVA Research. En nuestra opinión, las medidas adoptadas en Europa y Estados Unidos de Norteamérica, junto con la mejora en la percepción del mercado, han evitado un acontecimiento sistémico y han reducido los riesgos de cola, así como su impacto potencial. Sin embargo, el balance de riesgos no se ha alterado, y sigue sesgado a la baja aunque, por primera vez en tres años, parece abrirse la posibilidad de posibles sorpresas alcistas.

La eurozona representa la principal amenaza. El camino hacia la recuperación presenta varios focos de incertidumbre que podrían dificultar la normalización. Aunque el nuevo marco institucional limita el impacto, las tensiones financieras podrían resurgir por muchas razones. En primer lugar, es probable que la periferia europea no pueda cumplir con sus objetivos fiscales en 2013. Si los gobiernos reaccionan con más austeridad, la crisis podría intensificarse (véase el recuadro:



*Ajustes fiscales y crecimiento en Europa*). Sin embargo, este riesgo tiene baja probabilidad, puesto que la Comisión Europea ha señalado que no impondrá ajustes adicionales si los objetivos fiscales no se cumplen como consecuencia del deterioro cíclico. En todo caso, ello podría desestabilizar los mercados y llevar a esos países a solicitar la ayuda financiera. En este sentido, aunque el BCE parece dispuesto a intervenir, cualquier disputa entre los países periféricos y los del núcleo sobre las condiciones del rescate representa una posible fuente de inestabilidad. La situación podría empeorar conforme se acerquen las elecciones en Alemania y sus dirigentes se muestren más reticentes a permitir la activación del programa. También podrían influir otros factores, como las condiciones del rescate bancario de Chipre, en concreto sobre las necesidades del sistema bancario. Aunque Chipre no tiene mucho peso en la eurozona, el tamaño del rescate como porcentaje de la economía chipriota podría hacer necesario algún tipo de reestructuración en su deuda. Por último, el resultado electoral de Italia sigue siendo incierto, incertidumbre que también generan en España las noticias de corrupción. Si estos factores acaban provocando un aumento de las tensiones financieras, la eurozona continuará en recesión también en 2013.

El desacuerdo político sobre cómo afrontar el déficit fiscal en Estados Unidos de Norteamérica representa otra fuente importante de riesgo. El fiscal cliff original se ha evitado parcialmente, pero quedan dos cuestiones pendientes: el llamado sequester y el techo de la deuda. Por un lado, las disputas sobre estas cuestiones podrían generar incertidumbre y frenar el consumo y la inversión. Por otro lado, si no se alcanzan acuerdos, el endurecimiento de la política fiscal bastaría para que la economía estadounidense volviese a registrar tasas de crecimiento débiles.

Según las estimaciones de BBVA Research, si ambos riesgos llegasen a materializarse la economía mundial crecería cerca de un punto porcentual menos que en el escenario base, una cifra muy inferior a su media histórica. La adecuada puesta en marcha de los acuerdos de gobernanza de la eurozona y nuevos acuerdos fiscales en Estados

Unidos de Norteamérica son condiciones necesarias para una recuperación mundial sostenida.

### **Ajustes fiscales y crecimiento económico en Europa<sup>7</sup>**

Uno de los temas más controvertidos durante la actual crisis económica ha sido el efecto de las políticas fiscales sobre el crecimiento económico. En los últimos meses este debate se ha visto sacudido por los resultados del análisis realizado en el *World Economic Outlook* (octubre 2012) del FMI, recientemente ampliado por Blanchard y Leigh (2013). Según estos resultados, los ajustes fiscales podrían estar teniendo un efecto contractivo sobre el PIB mayor del esperado.

Los efectos estabilizadores de las políticas fiscales sobre el nivel de producción suelen medirse a través del multiplicador fiscal, que se define como la variación del PIB en términos relativos a la variación discrecional del déficit público (gasto,  $G^*$ , menos ingresos públicos,  $T^*$ ), una vez eliminada la parte cíclica debida a los estabilizadores automáticos:

$$\Delta PIB / (\Delta G^* - \Delta T^*)$$

En un interesante artículo de 2009 en el Wall Street Journal, Robert Barro explicaba de manera muy sencilla cómo interpretar el multiplicador fiscal. Cuando el multiplicador es igual a la unidad, si el gobierno compra un avión o construye un puente, la producción total de la economía aumenta exactamente lo suficiente como para fabricar ese avión o construir el puente sin que se reduzca la producción del resto de bienes, manteniendo inalterados el consumo y la inversión del sector privado. Si el multiplicador es mayor que la unidad, para Barro “el proceso es aún más maravilloso”: además de aumentar la producción en ese avión o puente, el PIB

<sup>7</sup> Este recuadro resume los resultados de un *Observatorio Económico de BBVA Research* (Andrés y Doménech, 2013) de próxima publicación.

aumenta aun más porque lo hace el consumo y/o la inversión privados.

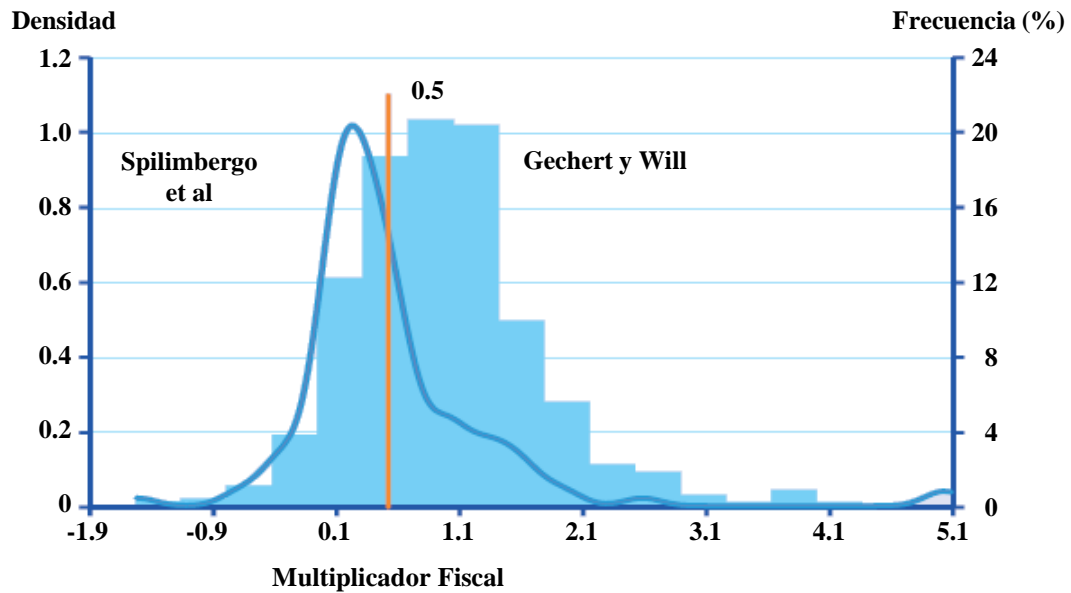
¿Por qué es importante que el multiplicador sea mayor o menor para el ajuste fiscal? Si el multiplicador es muy elevado, los efectos negativos de la austeridad fiscal sobre el PIB podrían provocar una disminución de los ingresos superior al ahorro esperado ex-ante con el ajuste. En esa situación, la consolidación fiscal podría ser autodestructiva, por lo que algunos economistas (e.g., De Long y Summers, 2012) han llegado a defender incluso que habría que aumentar el gasto público para que el déficit disminuya.

En la práctica, la evidencia empírica proporciona valores muy diversos del multiplicador fiscal por varias razones. Primero, porque es difícil aislar los efectos de las políticas de estímulo fiscal de otras perturbaciones que afectan a la economía simultáneamente. Segundo, porque el multiplicador fiscal depende de la composición del estímulo fiscal y de las características específicas de cada economía ante determinadas situaciones que son variables en el tiempo. Ejemplos de estas características son el grado de apertura externa, el régimen del tipo de cambio, la respuesta de la política monetaria, la situación de estrés en la que se encuentren las cuentas públicas, la existencia de restricciones de crédito en el sistema financiero, el nivel de endeudamiento externo y del sector privado, el porcentaje de los agentes que consume solo en función de su renta corriente, o si la medida de estímulo a corto plazo se anuncia simultáneamente con medidas de consolidación a largo plazo.

Como ejemplo de la diversidad existente en las estimaciones de los multiplicadores fiscales, la gráfica siguiente muestra la elevada dispersión en los valores que se recogen en dos panorámicas de la literatura. La línea de esta gráfica (escala izquierda) es la función de densidad de los multiplicadores que recopilan Spilimbergo, Symansky y Schindler (2009), cuyo rango va desde -1.5 hasta 5.2, con una media de 0.54. Gechert y Will (2012) analizan una muestra más amplia de 89

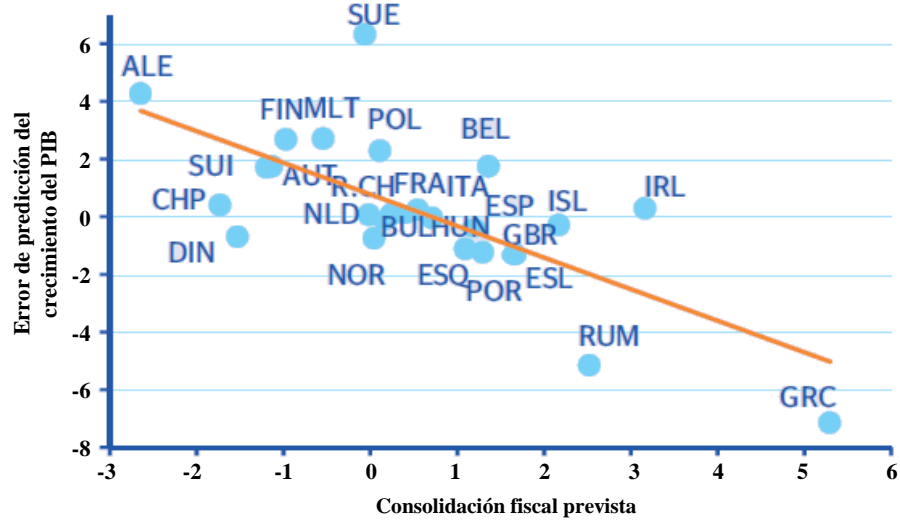
estudios con la que realizan un meta-análisis de 754 multiplicadores fiscales, cuya distribución de frecuencias se representa a través de las barras de la gráfica siguiente (escala derecha). Estos autores concluyen que el multiplicador varía entre 2.82 (el impacto máximo de un gasto militar, en modelos neo-keynesianos de equilibrio general cuando los tipos de interés alcanzan el límite cero) y -1.3 (efecto de un aumento de transferencias en un modelo de ciclo real cuando las importaciones suponen un 50% del PIB).

### MULTIPLICADORES FISCALES: FUNCIÓN DE DENSIDAD Y DISTRIBUCIÓN DE FRECUENCIAS DE DOS PANORÁMICAS



FUENTE: Estimación de BBVA Research a partir de la panorámica de Spilimbergo, Symansky y Schindler (2009) y Gechert y Will (2012).

**CONSOLIDACIÓN FISCAL PREVISTA Y ERROR DE PREDICCIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB, 2010-2011**



FUENTE: Blanchard y Leigh (2013).

Antes de la crisis solía aceptarse como regla general un multiplicador fiscal igual a 0.5. Éste ha sido el multiplicador utilizado normalmente para evaluar las consolidaciones fiscales estos años atrás (FMI, 2010). Sin embargo, los resultados de Blanchard y Leigh (2013) han cuestionado este valor al encontrar errores sistemáticos en las previsiones de crecimiento del PIB de 2010 y 2011, que estaban negativamente correlacionados con las previsiones de consolidación fiscal para esos dos años.

La evidencia se resume en la gráfica anterior, utilizando una muestra de 26 países europeos. En el eje horizontal se muestra la consolidación fiscal prevista en 2010 por el FMI para 2010 y 2011, y en el eje vertical el error de previsión en el crecimiento del PIB para esos dos años. Bajo la hipótesis de eficiencia en el uso de la información disponible, el error de previsión no debería estar correlacionado con

la consolidación fiscal prevista. Sin embargo, en la gráfica siguiente el coeficiente de regresión entre ambas variables es  $-1.095$  y es estadísticamente significativo (con una t-relación igual a  $-4.85$ ).

Puesto que en las previsiones del FMI para el PIB se tienen en cuenta los ajustes fiscales previstos, la conclusión que extraen Blanchard y Leigh es que los multiplicadores han sido superiores. Si en promedio el multiplicador utilizado fue  $0.5$ , la evidencia sugiere que el multiplicador fiscal en 2010 y 2011 podría haber sido igual a  $1.6$  ( $0.5+1.095$ ).

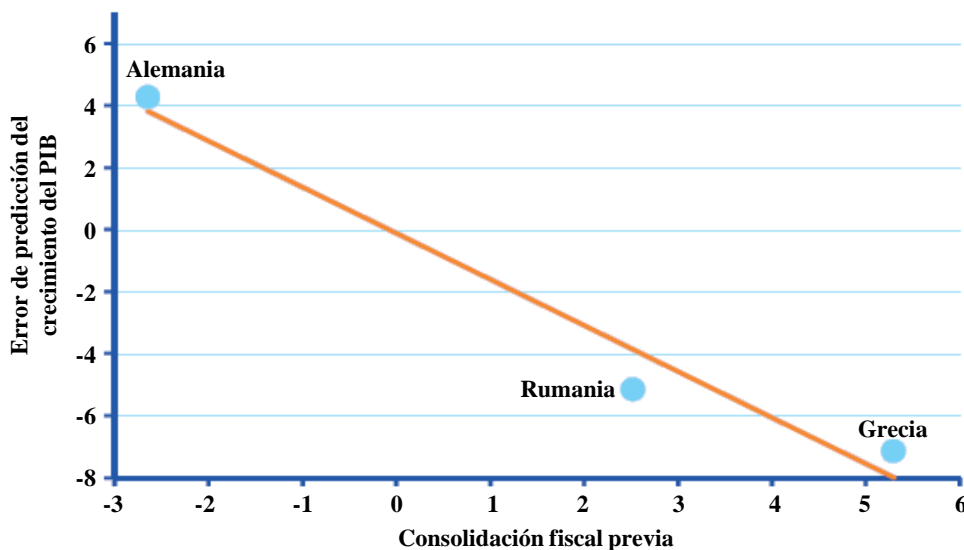
Aunque Blanchard y Leigh interpretan estos resultados con bastante cautela, lo cierto es que la lectura que se ha hecho de los mismos ha llevado a que una mayoría acepte que los multiplicadores fiscales son superiores a la unidad y que la política de austeridad fiscal que están llevando algunos países europeos deba cuestionarse.

¿Cuán robustos son estos resultados? En respuesta a una crítica de Giles (2012a y b), Blanchard y Leigh realizan distintas pruebas de robustez que indican que los resultados dependen de los países y períodos analizados, pero que el multiplicador fiscal es, en general, superior a la unidad y estadísticamente significativo cuando se excluye Alemania y Grecia.

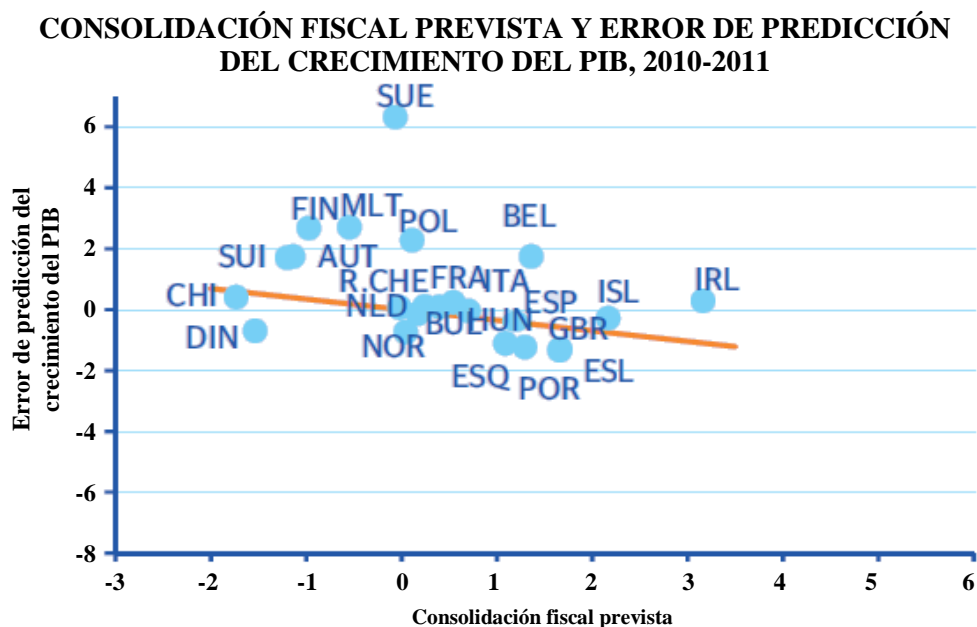
Un análisis más detallado de la evidencia que muestra la gráfica anterior sugiere que los resultados de Blanchard y Leigh se ven muy influidos por un tercer país: Rumania. En la siguiente gráfica se analiza la relación entre la consolidación fiscal prevista y el error de predicción en el crecimiento económico para Alemania, Grecia y Rumania, obteniendo una relación claramente negativa (la pendiente de la recta es igual a  $-1.49$ ). Por su parte, la última gráfica (*Consolidación fiscal prevista y error de predicción del crecimiento del PIB, 2010-2011*) muestra la regresión para los 23 países restantes. En este caso la correlación es mucho más pequeña y ya no es

estadísticamente significativa (el coeficiente de regresión disminuye a -0.347). Por lo tanto, en esta muestra de 23 países europeos, entre los que se encuentra España, no puede concluirse que el ajuste fiscal haya afectado al crecimiento de una manera más intensa de la prevista. Los mismos resultados se obtienen cuando se analizan las previsiones de la Comisión Europea, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y Euro *Intelligence Unit*. En otras palabras, los resultados que se obtienen para Alemania, Grecia y Rumania no pueden generalizarse al resto de países, y sugiere que en esos tres casos concretos es necesario realizar un análisis más detallado de las razones por las que los errores de previsión fueron tan importantes.

**CONSOLIDACIÓN FISCAL PREVISTA Y ERROR DE PREDICCIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB, 2010-2011**



FUENTE: Estimación de BBVA Research a partir de los datos de Blanchard y Leigh (2013).



FUENTE: Estimación de BBVA Research a partir de los datos de Blanchard y Leigh (2013).

En resumen, de los resultados anteriores y de la revisión de la abundante literatura empírica existente se extraen las siguientes conclusiones:

- el multiplicador depende del tipo de medida fiscal: la composición importa,
- el multiplicador depende de las características específicas de cada economía,
- aunque como regla general un multiplicador fiscal entre 0.5 y 1 es una aproximación aceptable, las distintas combinaciones de medidas, países y períodos hace que el multiplicador fiscal tenga un rango de variación muy amplio.

Estos resultados indican que los efectos estabilizadores de las políticas fiscales, sean de estímulo o de ajuste, ha de valorarse cuidadosamente, con un análisis



costo/beneficio lo más detallado posible para cada caso concreto, en función de la economía y del momento en el que se aplican.

De igual manera que al inicio de la crisis se defendía que las políticas fiscales expansivas apropiadas deberían ser TTT (el acrónimo en inglés de *Timely, Targeted* y *Temporary*), ahora las políticas de ajuste y consolidación fiscal deben ser TTP: *Timely, Targeted* y *Permanent*. *Timely*, porque deben llevarse a cabo con un ritmo adecuado para que sean efectivas en la reducción del déficit sin perjudicar más de lo necesario al crecimiento, y creíbles ante los mercados financieros que financian a los gobiernos. *Targeted* porque no todos los gastos (ingresos) públicos han de reducirse (aumentar) por igual, puesto que no todas las políticas de gasto son igualmente eficaces, ni tienen los mismos efectos sobre el crecimiento y sobre la distribución de sus costos entre los agentes económicos. Y *Permanent* porque la única manera de reducir el déficit fiscal estructural es mediante políticas de ajuste con efectos permanentes sobre las cuentas públicas.

**PREVISIONES MACROECONÓMICAS: PRODUCTO INTERNO BRUTO**

(Tasas interanuales, %)	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos de Norteamérica	2.4	1.8	2.2	1.8	2.3
Unión Económica y Monetaria	1.9	1.5	-0.5	0.3	1.3
Alemania	4.0	3.1	0.9	1.0	2.0
Francia	1.6	1.7	0.0	0.4	1.5
Italia	1.8	0.6	-2.1	-0.7	0.9
España	-0.3	0.4	-1.3	-1.1	1.1
Reino Unido	1.8	0.9	0.0	1.0	1.9
América Latina*	6.2	4.3	2.8	3.5	3.7
México	5.4	3.9	3.9	3.1	3.1
Brasil	7.6	2.7	0.9	3.6	4.0
EAGLES**	8.4	6.6	5.1	5.8	6.1
Turquía	9.2	8.5	2.6	4.4	5.5
Asia-Pacífico	8.2	5.7	5.2	5.6	5.8
China	10.4	9.2	7.7	8.0	8.0
Asia (exc. China)	6.7	3.4	3.6	4.0	4.4
Mundo	5.1	3.9	3.2	3.6	4.1

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

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

Fecha cierre de previsiones: 11 de febrero de 2013.

FUENTE: BBVA Research.

**PREVISIONES MACROECONÓMICAS, INFLACIÓN**

**-Promedio-**

(Tasas interanuales, %)	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos de Norteamérica	1.6	3.1	2.0	2.1	2.2
Unión Económica y Monetaria	1.6	2.7	2.5	1.6	1.5
Alemania	1.2	2.5	2.1	1.7	1.6
Francia	1.7	2.3	2.2	1.5	1.5
Italia	1.6	2.9	3.3	2.0	1.7
España	1.8	3.2	2.4	2.0	1.1
Reino Unido	3.3	4.5	2.8	2.5	2.0
América Latina*	6.4	8.0	7.5	8.1	8.3
México	4.2	3.4	4.1	3.5	3.7
Brasil	5.0	6.6	5.4	5.9	5.8
EAGLES**	5.3	6.0	4.2	4.4	4.5
Turquía	8.6	6.2	8.5	5.3	5.0
Asia-Pacífico	3.6	4.8	3.0	3.3	3.5
China	3.3	5.4	2.6	3.3	4.0
Asia (exc. China)	3.7	4.3	3.3	3.3	3.2
Mundo	3.8	5.2	4.1	3.9	3.9

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

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

Fecha cierre de previsiones: 11 de febrero de 2013.

FUENTE: BBVA Research.

**PREVISIONES MACROECONÓMICAS: CUENTA CORRIENTE**  
**-Porcentaje del PIB-**

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos de Norteamérica	-3.1	-3.1	-3.1	-3.1	-3.7
Unión Económica y Monetaria	0.0	0.1	1.1	1.3	1.4
Alemania	6.0	5.7	5.8	5.0	4.5
Francia	-1.6	-2.0	-1.9	-1.8	-1.7
Italia	-3.5	-3.1	-1.6	-1.2	-1.1
España	-4.5	-3.5	-1.4	0.3	0.9
Reino Unido	-3.9	-1.6	-3.6	-2.8	-2.6
América Latina*	-0.7	-0.9	-1.4	-1.6	-1.6
México	-0.4	-1.0	-1.0	-1.4	-1.2
Brasil	-2.2	-2.1	-2.3	-2.6	-2.9
EAGLES**	1.5	0.8	0.4	0.4	0.6
Turquía	-6.4	-10.0	-7.5	-7.4	-7.4
Asia-Pacífico	3.3	2.0	1.2	1.3	1.7
China	4.0	2.8	2.6	2.8	3.5
Asia (exc. China)	2.0	1.5	0.3	0.2	0.5

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

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

Fecha cierre de previsiones: 11 de febrero de 2013.

FUENTE: BBVA Research.

**PREVISIONES MACROECONÓMICAS: DÉFICIT PÚBLICO**  
**-Porcentaje del PIB-**

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos de Norteamérica	-8.9	-8.7	-7.3	-5.9	-4.3
Unión Económica y Monetaria	-6.2	-4.1	-3.0	-2.3	-1.8
Alemania	-4.1	-0.8	0.1	-0.1	0.0
Francia	-7.1	-5.2	-4.5	-3.2	-2.5
Italia	-4.3	-3.8	-2.8	-2.0	-1.7
España*	-9.7	-9.0	-7.2	-5.9	-4.6
Reino Unido	-9.6	-7.9	-5.1	-6.1	-5.2
América Latina**	-2.4	-2.3	-2.5	-2.0	-1.8
México	-3.4	-2.7	-2.6	-2.3	-2.2
Brasil	-2.5	-2.6	-2.5	-1.9	-1.7
EAGLES***	-2.5	-1.9	-2.2	-2.0	-1.9
Turquía	-3.6	-1.4	-1.8	-1.6	-1.3
Asia-Pacífico	-3.6	-3.7	-3.6	-3.5	-3.0
China	-2.5	-1.1	-2.0	-2.0	-1.8
Asia (exc. China)	-4.5	-5.5	-4.7	-4.5	-3.8

\*Sin ayudas al sector financiero.

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

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

Fecha cierre de previsiones 11 de febrero de 2013.

FUENTE: BBVA Research.

**PREVISIONES MACROECONÓMICAS: TIPOS DE INTERÉS A 10 AÑOS**  
-Promedio-

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos de Norteamérica	3.2	2.8	1.8	2.0	2.6
Unión Económica y Monetaria	2.8	2.6	1.6	2.0	2.9

Fecha cierre de previsiones 11 de febrero de 2013.

FUENTE: BBVA Research.

**PREVISIONES MACROECONÓMICAS: TIPOS DE CAMBIO**  
-Promedio-

<b>Dólares estadounidenses por moneda nacional</b>	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos de Norteamérica (Euros por dólares)	0.76	0.72	0.78	0.77	0.75
Unión Económica y Monetaria	1.33	1.39	1.29	1.31	1.34
Reino Unido	1.55	1.60	1.59	1.52	1.53
China	6.77	6.46	6.31	6.16	6.02

Fecha cierre de previsiones 11 de febrero de 2013.

FUENTE: BBVA Research.

**PREVISIONES MACROECONÓMICAS: TIPOS DE INTERÉS OFICIALES**  
-Final del período-

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos de Norteamérica	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Unión Económica y Monetaria	1.00	1.00	0.75	0.75	1.25
China	5.81	6.56	5.75	6.00	6.00

Fecha cierre de previsiones 11 de febrero de 2013.

FUENTE: BBVA Research.

**Fuente de información:**

[http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/1302\\_Situacionglobal\\_tcm346-373392.pdf?ts=1922013](http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/1302_Situacionglobal_tcm346-373392.pdf?ts=1922013)

**Disminuye la confianza de los Directores Generales en el crecimiento (PwC)**

El 22 de enero de 2013, la empresa *PricewaterhouseCoopers* (PwC) informó que la mayoría de los Directores Generales, o CEO, considera que la economía global seguirá estancada durante 2013. Así, lo señala 16ª *Encuesta Global Anual de CEO* de PwC. Se afirma también, que el déficit fiscal, la sobrerregulación y la situación

económica son las principales inquietudes este año. A continuación se presenta la información.

Según la 16ª *Encuesta Global Anual de CEO* de PwC, solo 36% de los CEO alrededor del mundo tiene “muchísima confianza” en los pronósticos de crecimiento de sus empresas durante los próximos 12 meses, lo cual representa una reducción en comparación con el 40% de CEO que mostró “muchísima confianza” en el crecimiento a corto plazo el año pasado y el 48% registrado en 2011. Sin embargo, sigue siendo superior al 31 y 21% registrados en 2010 y 2009 respectivamente.

En cuanto a la economía, el 28% de los CEO aseveró que la economía global resultará aún más afectada en 2013 y solo 18% pronostica una mejoría; mientras que 52% considera que permanecerá igual. Aunque la perspectiva general de los CEO sigue siendo pesimista, los pronósticos han mejorado en comparación con el año pasado, durante el cual 48% de los CEO pronosticó que la economía global empeoraría en 2012.

Los CEO de Europa Occidental mostraron menor confianza en el crecimiento de sus ingresos a corto plazo. Debido a la continua recesión, solo 22% de los CEO de la región dijo tener mucha confianza, menos que el 27% del año pasado y el 39% registrado en 2011. También disminuyó la confianza en el crecimiento a corto plazo en Norteamérica, registrando 33% (42% en 2012) y 36% (42% en 2012) en Asia Pacífico. Incluso en África, considerada por muchos como futura economía de alto crecimiento, la confianza de los CEO en el crecimiento de sus empresas disminuyó a 44% en comparación con el 57% registrado el año pasado.

Sin embargo, los Directores Generales de América Latina se resistieron a dicha tendencia. Su confianza en el corto plazo aumentó a 53% de los Directores Generales, un ligero incremento en comparación con el año pasado.

A nivel de país, la confianza varió: los CEO tienen mayor confianza en Rusia, en donde 66% dijo tener mucha confianza en su crecimiento durante 2013, seguido de cerca por India (63%) y México (62%). Seguidos de Brasil (44%), China (40%), Alemania (31%), Estados Unidos de Norteamérica (30%), Reino Unido (22%), Japón (18%), Francia (13%) y finalmente Corea, en donde solo 6% de los CEO tiene mucha confianza en el crecimiento de sus ingresos durante el próximo año<sup>8</sup>.

En términos generales, a más largo plazo, la confianza de los CEO permaneció estable; 46% de los CEO alrededor del mundo mostró mucha confianza en sus pronósticos de crecimiento durante los tres próximos años, casi el mismo porcentaje del año pasado. Los CEO de África y Medio Oriente tienen bastante confianza en el crecimiento a largo plazo, registrando 62 y 56% respectivamente. En Norteamérica 51% tiene “mucha confianza” en el crecimiento a largo plazo y también 52% en Asia Pacífico. La confianza a largo plazo fue menor en Europa, registrando 34 por ciento.

Durante el lanzamiento de los resultados de la encuesta el primer día de la reunión anual del Foro Económico Mundial en Davos, Suiza, el Presidente de PricewaterhouseCoopers International, aseveró:

“Los CEO siguen siendo cautelosos en sus pronósticos a corto plazo y en la perspectiva de la economía global. Sin embargo, debido a los altos niveles de preocupación por aspectos como la sobrerregulación, la deuda pública y la inestabilidad de los mercados de capital, no resulta sorprendente que la confianza de los CEO haya disminuido en los últimos 12 meses”.

---

<sup>8</sup> Lista de CEO por país/región que expresaron tener mucha confianza en su crecimiento durante los 12 próximos meses: Rusia (66%), India (63%), México (62%), Medio Oriente (53%), África (52%), Sudáfrica (45%), Brasil (44%), Canadá (42%), Rumania (42%), ASEAN (40%), China/Hong Kong (40%), Alemania (31%), Australia (30%), Estados Unidos de Norteamérica (30%), Venezuela (30%), Argentina (26%), Reino Unido (22%), Italia (21%), Escandinavia (20%), España (20%), Japón (18%), Suiza (18%), Francia (13%), Corea (6%).

“Nos dimos cuenta de que los CEO están esforzándose para enfrentar los continuos riesgos. Estratégicamente, los CEO continúan mejorando sus operaciones, buscando reducir costos sin afectar el valor para así superar los períodos de poca actividad. También buscan oportunidades de crecimiento orgánico, evitando grandes gastos que pudieran afectar sus recursos futuros. Sobre todo, se están enfocando en los clientes, colaborando con ellos mucho más de cerca a través de programas para fomentar la demanda, la lealtad y la innovación conjunta”, añadió.

### **¿Qué es lo que más preocupa a los CEO?**

Debido a que persisten las dificultades económicas ahora son más los problemas que preocupan a los CEO. El primer lugar de la lista lo ocupa la creciente preocupación (81%) por la continua incertidumbre en torno al crecimiento económico.

Otra de las principales inquietudes de los CEO, la cual constituye un mensaje muy claro a los gobiernos de todo el mundo, es la respuesta de estos últimos a los déficit fiscales (71%), la sobrerregulación (69%) y la falta de estabilidad en los mercados de capital (61%). La preocupación de los CEO por la sobrerregulación se encuentra en su nivel más alto desde 2006. Al preguntarles directamente por la respuesta del gobierno a la carga regulatoria, los CEO son aún más contundentes, ya que solo 12% estuvo de acuerdo en que su gobierno redujo la carga regulatoria durante el último año.

Al preguntarles sobre las principales amenazas para el crecimiento de sus negocios, los CEO también mencionaron la creciente carga fiscal (62%), la disponibilidad de habilidades clave (58%) y el costo de la energía y las materias primas (52%).

## **Enfrentar la falta de continuidad**

Para crear organizaciones que puedan sobrevivir y prosperar en medio de la incertidumbre, los CEO están siguiendo tres estrategias específicas: identificar áreas de oportunidad, concentrarse en el cliente y mejorar la eficacia operativa.

### **1. Identificar áreas de oportunidad**

Aproximadamente 68% de los CEO se está enfocando en iniciativas cuidadosamente seleccionadas. Está valorando todas sus opciones, haciendo algunas inversiones inteligentes y consolidando sus recursos para maximizar las probabilidades de éxito.

En las áreas en las que los CEO identifican oportunidades, aproximadamente la mitad apuesta al crecimiento en los mercados existentes, mientras que solo 25% está recurriendo al desarrollo de nuevos productos. Y solo 17% de los CEO está planeando nuevas fusiones y adquisiciones (FyA). Para los que están planeando una FyA, las regiones más importantes son Norteamérica y Europa Occidental, en donde los CEO pretenden aprovechar las dificultades económicas para encontrar buenas ofertas.

China ocupó el primer lugar de la lista de los países que se consideran más importantes para el crecimiento futuro, ya que fue mencionado por 31% de los CEO, seguido por Estados Unidos de Norteamérica (23%), Brasil (15%), Alemania (12%) e India (10%). Indonesia se encontraba entre los primeros diez por primera vez este año, dos puntos arriba de Japón. Sin embargo, entre las empresas grandes (más de 10 mil millones de dólares estadounidenses de ingresos), China fue considerada el país más importante por 45% y Estados Unidos de Norteamérica por el 20 por ciento.



## **2. Concentrarse en el cliente**

Aproximadamente la mitad de los CEO (49%) ha visto los cambios en los patrones de compra de los consumidores como una amenaza importante para los negocios y 51% señaló que su prioridad de inversión en los próximos 12 meses será incrementar su base de clientes. 82% de los CEO prevé cambios en sus estrategias de aumento y retención de clientes y 31% está planeando cambios mayores.

## **3. Mejorar la eficacia operativa**

Mejorar la eficacia operativa es una prioridad de inversión para los CEO. El 77% ha adoptado iniciativas de reducción de costos durante los últimos 12 meses y 70% planea hacerlo durante el próximo año.

No obstante, los CEO se muestran cautelosos ante la inadvertida reducción de valor. Un indicador: 48% de los CEO ha aumentado su número de empleados durante los últimos 12 meses, mientras que 25% lo mantuvo igual.

### **El empleo y la búsqueda de talento**

Los CEO siguen mostrándose relativamente cautelosos en torno al incremento de sus empleados el próximo año. 45% de ellos planea reclutar más personal en 2013 (menos del 51% registrado en 2012), mientras que 23% planea reducir su fuerza laboral.

Resulta interesante analizar cuáles son las industrias que están reclutando personal y cuáles están eliminando empleos. Los CEO que tienen mayores probabilidades de aumentar su número de empleados son los de las siguientes industrias: servicios (56%), ingeniería y construcción (52%), detallista (49%) y salud (43%). Aunque la mayoría de los CEO que planea reducir su número de empleados pertenecen a las siguientes industrias: bancaria (35%), metalúrgica (32%) productos forestales y papel (31%).

Independientemente de su perspectiva en materia de contrataciones, encontrar y mantener el talento clave sigue siendo el reto más importante para los CEO. La disponibilidad de habilidades clave se consideró una de las principales amenazas para los pronósticos de crecimiento, ya que fue mencionada por 58% de los CEO alrededor del mundo. Dicha amenaza es especialmente importante para las empresas más pequeñas y que se encuentran en regiones de alto crecimiento como África, Medio Oriente y Asia Pacífico.

Los CEO más preocupados por la escasez de talento fueron los de minería (75%), ingeniería y construcción (65%), comunicación (65%), tecnología (64%) y seguros (64%).

En vista de lo anterior, no resulta sorprendente que más de tres cuartas partes de los CEO (77%) aseveraron haber previsto cambios en sus estrategias de administración de talento durante los próximos 12 meses, y aproximadamente una cuarta parte (23%), indicó que dichos cambios serían importantes.

### **Confianza pública**

Los CEO también reconocen la necesidad de generar confianza en una mayor cantidad de grupos de interés. El 37% se preocupa porque la falta de confianza en su industria puede poner en peligro el crecimiento de su empresa y 57% planea enfocarse mucho más en promover una cultura ética. Además, cerca de la mitad de los CEO (49%) planea esforzarse más en reducir su impacto en el medio ambiente durante los próximos 12 meses.

### **Metodología de la encuesta**

Para la 16 *Encuesta Global Anual de CEO* de PwC se realizaron 1 mil 330 entrevistas en 68 países durante el último trimestre de 2012. Por región, se realizaron 449

entrevistas en Asia Pacífico, 312 en Europa Occidental, 227 en Norteamérica, 165 en América Latina, 95 en Europa Central y del Este, 50 en África y 32 en Medio Oriente.

**Fuente de información:**

<http://www.pwc.com/mx/es/prensa/archivo/2013-01-com-prensa-ceo-survey.pdf>

Para tener acceso a información relacionada visite:

<http://www.pwc.com/gx/en/ceo-survey/index.jhtml>

<http://press.pwc.com/GLOBAL/News-releases/ceo-confidence-in-growth-down/s/66e82f76-f4df-4354-9228-d0e941595053>