BBVA | RESEARCH

El crecimiento a medio plazo de la economía española

Círculo de Empresarios, Septiembre de 2012

Jorge Sicilia

Economista Jefe, Grupo BBVA

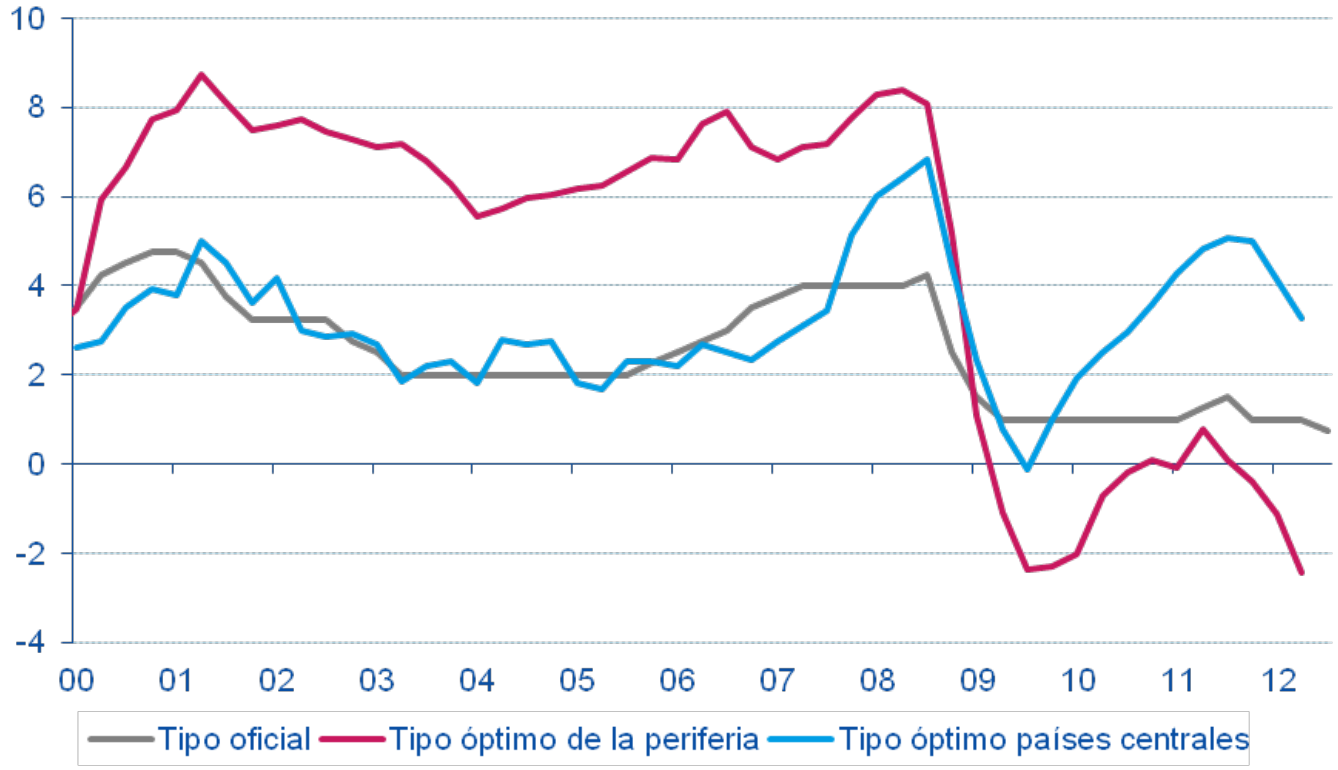
Factores de riesgo a corto y medio plazo

La zona euro no era un área monetaria óptima y no ha llegado a serlo inercialmente

Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas:	Qué se esperaba que ocurriera:	Qué ha ocurrido:
Sincronía cíclica	Ya era elevada y subiría de manera endógena	**El propio euro supuso un gran shock asimétrico**
Apertura y flexibilidad de los mercados	Flexibilidad limitada, aumentaría con reformas	**Fatiga reformadora**
Movilidad del factor trabajo	Aumentaría lentamente	**Muy limitada. Pocas medidas para fomentarla**
Unión fiscal. Transferencias fiscales automáticas	Aumentaría lentamente con la unión política	**PEC y regla de no bail-out: no han funcionado**

1. La política monetaria única estuvo muy sesgada hacia los países del núcleo

Regla de Taylor en la eurozona: países centro y periferia
Fuente: BBVA Research

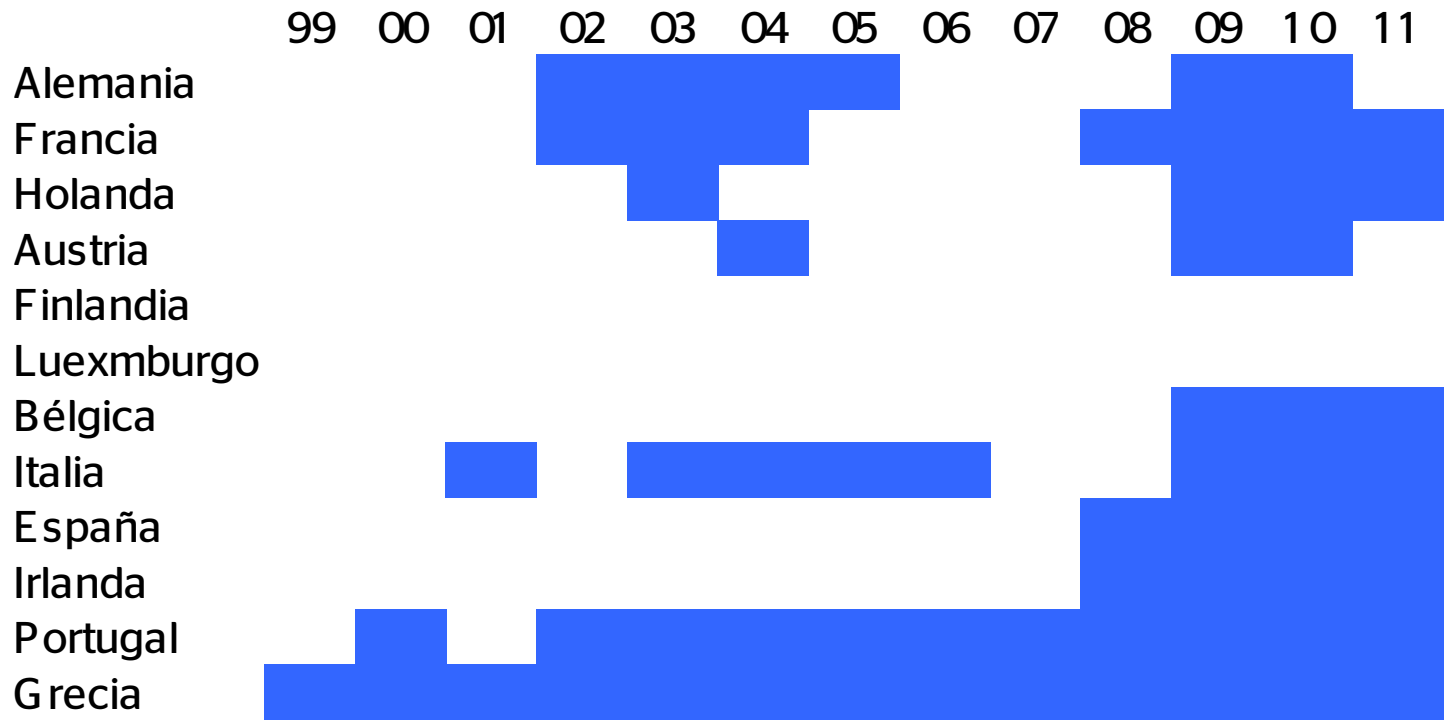


Periferia=Italia, España, Grecia, Portugal e Irlanda: Países centrales= Alemania, Francia, Holanda, Bélgica, Austria y Finlandia

2. La política fiscal doméstica no compensó lo inapropiado de la política monetaria única

Años en los que el déficit público superó el límite del 3% del PEC

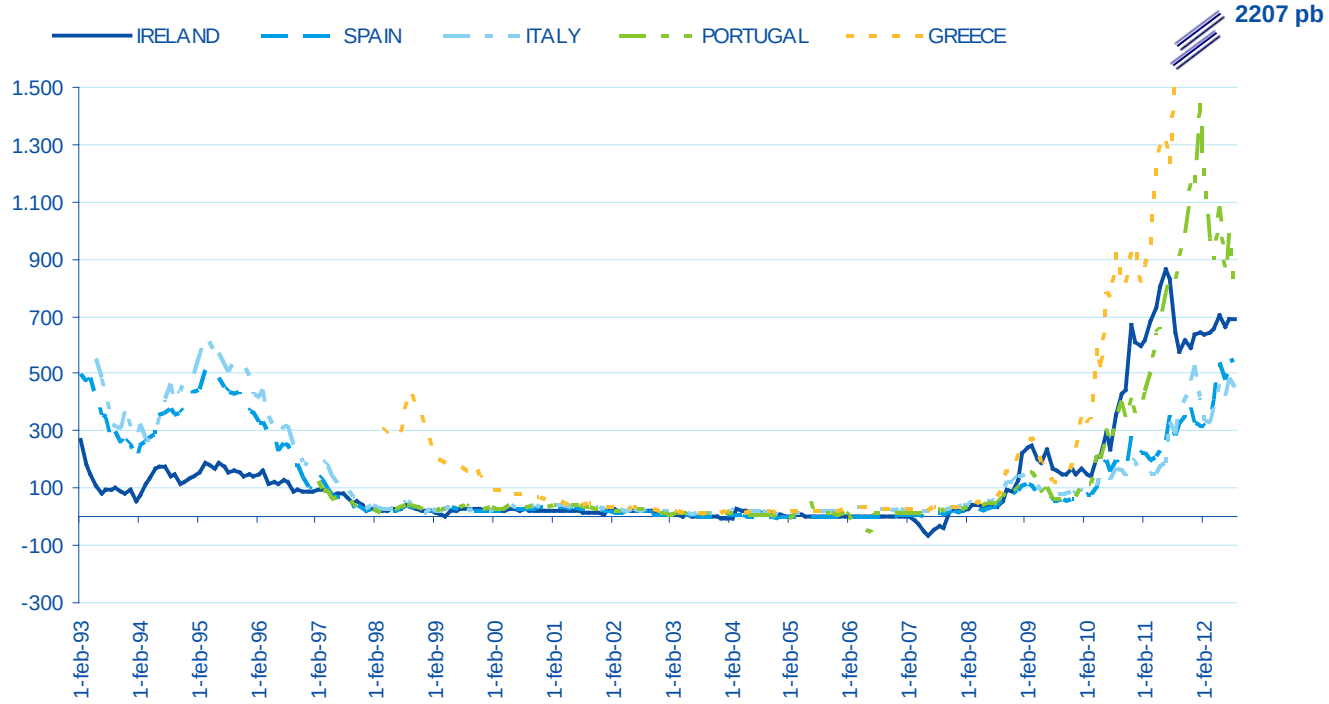
Fuente: BBVA Research and Eurostat



3. Los mercados financieros tampoco discriminaron

Prima de riesgo soberano, spread bono a 10 años frente a Alemania, pb

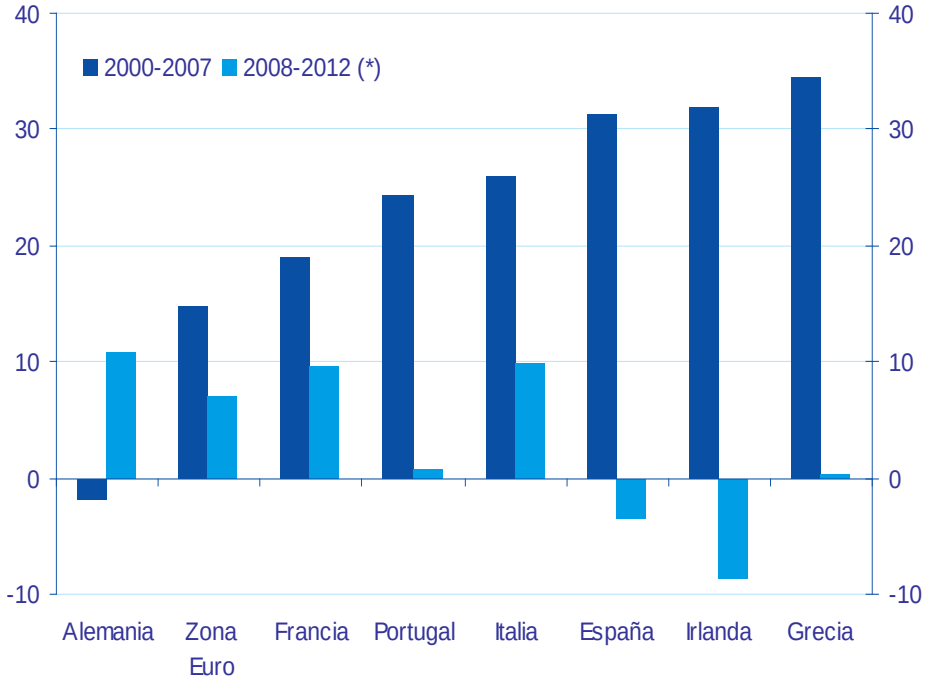
Fuente:BBVA Research y Bloomberg



Como resultado, la deuda privada creció excesivamente... y se produjeron pérdidas de competitividad

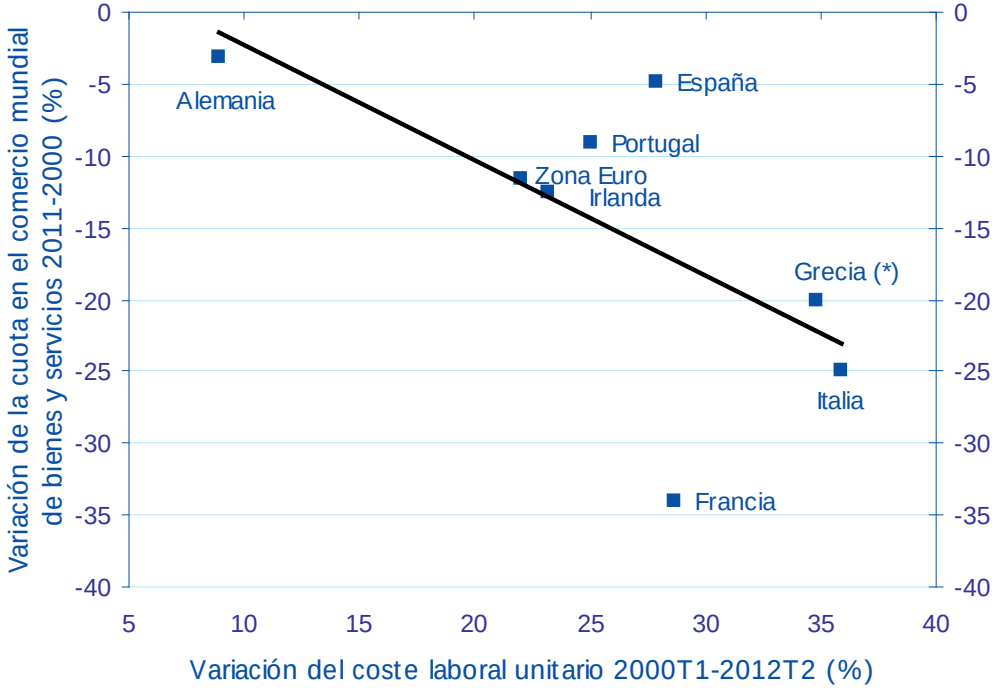
Zona Euro: Costes laborales unitarios (variación en %)

Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat
(*) Ultimo dato 2T12, salvo Grecia (1T11) y Zona Euro, Irlanda y Portugal (1T12)



Competitividad vs "competitividad-precio": Variación de costes laborales (*) y cuota en el comercio mundial de bienes y servicios

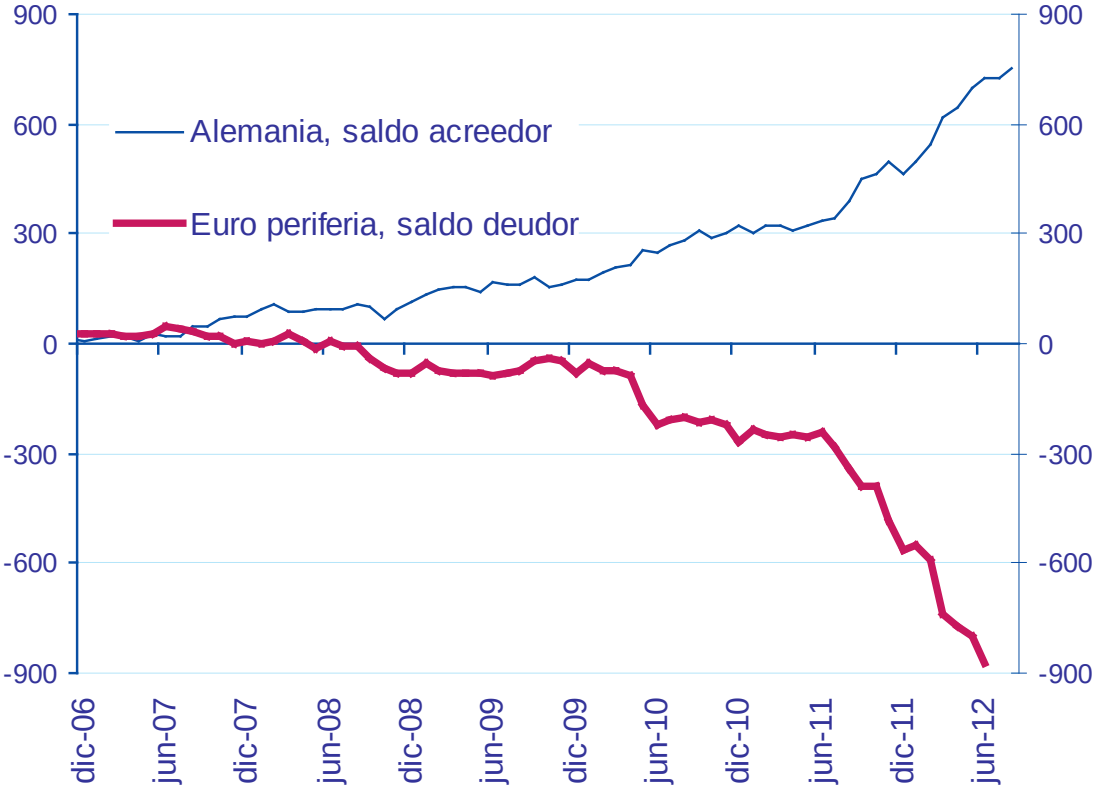
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat y OMC
(*) Ultimo dato 2T12, salvo Grecia (1T11) y Zona Euro, Irlanda y Portugal (1T12)



La crisis ha revertido el proceso de integración financiera

Saldo neto con Eurosistema/Target (mM euros)

Fuente: BCE

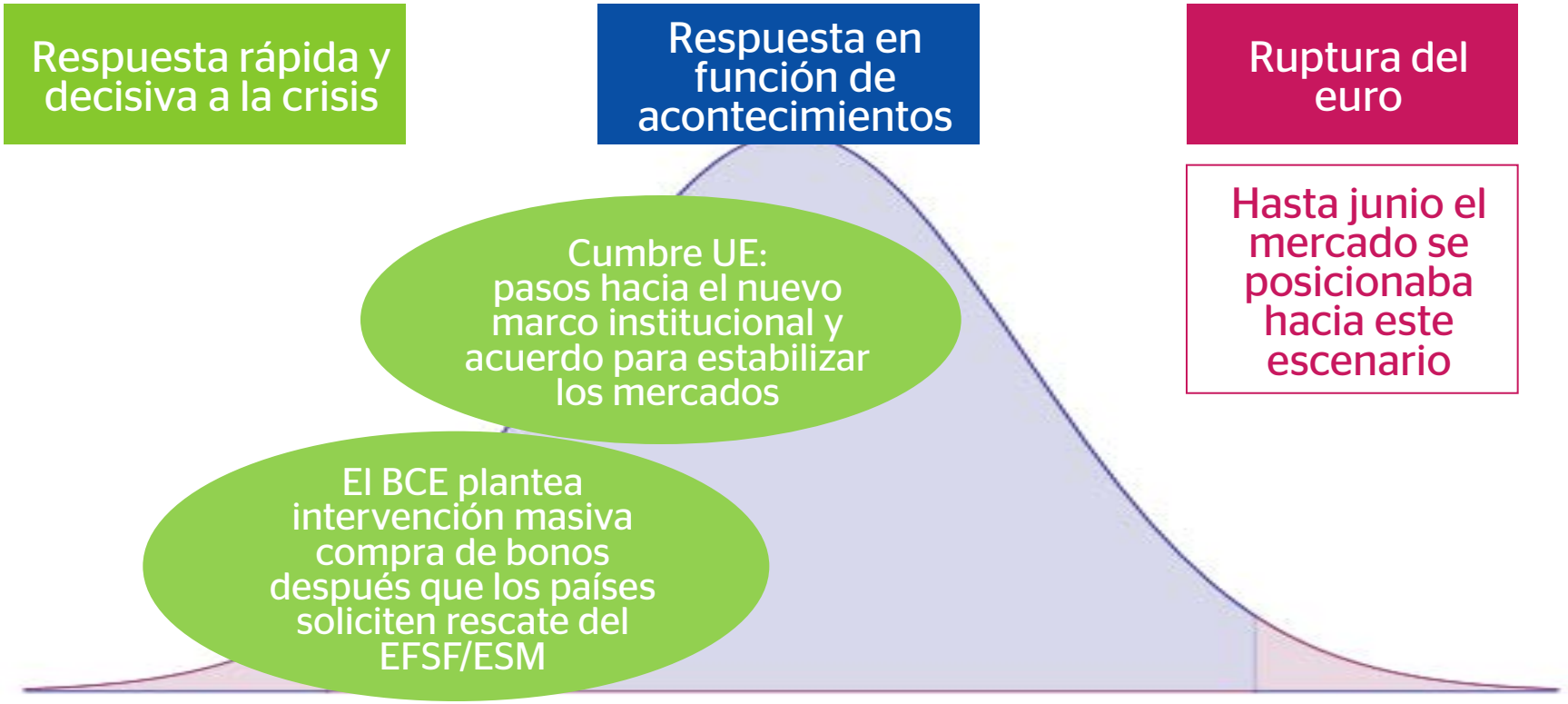


Euro periferia: España, Irlanda, Italia y Portugal

La solución a la crisis vendrá de combinar medidas de diferente horizonte

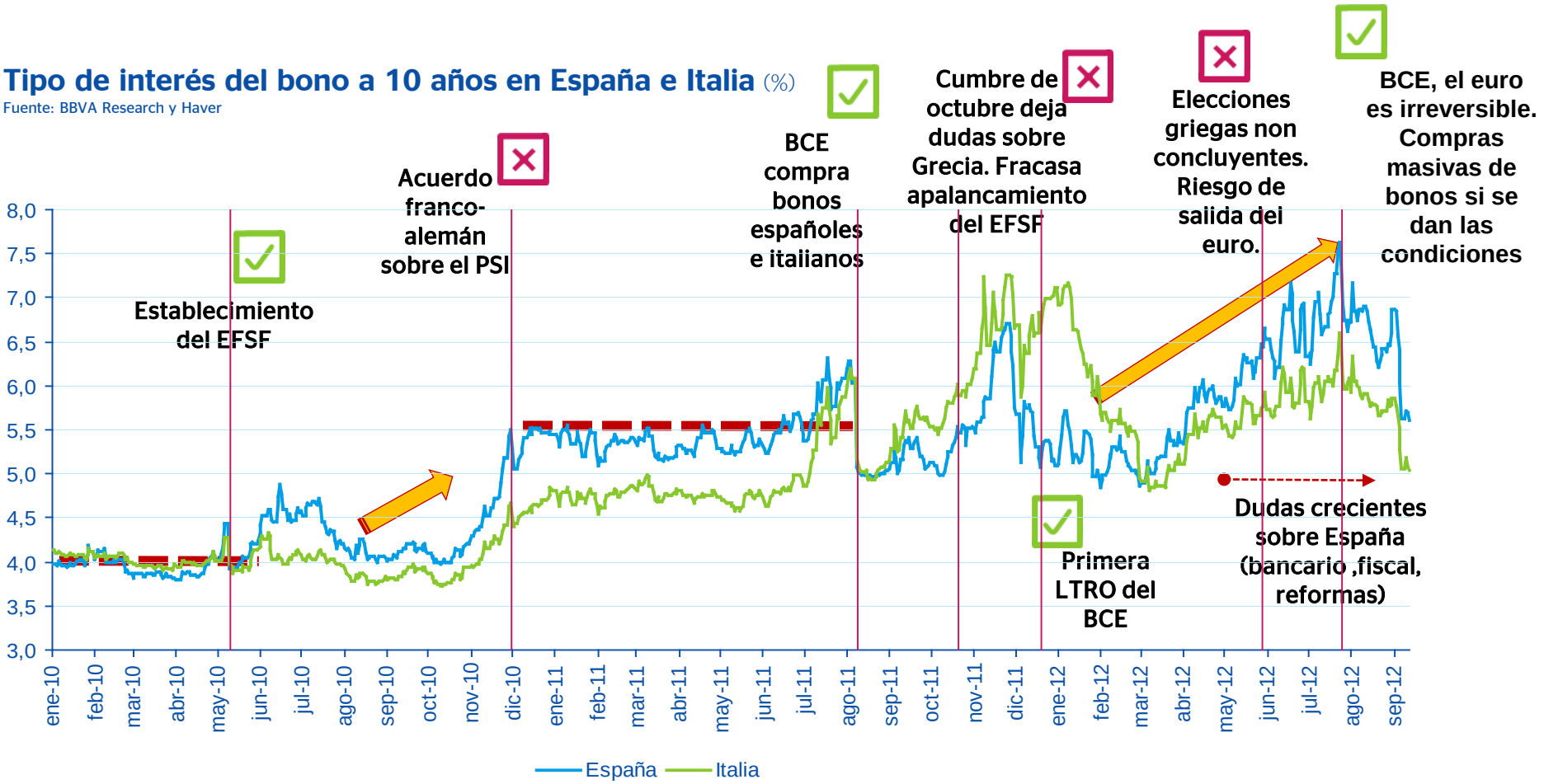
Medidas a largo plazo	Proceso político que termine en una Unión bancaria y fiscal en el euro y reformas estructurales en países
Medidas a corto plazo	Asegurar la financiación de los países con problemas, a través de los fondos de rescate y del BCE (con (estricta) condicionalidad)

Área del euro: elevada incertidumbre sobre el final de la crisis, … que se va acotando



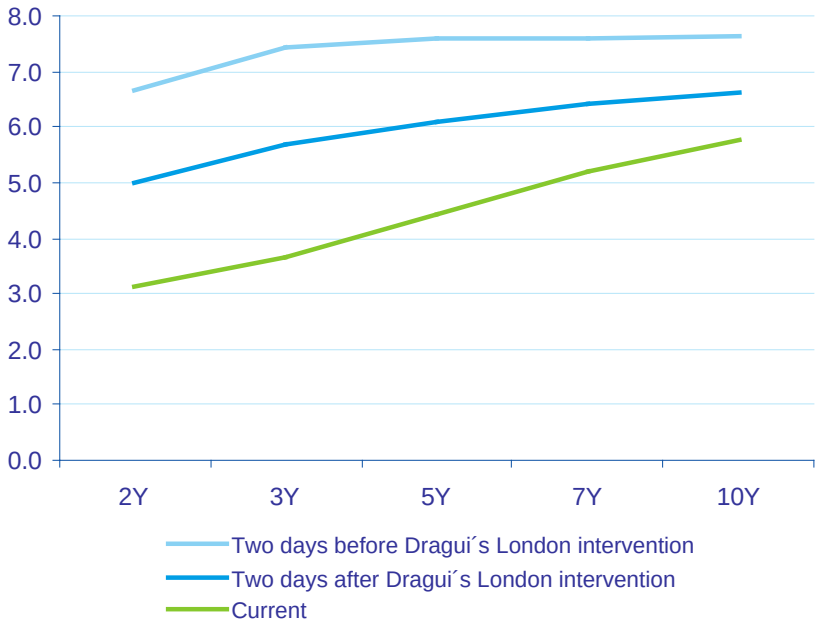
La decisión del BCE abre otra ventana de oportunidad, pero hay que aprovecharla

Tipo de interés del bono a 10 años en España e Italia (%)
Fuente: BBVA Research y Haver

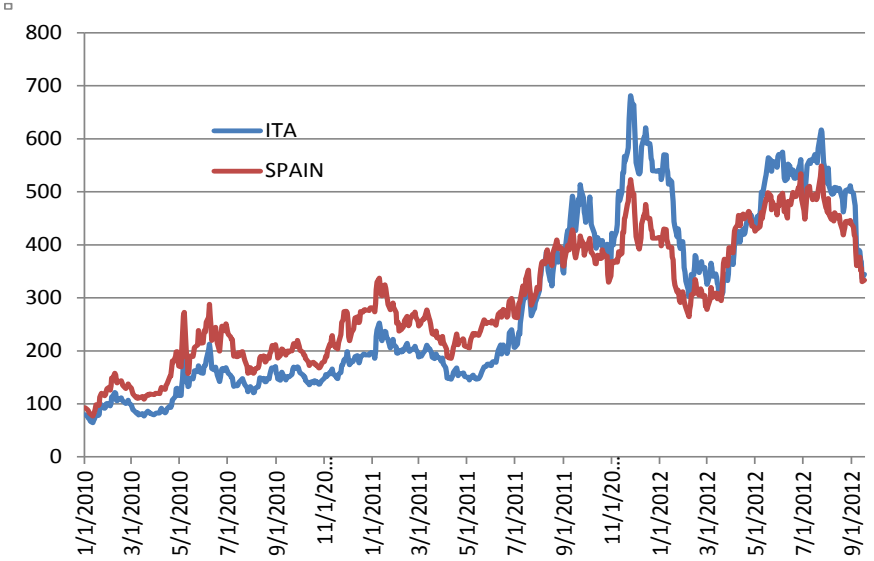


Los mercados han dado un respiro; puede ser costoso apostar por la ruptura del euro.

Spanish yield curve
Source: Bloomberg and BBVA Research



Banks CDS 5y
Source: BBVA Research and IDatastream



¿Se puede estimar el diferencial de equilibrio?

Spanish risk premium (10y bond spread vs Germany)
Fuente: BBVA Research y Bloomberg

* According to our estimations, Spanish risk premium is around 250-300 bps.

El riesgo de cola se ha reducido "condicionalmente"; pero quedan riesgos importantes

1 La dinámica política en Europa es muy vulnerable

Grecia	• El riesgo sigue latente
Alemania	• La dinámica política en Alemania es compleja: posición del Bundesbank, euro escepticismo

2 Riesgo de ejecución del BCE

- ¿Cómo interpretará el BCE la condicionalidad?

3 Riesgo de ejecución de España

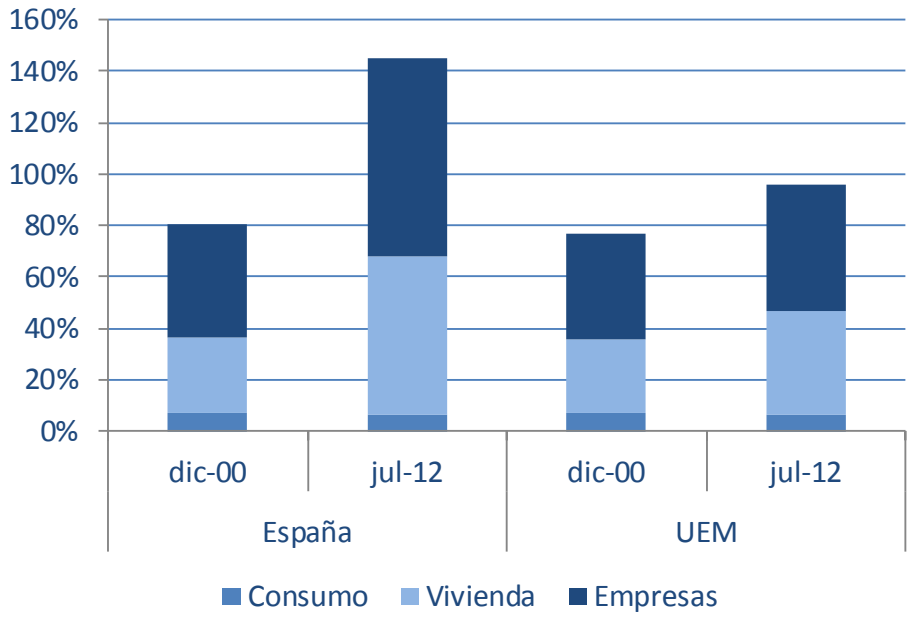
- Deshojar la margarita del "rescate"
- ¿Se cumplirá el objetivo fiscal?
- Decisión de Moody's con el grado de inversión

Factores de riesgo a corto y medio plazo

Desapalancamiento: Una necesidad

El sector privado español se ha endeudado rápidamente, hasta superar la UEM

Crédito al sector privado (%, PIB)
Fuente: BBVA Research en base a BCE y Banco de España



La deuda excesiva es una carga para la economía, y dificulta la recuperación

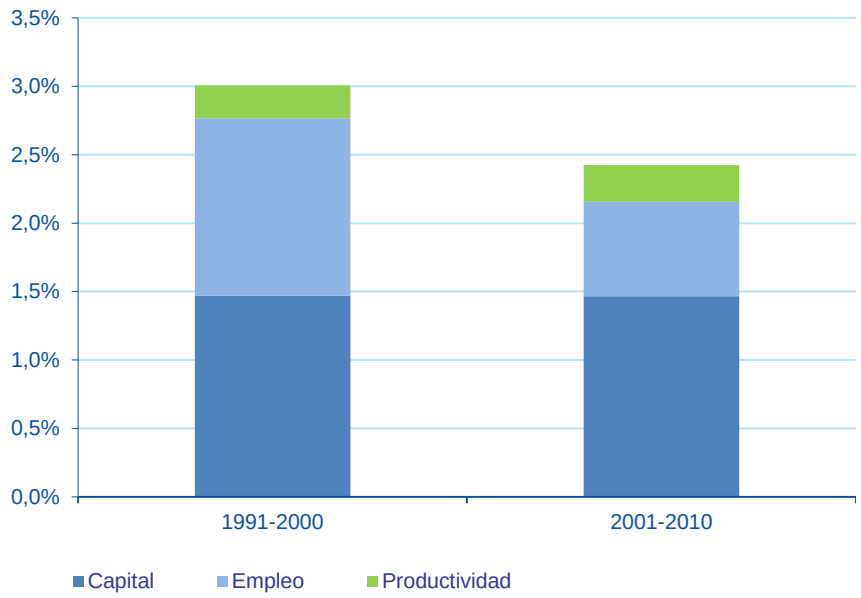
Los procesos de desapalancamiento suelen ser largos

Es importante acelerar la reducción del crédito vivo. Un banco malo con precios bajos puede ayudar

Se deben dar incentivos para que disminuya el crédito en algunos sectores mientras aumenta en otros

Diagnóstico sobre crecimiento: las décadas previas

España: PIB potencial (contribución % a/a)
Fuente: BBVA Research



Una economía en fuerte expansión cíclica

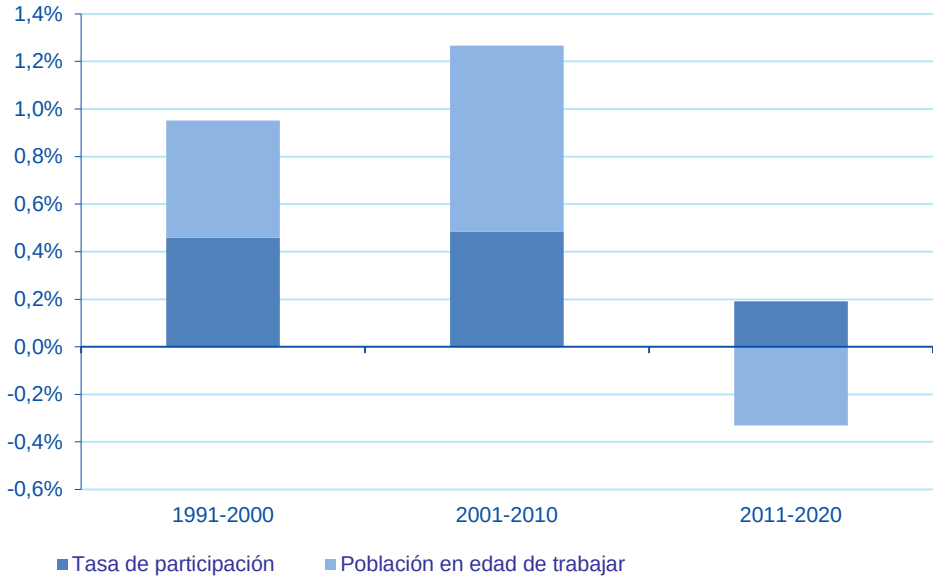
En el período previo a la crisis hubo dos shocks: acceso al crédito históricamente barato y flujos de inmigración elevados

El crecimiento se explica por acumulación de factores (capital y trabajo) y no por incremento en la productividad

El aumento en la inversión ha llevado a un elevado endeudamiento externo y la creación de desequilibrios

Dos problemas hacia delante

España: Contribuciones al crecimiento del PIB potencial
Fuente: BBVA Research



Menor potencial de creación de empleo

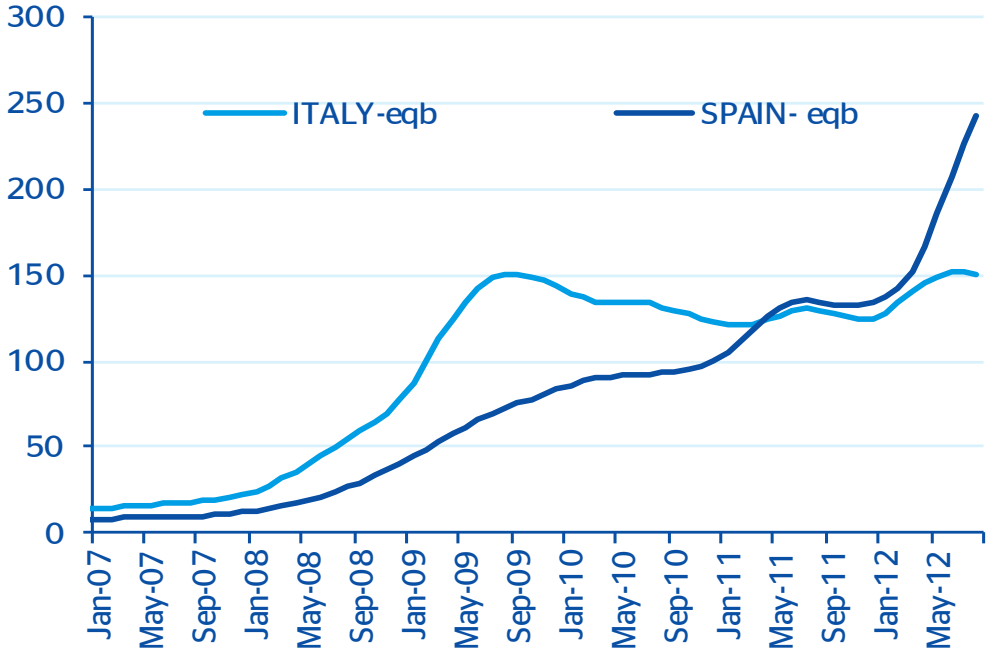
Las previsiones del INE son muy negativas respecto a la inmigración durante los próximos años

La tasa de participación (sobre todo la femenina) parece haberse estabilizado

¿Qué hacer para generar una mayor capacidad de creación de empleo?

Dos problemas hacia delante

Prima de riesgo de equilibrio a partir de fundamentales
Fuentee: BBVA Research



Financiamiento caro y escaso

El incremento del endeudamiento público y privado se reflejará en una mayor prima de riesgo

Los riesgos asociados con la gobernanza europea hacen que por el momento, el coste de financiamiento sea mayor de lo que debiera

Sin embargo, de ahora en adelante, el acceso a financiamiento será indudablemente más costoso que en el pasado

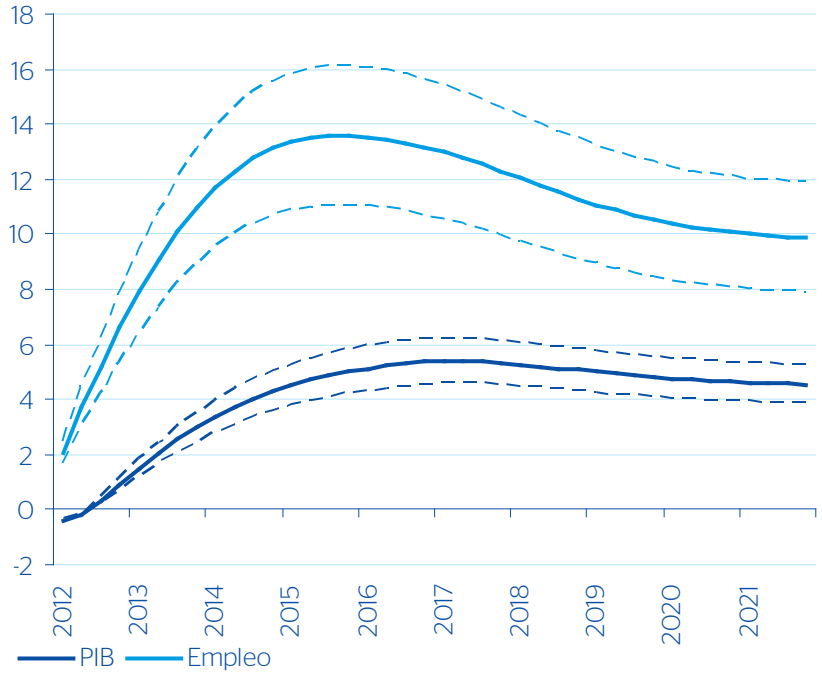
¿Qué hacer para no reducir la inversión?

¿Cómo generar capacidad de creación de empleo?

Impacto de la reforma laboral

(Desviación sobre un escenario sin reforma, en %)

Fuente: BBVA Research



La acumulación de factor trabajo

Dada la peor evolución demográfica y migratoria, la elevada tasa de paro proporciona un margen de maniobra

El contexto institucional es clave para favorecer la rápida absorción de la tasa de paro

¿La reforma laboral definitiva? Elevada elasticidad. Si se implementa de forma inmediata ...

... el nivel de empleo de medio plazo sería en torno a un 10% mayor que el que se hubiera observado en ausencia de la reforma. 4 puntos de PIB.

¿Cómo generar capacidad de creación de empleo?

Principales avances de la reforma laboral ...

Negociación colectiva

- **Descentralización del sistema de negociación colectiva**, otorgando prioridad aplicativa a los convenios de empresa
- **Eliminación de la ultractividad indefinida**: transcurrido un año desde su denuncia, el convenio perderá vigencia

Extinción del contrato

- **Disminución significativa de los costes de despido**: generaliza la indemnización por despido improcedente de 33 dpat con un máximo de 24 mensualidades, matiza las causas económicas que posibilitan el despido procedente, etc.

Flexibilidad interna

- **Promoción de la flexibilidad interna**: facilita la modificación sustancial de las condiciones de trabajo, entre las cuales se incluye ahora, la cuantía salarial, reduce la incertidumbre en cuanto a las causas económicas que posibilitan el descuelgue del convenio colectivo, etc.

... Ausencias y líneas de mejora

Supresión de la práctica totalidad de las modalidades de contratación temporal

- En caso contrario, la segmentación del mercado de trabajo tan solo se atenuará
- Tan solo debería permanecer el contrato de interinidad o relevo

Contrato único

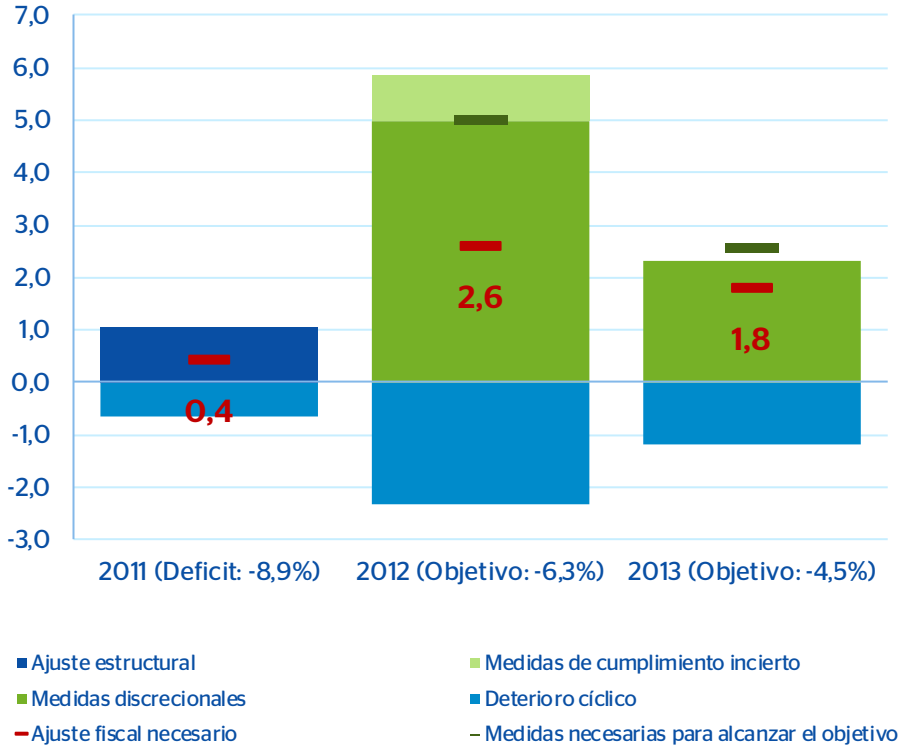
- Solución óptima: contrato indefinido único con indemnizaciones por despido crecientes con la antigüedad

Políticas activas de empleo

- Aumentar los recursos y las acciones formativas orientadas a los desempleados
- Reorientar una parte de los recursos destinados a bonificar la contratación hacia políticas que aumenten la empleabilidad de los trabajadores

¿Cómo generar mayor inversión?: aumentar el ahorro

AA.PP.: ajuste fiscal (% PIB)
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP and INE



La acumulación de factor capital

Recuperar la inversión privada a medio plazo en un contexto de desapalancamiento con el exterior ...

... requiere incrementar el ahorro doméstico – evitando un posible efecto negativo sobre el consumo privado. Además, es clave atraer IED del exterior

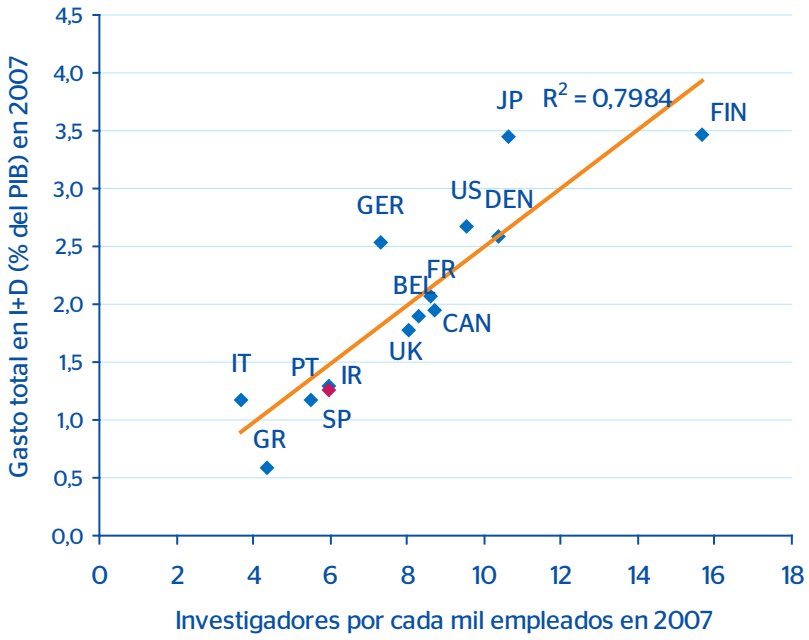
Incentivos al cambio en los hábitos de consumo, reduciendo, p.ej., la dependencia energética externa

Incidiendo en el proceso de consolidación fiscal. A medio plazo, el sector público liberaría recursos canalizables al sector privado

¿Cómo incrementar la productividad?

Capital humano y gasto total en I+D

Fuente: BBVA Research partir de OCDE



La "black-box" del crecimiento

A medio plazo, el reto es aumentar la productividad total de los factores, o eficiencia en la utilización de los factores de producción

El gasto en I+D sobre PIB del sector privado (0,5% en promedio 1995-2007) refleja la clara desventaja relativa que España arrastra en actividad innovadora

La acumulación de capital humano constituye uno de los principales elementos subyacentes a un mejor registro de productividad

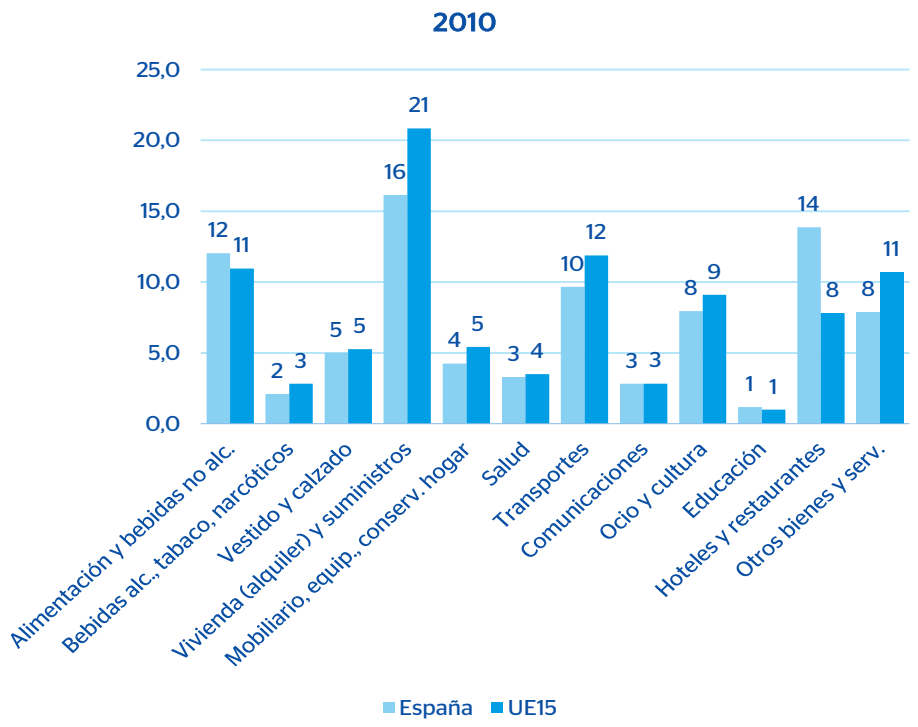
El capital humano está muy correlacionado con la inversión I+D: es el input más importante en el proceso de innovación. España: a la cola de la OCDE

¿En qué sectores invertir?: Demanda interna

España vs UE15: consumo relativo de cada grupo de productos (%)

(Gasto real en consumo final de los hogares en cada producto/gasto real total en consumo final de los hogares. Euros de 2005)

Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat



Aprovechar los cambios predecibles en los patrones de consumo

La consecuencia natural de la internacionalización de la economía y su desarrollo es la homogeneización de los patrones de consumo hacia el patrón OCDE

En España, se observa convergencia, en especial, en el consumo relativo de bienes duraderos y de bienes y servicios básicos

Si la convergencia fuera completa, el gasto relativo en bienes duraderos aumentaría en torno a los 4 pp durante las próximas dos décadas ...

... en detrimento de la importancia relativa del consumo de servicios de restauración y hostelería

¿En qué sectores invertir?: Demanda externa

Oportunidades de inversión. Amplio abanico de sectores con ratios de endeudamiento menores y rentabilidades mayores a la media europea

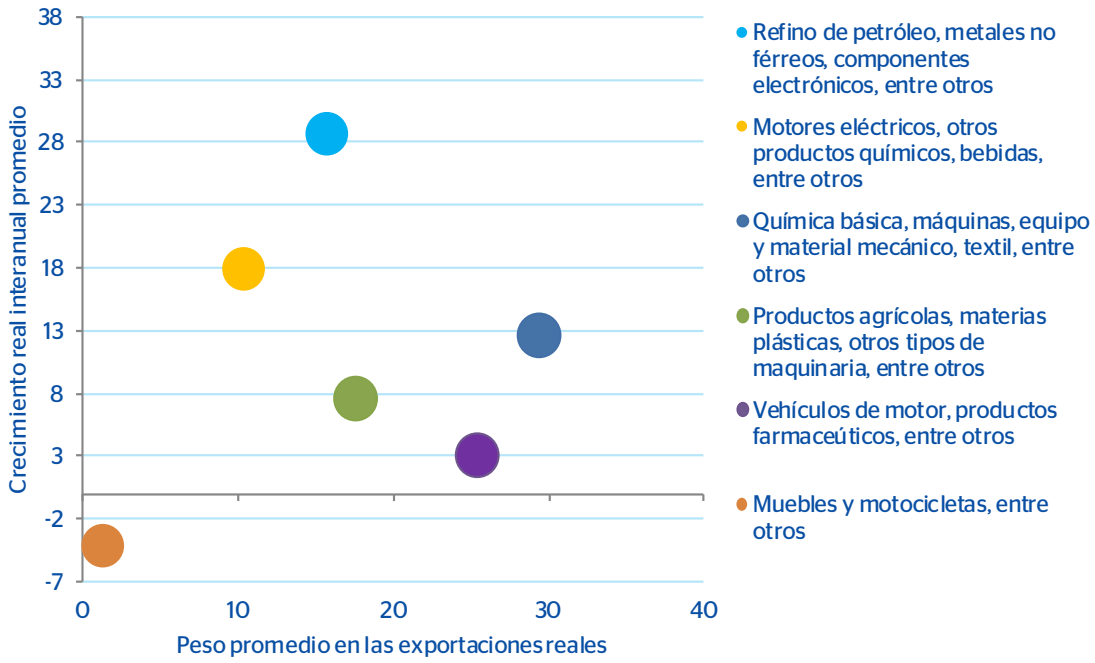
	Endeudamiento		Rentabilidad		VAB Real	Exportaciones
	España	Media (AL-FR-IT)	España	Media (AL-FR-IT)	Peso en el VAB español	Peso en las exportaciones españolas
Hoteles y restaurantes	**56,2**	58,8	8,9	4,0	7,3	14,5
Programación, consultoría y actividades relacionadas	57,5	49,5	6,0	5,4	7,1	9,2
Comercio al por menor, excepto de vehículos de motor	57,3	62,7	**4,5**	2,0	**6,4**	
Transporte	42,2	51,9	**7,4**	2,4	**5,6**	**5,7**
Comercio al por mayor e intermediarios, excl. vehículos de motor	**61,5**	62,8	**3,2**	2,4	**4,1**	
Correos y telecomunicaciones*	62,6	57,4	19,7	14,2	4,0	0,5
Electricidad, gas y suministro de agua	51,2	42,7	14,7	8,7	3,7	0,6
Elaboración de productos alimenticios, bebidas y tabaco	**54,1**	54,4	**7,3**	3,5	**2,7**	**9,4**
Metales básicos y metales fabricados	43,3	55,0	**6,4**	4,6	**2,6**	**4,7**
Automóviles y equipos de transporte	63,6	53,1	**0,7**	0,2	2,2	14,7
Fabricación de sustancias y productos químicos	54,3	47,2	**5,5**	5,9	**1,7**	**8,9**
Fabricación de maquinaria y aparatos eléctricos	61,4	49,9	6,1	4,3	0,8	4,4
Industria textil	51,8	54,6	**4,0**	4,2	**0,7**	**2,9**
Fabricación de maquinaria de oficina	**56,9**	33,5	**1,7**	0,7	**0,1**	**0,9**
TOTAL					**49,0**	**76,4**

Endeudamiento: Recursos ajenos como porcentaje del activo total, media anual (2000-2007). A partir de la base de datos Bach
Rentabilidad: beneficio neto en porcentaje de la facturación neta, media anual (2000-2007). A partir de la base de datos Bach
* Media (AL-IT)
VAB Real: a partir de datos de INE (VAB del sector como % del VAB en 2008)
Exportaciones: a partir de datos de OCDE y DATACOMEX, 2008. Servicios representan el 33,8% de las exportaciones totales
Fuente: BBVA Research a partir de BACH, INE y DATACOMEX

¿En qué sectores invertir?: Demanda externa

Composición y crecimiento de las exportaciones reales por productos, promedio 2010-2012 (% a/a)

Fuente: BBVA Research partir de MINECO



La empresa ya mira al exterior

La debilidad de la demanda interna abre paso a la expansión de las exportaciones

La recuperación afecta a un conjunto amplio de sectores

¿Cómo exportar?

Características de empresas que exportaron frente a empresas que no exportaron en el año
Manufacturas. Ratio de medianas, promedio 1990-2010
Fuente: BBVA Research partir de ESEE, Fundación SEPI

Notas: Pool del total de observaciones. * Ratio de medias de la distribución correspondiente.

Claro potencial de mejora y expansión

Sólo un 12% de las empresas españolas exportó bienes y un 9% exportó servicios no turísticos durante el período 2001-2011

Grado de concentración notable: el 1% de las empresas con mayor volumen exportador acapara el 67 % del total de exportaciones

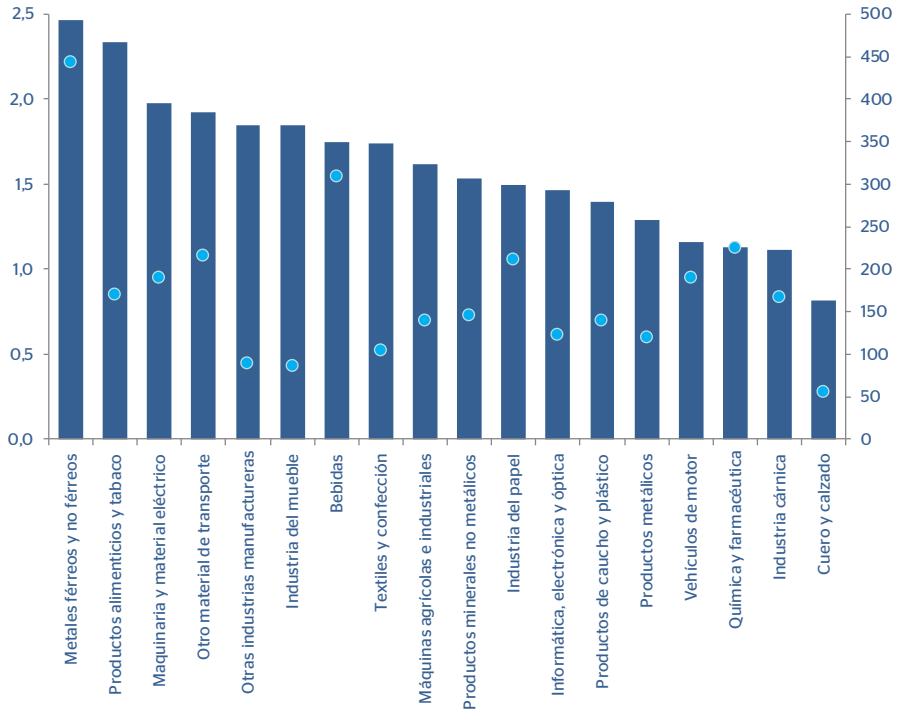
Tras el bajo porcentaje de empresas exportadoras en España subyace el efecto selección en la exportación

El *umbral de productividad* que marca la selección de una empresa en la exportación se sitúa muy por encima de la productividad media del sector

¿Cómo exportar?

Ranking sectorial de las empresas que realizan IED frente a las que no realizan IED en el exterior: ratios y valor de la productividad real, 1990-2010

Fuente: BBVA Research partir de ESEE, Fundación SEPI



- Ratio de productividad real de empresas con IED sobre empresas sin IED en el exterior (cálculos a partir de las medianas) (eje izqdo.)
- Productividad real de las empresas con IED en el exterior (mediana del valor de la producción por empleado; miles de euros) (eje dcho.)

Nota: La clasificación excluye Artes gráficas e Industria de la madera, dado que, por falta de datos completos, no se pudo evaluar la productividad real entre las empresas que realizan IED.

Imitando a los campeones domésticos

El reto es elevar el número de empresas que superen el umbral de productividad, dando paso a la internacionalización *de forma natural*

En última instancia, los campeones de productividad persiguen una estrategia de internacionalización más compleja: IED en el exterior

El resultado: ventaja empresarial asociada a un diferencial de productividad significativo dentro de la industria

¿Hacia un nuevo patrón sectorial de crecimiento?

Elevar el número de empresas que superen el umbral de productividad requiere ...

- Dotar a la PYME de la combinación benigna de características que fomenten su crecimiento
- Uso eficiente de los incentivos fiscales para las empresas comprometidas con un plan de I+D orientado a la innovación, y para las empresas embarcadas en procesos de diversificación
- Desarrollo de "hubs" empresariales de intercambio de información sobre avances técnicos, mercados tradicionales y nuevos mercados
- Inversión en capital humano puntero. Marco regulatorio adecuado en el mercado de trabajo y fomento de la competencia en los mercados de bienes y servicios
- Facilitar y simplificar las vías de acceso empresarial a fuentes de financiación alternativas y/o transfronterizas

Reformas: ¿Qué más se puede hacer?

Reducir el riesgo de implementación de las medidas fiscales

- Aplicar la Ley de Estabilidad Presupuestaria
- Remplazar en los Planes Económicos y Financieros las medidas poco probables con aumento de impuestos o reducciones permanente de gastos

Reducir los riesgos de medio y largo plazo en las cuentas públicas

- Aumento del peso de la retribución variable de los empleados públicos en 2013
- Sostenibilidad del sistema de pensiones: aumento rápido de la edad de jubilación, factor de sostenibilidad atendiendo a la situación financiera de la SS, prolongar la vida laboral
- La reforma del sistema de salud y de educación: extensión del copago, evitando la exclusión
- Modificación de la Ley de Estabilidad Presupuestaria para la creación de una oficina presupuestaria independiente

Reformas: ¿Qué más se puede hacer?

Plan estratégico a largo plazo

- Medidas adicionales a la reciente reforma laboral. Entre otras, el contrato único
- Mejorar la eficiencia impositiva: reducir la imposición al empleo y al capital, a cambio de una mayor imposición a la propiedad residencial
- Mejoras en la competencia y en el entorno regulatorio. Liberalización de servicions profesionales. Ley de Unidad de Mercado
- Medidas para aumentar la competitividad internacional de las empresas españolas
- Medidas para mejorar el funcionamiento del mercado de la vivienda: incentivar el mercado del alquiler

BBVA | RESEARCH

El crecimiento a medio plazo de la economía española

Círculo de Empresarios, Septiembre de 2012

Jorge Sicilia

Economista Jefe, Grupo BBVA

BBVA | RESEARCH

Anexo

Septiembre de 2012

¿La reforma laboral definitiva?

- Un mercado de trabajo disfuncional a pesar de las **52 reformas** adoptadas desde la aprobación del Estatuto de los Trabajadores (1980)
- **53ª**: Real Decreto-ley 3/2012, de 10 de febrero, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral
  - **Diagnóstico correcto de los principales problemas** del mercado de trabajo español, como son la escasez de mecanismos de **flexibilidad interna** y la **segmentación** entre contratos indefinidos y temporales.
  - Supone un avance sustantivo sobre la normativa laboral previa, principalmente en relación con el primero de los problemas comentados ...
  - ..., sin embargo: i) las medidas adoptadas para afrontar el segundo son insuficientes; ii) reincide en el establecimiento de incentivos fiscales a la contratación como única estrategia de activación

Probablemente no será la última reforma

¿La reforma laboral definitiva?

Principales avances (I)

Negociación colectiva

- **Descentralización del sistema de negociación colectiva**, otorgando prioridad aplicativa a los convenios de empresa
- **Eliminación de la ultractividad indefinida**: transcurridos dos años desde la denuncia, el convenio perderá vigencia

Extinción del contrato de trabajo

- **Disminución** significativa de los **costes de despido**:
  1. Desaparece el despido 'exprés' y se generaliza la indemnización por despido improcedente de 33 dpat con un máximo de 24 mensualidades
  2. Se matizan las causas económicas que posibilitan el despido procedente (20 dpat, 12 mensualidades): "existencia de perdidas actuales o previstas, o la disminución persistente de su nivel de ingresos *ordinarios* o ventas. [...] la disminución es persistente *si durante 3 trimestres consecutivos el nivel de ingresos ordinarios o ventas de cada trimestre es inferior al registrado en el mismo trimestre del año anterior*".
  3. Los salarios de tramitación solo serán abonados en los supuestos de readmisión del trabajador

¿La reforma laboral definitiva?

Principales avances (II)

Flexibilidad interna

- **Promoción de la flexibilidad interna**:
  1. Facilita la modificación sustancial de las condiciones de trabajo, entre las cuales se incluye ahora, la cuantía salarial. Se suprime el requisito de autorización administrativa previa para la suspensión del contrato de trabajo o la reducción de la jornada
  2. Reduce la incertidumbre en cuanto a las causas económicas que posibilitan el descuelgue del convenio colectivo: disminución interanual de los ingresos ordinarios o ventas durante 2 trimestres consecutivos
  3. Amplía las materias sobre las que la empresa se puede descolgar (jornada, horario, régimen de trabajo a turnos, sistema de trabajo, funciones, etc.). Anteriormente se restringía el descuelgue al régimen salarial
  4. Permite la movilidad funcional entre grupos profesionales

- **Otras medidas**: 1) se crea un nuevo contrato indefinido bonificado para empresas de menos de 50 trabajadores; 2) se flexibiliza y se incentiva fiscalmente el contrato de formación; 3) se reforma el marco regulador de las ETTs al autorizarlas a operar como agencias de colocación; 4) se reconoce la FP como un derecho individual; 5) se otorga a los centros formativos la posibilidad de participar directamente en el sistema de FP para el empleo; 6) se adelanta el fin del encadenamiento de contratos temporales durante más de 24 meses al 1 de enero de 2013; 7) se abre la puerta a que los organismos y entidades que forman parte del sector público puedan invocar causas objetivas para realizar ajustes de empleo ...

¿La reforma laboral definitiva?

Algunas ausencias y posibles mejoras

- La segmentación del mercado de trabajo tan solo se atenuará si no se procede a la **supresión de la práctica totalidad de las modalidades de contratación temporal** (tan solo debería permanecer el contrato de interinidad o relevo). Solución óptima: **contrato indefinido único** con indemnizaciones por despido crecientes con la antigüedad
- **Aumentar los recursos y las acciones formativas orientadas a los desempleados**. Tan solo un 34,2% de los gastos presupuestados en 2011 para programas de formación para el empleo tuvieron como destino al colectivo de parados.
- **Reorientar una parte de los recursos destinados a bonificar la contratación** hacia políticas que aumenten la empleabilidad de los trabajadores