

El desapalancamiento de la economía española

Jorge Sicilia

ESADE

Madrid, 27 de noviembre de 2012

Mensajes principales

- 1 Dadas las limitaciones en el diseño de las instituciones, la heterogeneidad de los desequilibrios fiscales y las condiciones del sistema bancario en la UEM, se ha dado una **renacionalización de los flujos de capital**, exacerbada por temores de un rompimiento del euro
- 2 El elevado nivel de endeudamiento en la economía española **condiciona el nivel de crecimiento en el corto plazo**. El **desapalancamiento** interno y externo **es fundamental** para lograr una recuperación fuerte y sostenida de la economía
- 3 El sector privado está avanzando en el **ajuste del gasto y la acumulación de activos financieros**, mientras que las **medidas** de consolidación fiscal comienzan a **dar resultados** en el sector público
- 4 Más allá de los esfuerzos de reducción de gasto, la forma más eficiente y menos traumática para reducir la deuda es a través de un **incremento del ingreso**. **Un Plan Nacional de Reformas puede suponer un paso en la dirección correcta**

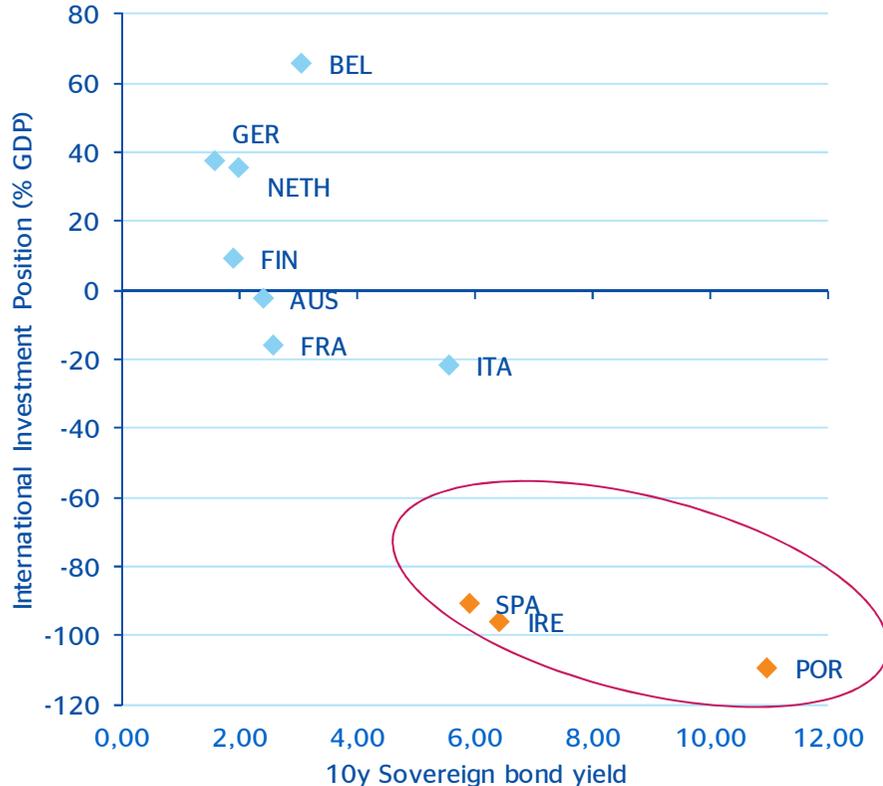
1. Renacionalización de los mercados

Endeudamiento externo y su relación con la crisis de la eurozona

Eurozona: Posición financiera internacional y tipos de interés de los bonos soberanos

(PFI como % del PIB, 2t12. Tipos de interés de los bonos, en %, promedio 2012)

Fuente: ECB, IMF y BBVA Research



El elevado nivel de endeudamiento, público y privado, es el principal factor explicativo de la crisis europea

Las primas de riesgo en los países periféricos no sólo reflejan la heterogeneidad de los desequilibrios

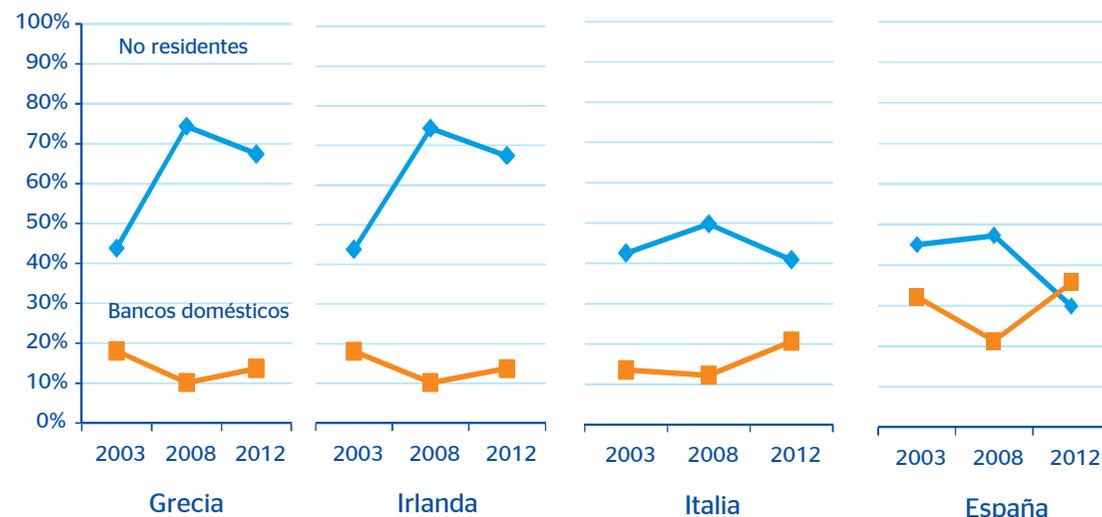
El riesgo de convertibilidad también ha contribuido a una creciente segmentación de los mercados en la zona euro

1. Renacionalización de los mercados

Los no residentes reducen su exposición a deuda soberana periférica, los bancos domésticos la elevan

Países periféricos de la eurozona: Tenedores de deuda pública, en % del total

Source: Bloomberg and BBVA Research



La retirada de inversores extranjeros se explica, en parte, por el deterioro de los saldos fiscales

Pero también por el riesgo de convertibilidad por el creciente riesgo de ruptura del euro tras la reestructuración de la deuda griega

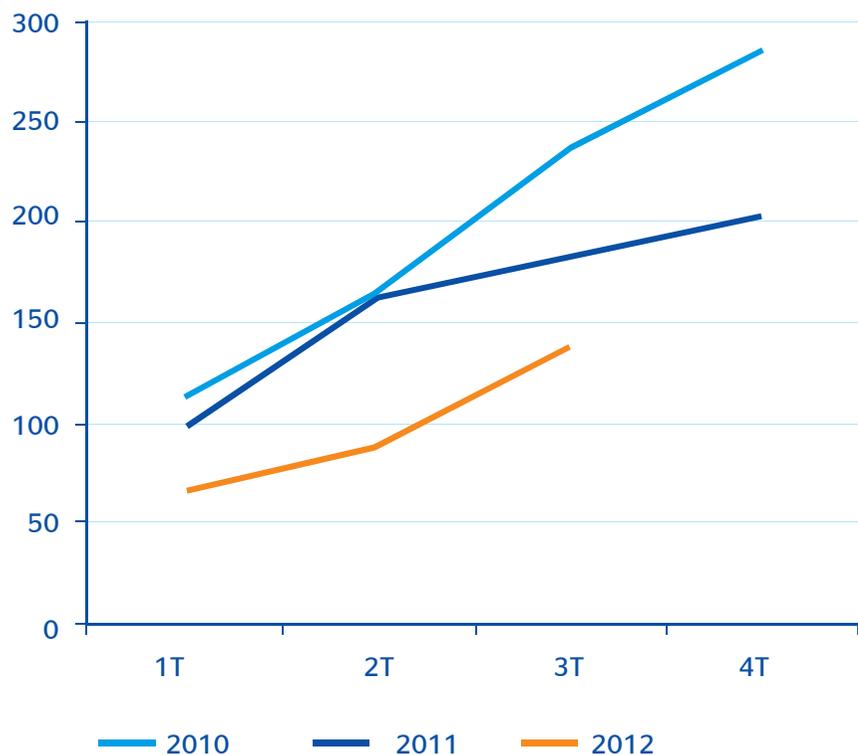
Los bancos domésticos compensan la salida de inversores extranjeros reforzando el círculo vicioso riesgo soberano-bancario

1. Renacionalización de los mercados

La financiación de los bancos en los mercados primarios cae significativamente

Eurozona, emisiones bancarias, mM EUR

Fuente: Dealogic and BBVA Research



Las condiciones de acceso a los mercados para los bancos (precios y cantidades) han evolucionado en paralelo con el riesgo soberano

Los mercados han estado abiertos siempre sólo para las entidades ubicadas en países del centro europeo

Para los bancos de los países periféricos el acceso ha sido escaso, menos frecuente, a plazos más cortos y a precios más caros

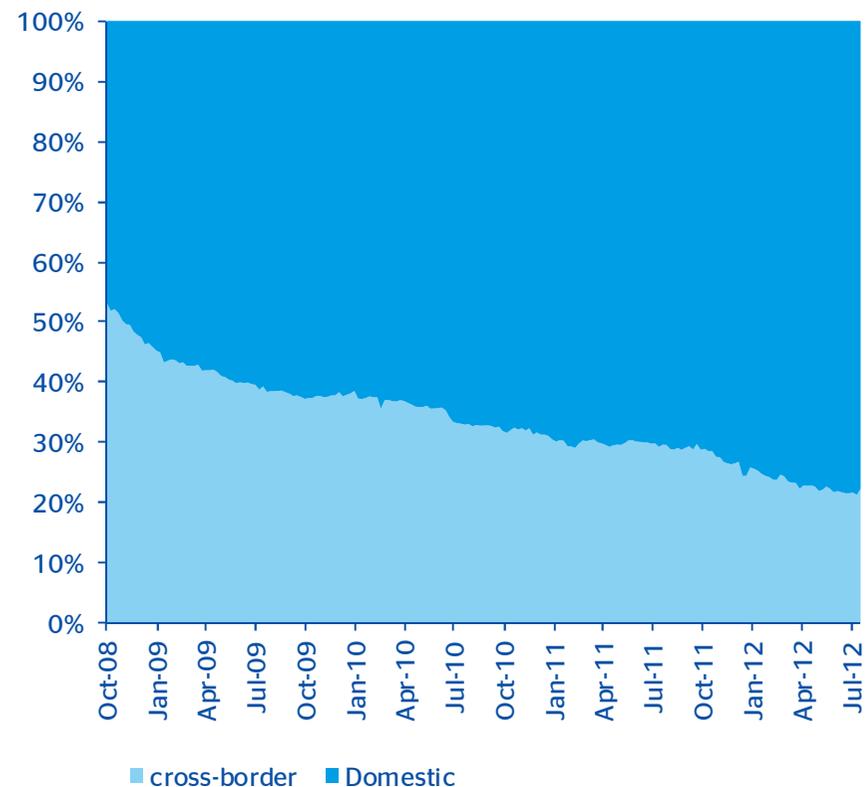
1. Renacionalización de los mercados

Los mercados monetarios registran una caída de las transacciones transnacionales

Eurozona, uso de colateral en las operaciones de política monetaria del Eurosistema

(doméstico vs transnacional)

Fuente BCE



En las operaciones del Eurosistema se ha producido un creciente uso de colateral doméstico frente a colateral transnacional

Desde mediados de 2011 se ha reducido la participación de los préstamos transnacionales tanto en el mercado monetario como en el mercado de repos

El BCE esta compensando tanto el mal funcionamiento del mercado interbancario como las salidas de capital de la periferia

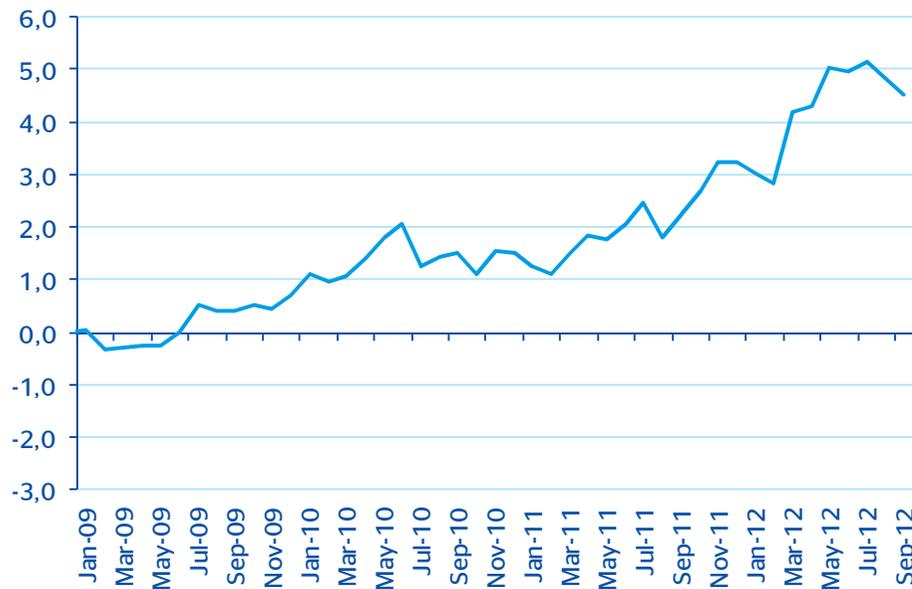
Ante estas condiciones anómalas de financiación, el canal de transmisión de la política monetaria, donde los bancos juegan un papel clave, se rompe

1. Renacionalización de los mercados

Pese a los intentos del BCE, el canal de transmisión de la política monetaria /bancaria no funciona

Eurozona: Índice de fragmentación de los mercados*

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

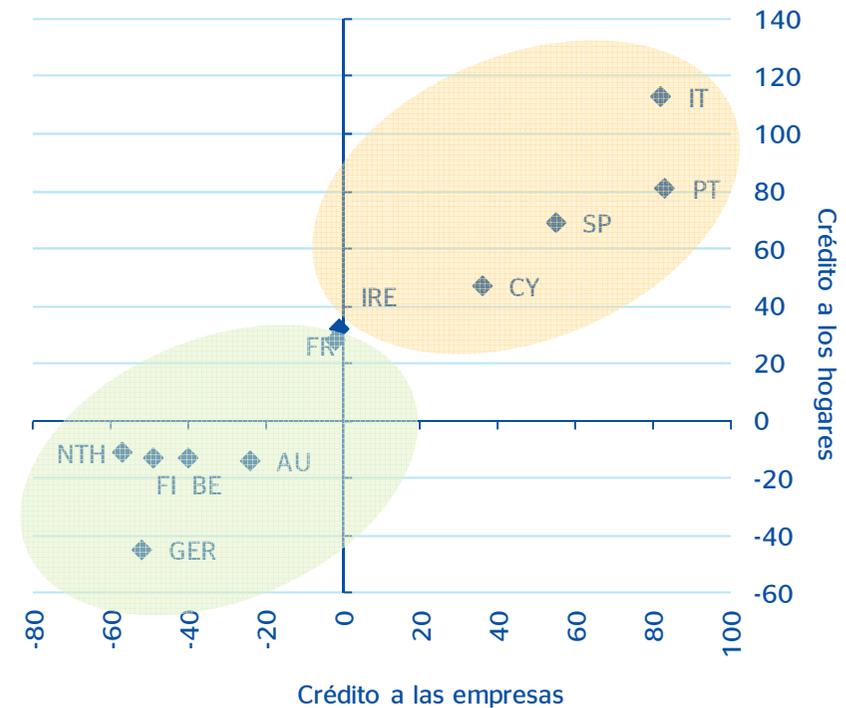


* Components; (i) the cross country coefficient of variation of bank lending rates to corporates and households (average) (ii) the Target 2 balances of surplus (iii) gross liquidity provision by Eurosystem as a share of bank assets and (iv) the interquartile range of Euro area countries' two-year government bond yields. To combine these varied indicators, we calculate a Z-score for each, and then estimate the first principal component of these Z-scores

Eurozona: variación de los tipos de interés en los nuevos préstamos

(en puntos básicos, Diciembre 2010 a Julio 2012)

Fuente: ECB, IMF y BBVA Research



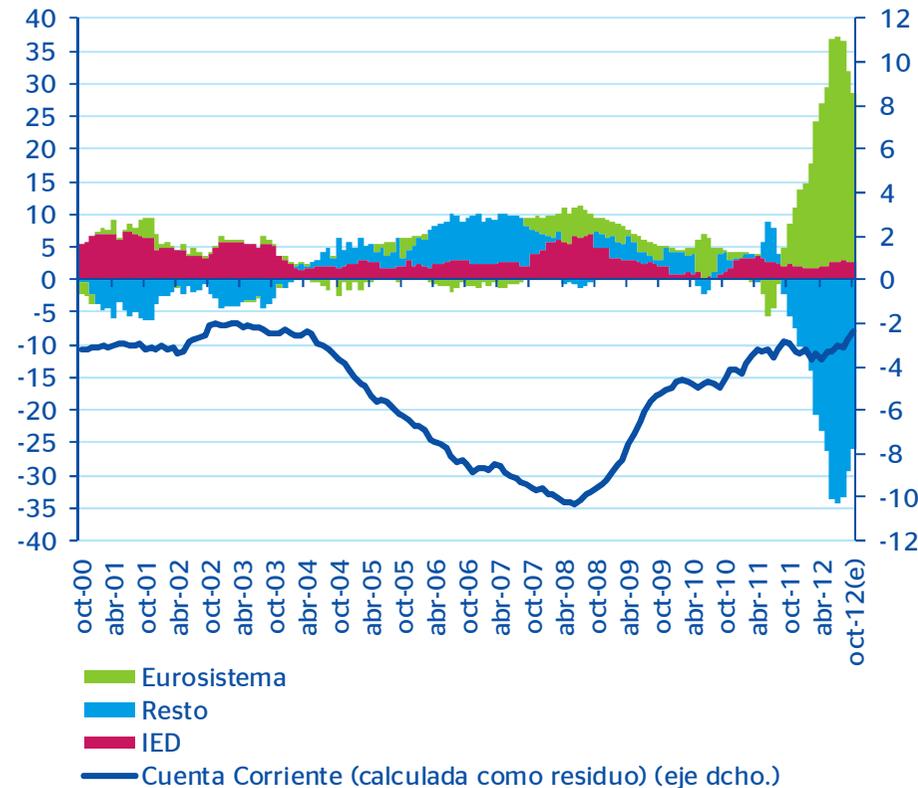
* Not including ongoing merger processes and fiscal credit. With them, €54bn

2. España: elevado endeudamiento y situación por agente económico

Elevados desequilibrios con el resto del mundo,...

España: Balanza de pagos y flujos de capital

(Acumulado a 12 meses, % del PIB)
Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España



Elevadas necesidades de financiación

La cuenta corriente muestra la necesidad de financiación con el resto del mundo, consecuencia de un proceso de sobreinversión

Consistentes déficits en la cuenta corriente llevaron a un incremento de la deuda con el resto del mundo

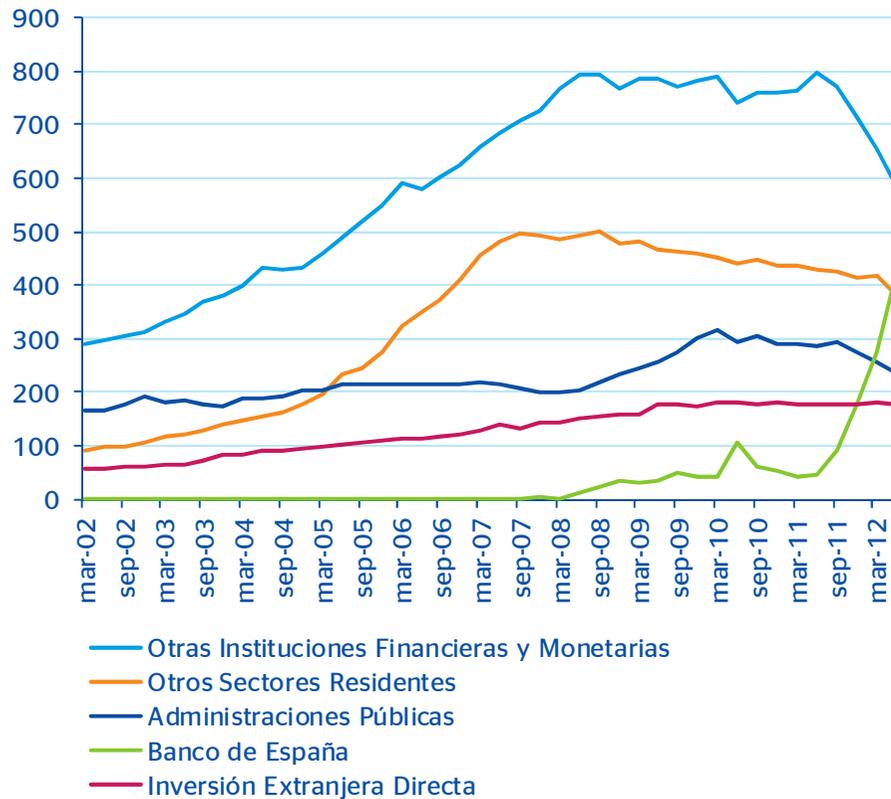
La pérdida de confianza llevó a una salida de capitales que ha tenido que compensarse con apoyo del eurosistema

2. España: elevado endeudamiento y situación por agente económico

..., han llevado a un incremento de la deuda externa

Deuda externa (miles de mn de euros)

Fuente: BBVA Research a partir de BCE y Banco de España



Necesario desapalancamiento frente al exterior

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

Los procesos de desapalancamiento suelen ser largos (entre 5 y 10 años)

Aunque el proceso de desapalancamiento parece haber comenzado en el sector privado, el sector público continúa acumulando deuda

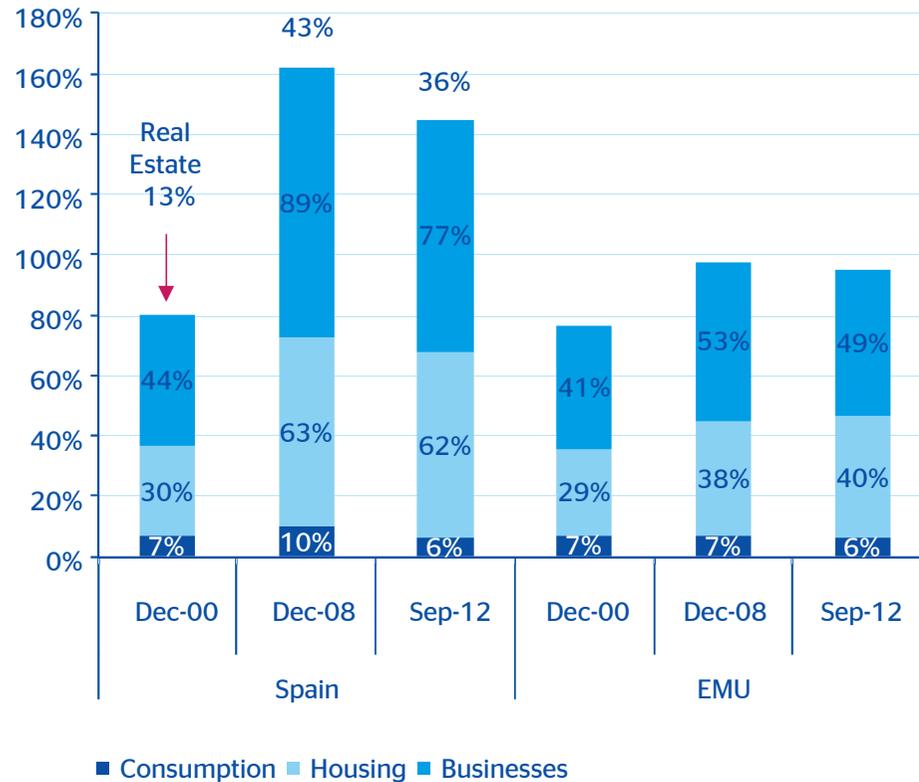
2. España: elevado endeudamiento y situación por agente económico

Esta deuda fue en un principio adquirida por el sector privado,...

Crédito al sector privado

(% PIB)

Fuente BBVA Research en base a Banco de España y BCE



Endeudamiento del sector privado

El aumento en la deuda privada ha dejado el nivel considerablemente por encima del promedio UEM

La mayor parte del incremento en el endeudamiento se realizó en el sector de la construcción

El resto de empresas parecen tener niveles de endeudamiento relativamente similares al resto de la UEM

La reducción del crédito bancario ha comenzado, pero que aún se está lejos de niveles sostenibles, y el proceso puede ser lento

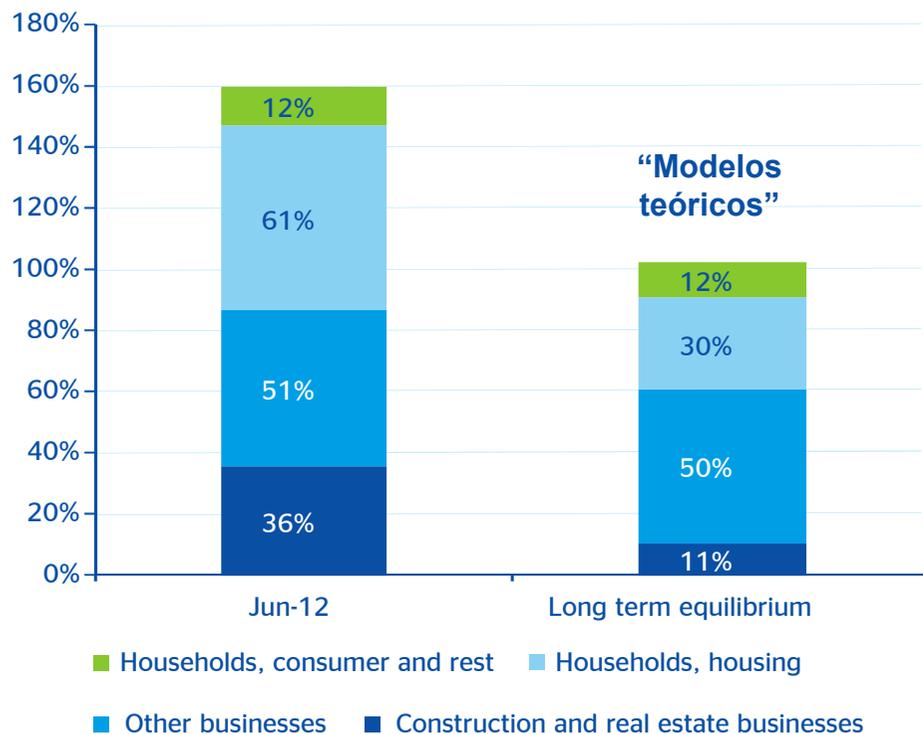
2. España: elevado endeudamiento y situación por agente económico

Esta deuda fue en un principio adquirida por el sector privado,...

Crédito al sector privado

(% PIB)

Fuente: BBVA Research en base a Banco de España



Convergencia a un nivel sostenible

De acuerdo a modelos de demanda evaluados en el largo plazo, el crédito como porcentaje del PIB debería ser cercano al 110%

Completar esta convergencia podría durar entre 5 y 10 años,...

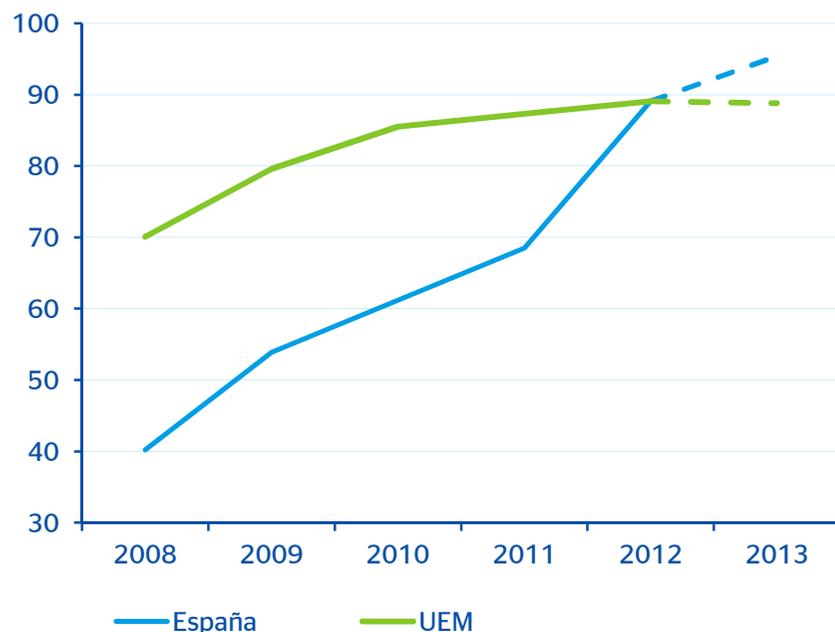
..., dependiendo de la liquidez disponible, las restricciones de la UE sobre entidades intervenidas, presiones de demanda, etc.

2. España: elevado endeudamiento y situación por agente económico

..., aunque a raíz de la crisis el sector público ha incrementado también su endeudamiento.

Deuda pública (% del PIB)

Fuente: BBVA Research y Minhap



Aunque la deuda pública era relativamente baja, había también una “burbuja” provocada por elevados ingresos impositivos inmobiliarios

Los elevados desequilibrios por políticas fiscales contracíclicas y caída estructural de los ingresos, han elevado la deuda

Durante 2013 se sobrepasará el nivel de endeudamiento promedio de la UEM

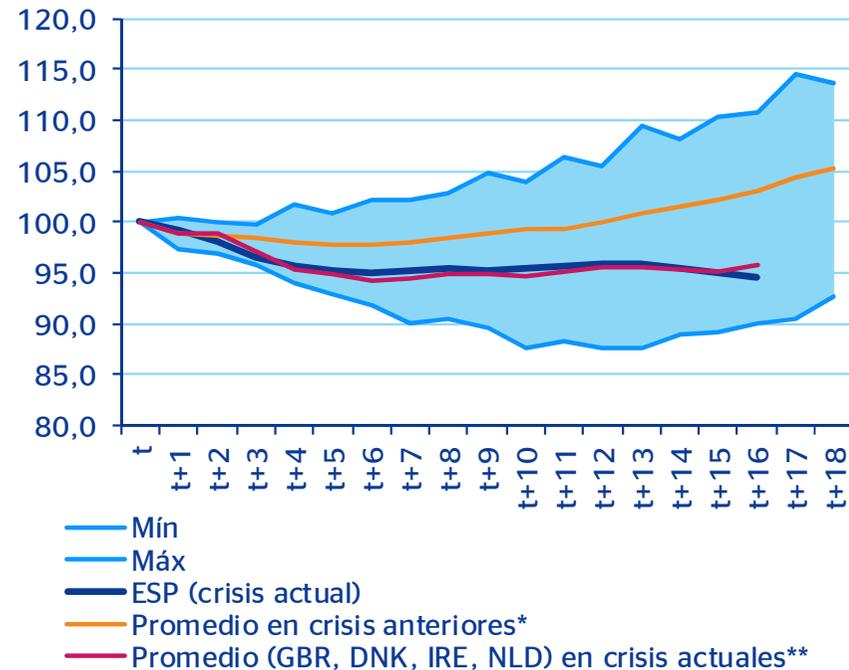
Este nivel de deuda pública es sostenible bajo supuestos no extremos de crecimiento y coste de financiación

3. Procesos de desapalancamiento y perspectivas para España

El endeudamiento ha tenido y continúa teniendo un efecto sobre el crecimiento

Evolución del PIB en términos reales durante periodos de crisis inmobiliarias (t=100)

Fuente: BBVA Research a partir de Haver



Nota: t es el periodo en el que el precio alcanzó su máximo

* Hace referencia a las crisis inmobiliarias de la muestra ya concluidas

** Hace referencia a las crisis inmobiliarias de la muestra aún vigentes

La economía española se encuentra corrigiendo los desequilibrios acumulados

El mayor de dichos desequilibrios es el que se observa en el sector inmobiliario

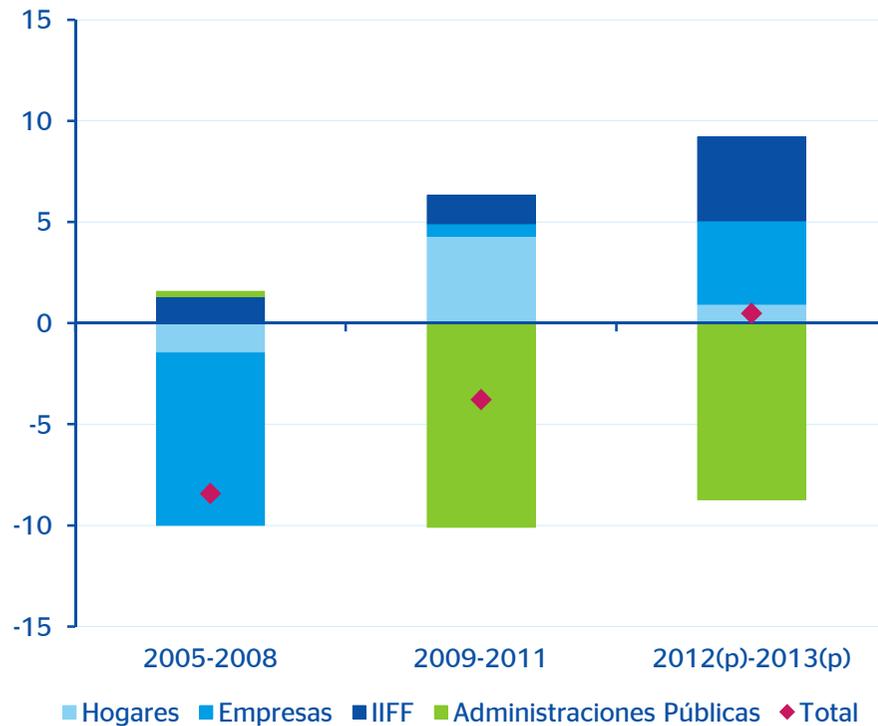
La caída de la actividad en España (y en otros países europeos) parece haber sido mayor y la recuperación más lenta que en otras ocasiones

3. Procesos de desapalancamiento y perspectivas para España

Soluciones: El sector privado ya se está desapalancando

España: necesidades de financiación (% PIB)

Fuente: BBVA Research a partir de Bde



El sector privado se está desapalancando

Las necesidades de financiación de la economía española se han reducido significativamente

El sector privado acumula ya 3 años de reducción neta del endeudamiento con el resto del mundo

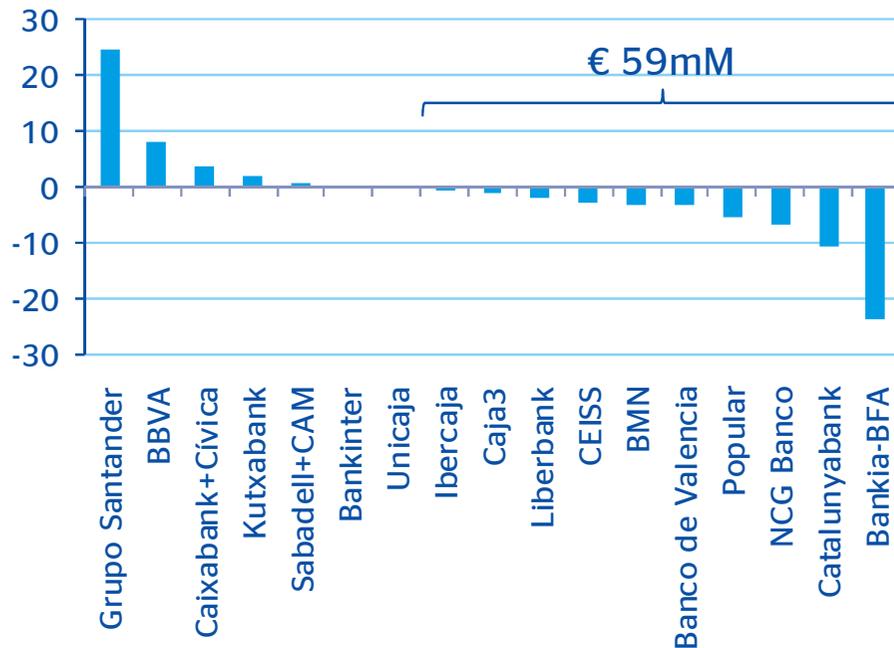
Este comportamiento está en línea con lo observado en el promedio de la UEM

3. Procesos de desapalancamiento y perspectivas para España

Soluciones: La reestructuración del sector financiero

Necesidades de capital de las entidades financieras en el escenario adverso* (mM€)

Fuente: Banco de España



* No incluye fusiones en marcha ni el crédito fiscal (con él €54mM)

Se ha completado un paso más de la reestructuración bancaria

Planes de recapitalización: 40 mil millones de euros en inyecciones previstas de capital público

Las entidades ya han hecho “quitas” de deuda privada: Las provisiones acumuladas (específica+genérica) han pasado de 45bn € en 2008 a 112bn € en sep-12

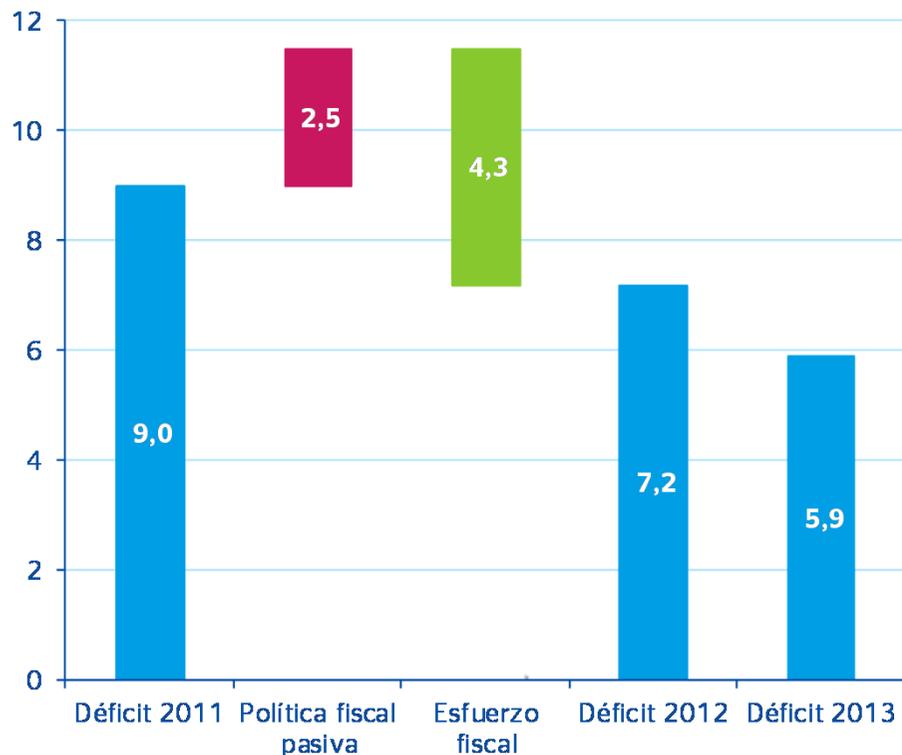
Proceso de transferencia de activos a la Sareb, con descuentos para atraer capital privado y no consolidar como deuda pública

3. Procesos de desapalancamiento y perspectivas para España

Soluciones: El sector público comienza a estabilizar su deuda

AA.PP.: descomposición del déficit público excluidas las ayudas al sector financiero (% PIB)

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP



La consolidación fiscal está funcionando: el esfuerzo fiscal en 2012 será superior a 4pp del PIB

El deterioro económico necesariamente retrasa la consecución del objetivo nominal ...

... aunque al ritmo actual y con rigor en el ajuste fiscal se alcanzaría el equilibrio estructural en 2014

Con todo, quedan importantes reformas por acometer, que incrementen la eficiencia de las AA.PP.

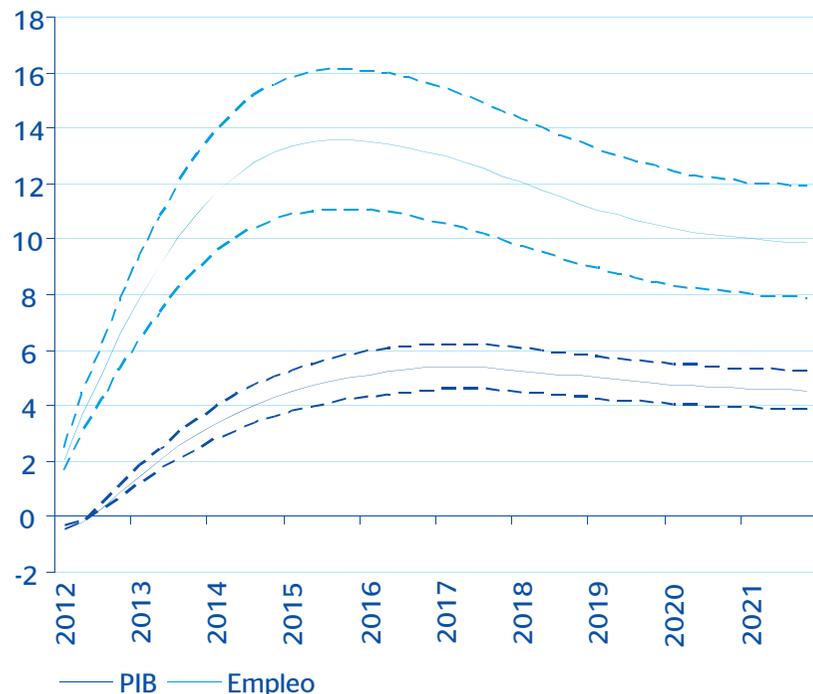
3. Procesos de desapalancamiento y perspectivas para España

Soluciones: La manera menos traumática, con crecimiento

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, el reto es reducir la elevada tasa de desempleo

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

3. Procesos de desapalancamiento y perspectivas para España

Soluciones: La manera menos traumática, con crecimiento

¿Qué ha hecho el gobierno en términos de reformas

Reducir el riesgo de implementación de política fiscal	Ley de Estabilidad Presupuestaria, objetivos de déficit estructural
Reducir el riesgo de medio plazo de las finanzas públicas	Reforma del sistema de pensiones que incrementa la edad de retiro y el número de años para calcular la pensión. Copago en gasto en medicinas y procedimientos judiciales
Mercado Laboral	Reducción de los costes de despido injustificado (hasta 33 días por año trabajado desde 45), clarificación de causas económicas del despido (20 días), prioriza acuerdos de empresa
Reestructuración del sector financiero	Un plan muy completo, con un calendario claro, fondos más que suficientes y un proceso con respaldo internacional
Mejora de la regulación	Reducción de trámites (abrir un negocio)

3. Procesos de desapalancamiento y perspectivas para España

Soluciones:

La manera menos traumática, con crecimiento

¿Qué falta por hacer?

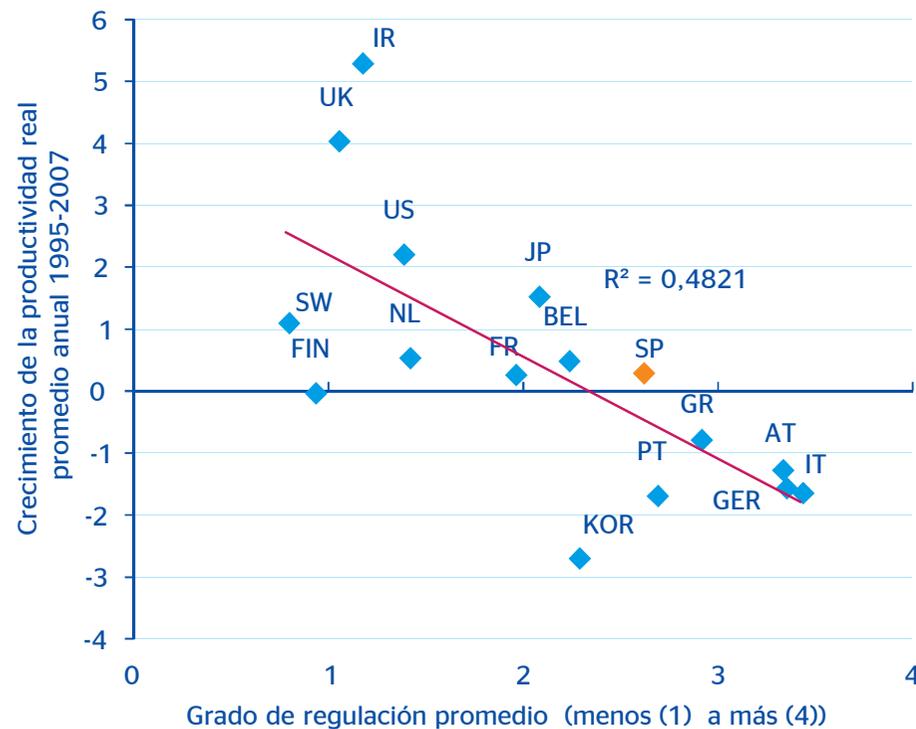
Reducir el riesgo de implementación de la política fiscal	Implementación agresiva de la Ley de Estabilidad Presupuestaria
Reducción del riesgo de medio plazo de las finanzas públicas	Agencia Presupuestaria Independiente. Reforma adicional del sistema de pensiones (adelantar factor de sostenibilidad, promover el retraso en la jubilación), y de la sanidad
Mejorar la competitividad	Política de precios más eficiente en la energía, liberalización de servicios profesionales, barreras a la libre empresa
Mercado laboral y capital humano	Mejora de las políticas activas y pasivas de empleo, contrato único, reforma educativa
Mejora regulación	Mejora de los derechos de propiedad de los que alquilan, baja de los costes de operación de las empresas (unidad de mercado)
Crecimiento de las pequeñas empresas	Fuentes alternativas de financiación, dejar de penalizar el tamaño

3. Procesos de desapalancamiento y perspectivas para España

Soluciones: La manera menos traumática, con crecimiento

Regulación y crecimiento de la productividad en el sector de servicios empresariales

Fuente: BBVA Research partir de EUKLEMS y OCDE



El ámbito de actuación en el sector servicios es clave

La mejora en el marco regulatorio y la mayor profesionalización de los servicios empresariales no sólo favorecería la productividad del sector ...

... sino las exportaciones de servicios en su conjunto, con importantes efectos externos ...

... e internos en términos de creación de empleo

3. Procesos de desapalancamiento y perspectivas para España

Soluciones: ¿Qué sectores liderarán el crecimiento?

Se destaca el buen comportamiento de un variado conjunto de sectores, con ratios de rentabilidades y endeudamiento comparables a la media europea

Servicios Promedio 2000-2010	Rentabilidad		Endeudamiento		Peso en VAB
	España	Europa	España	Europa	España
Telecomunicaciones**	21,4	15,2	61,3	52,4	1,9
Almacenamiento y actividades anexas al transporte	14,4	8,8	36,5	54,8	1,4
Suministro de energía eléctrica, gas, vapor	12,4	8,9	52,7	45,6	2,0
Servicios técnicos de arquitectura e ingeniería	8,8	5,9	54,1	60,1	1,4
Actividades jurídicas y de contabilidad*	8,3	9,2	49,8	49,8	1,0
Publicidad y marketing	5,3	4,3	64,7	64,5	0,5
Otras actividades profesionales, científicas y técnicas*	5,1	6,0	55,8	69,7	0,3
Programación, consultoría informática	5,0	5,1	61,1	53,3	1,0
Servicios de información*	4,3	4,9	56,5	54,8	0,2
Comercio al por menor, excl. vehículos motor	3,5	2,6	61,9	64,8	5,1
Comercio al por mayor, excl. vehículos motor	3,0	2,7	63,5	63,9	5,0
Agencias de viaje y tour operadores	1,7	2,1	72,5	68,0	0,3
Total					20,1

Notas: La rentabilidad se calcula como beneficio neto sobre facturación neta; el endeudamiento se calcula como deuda total sobre total de activos; Europa abarca Alemania, Italia, Francia, Bélgica y Portugal; *Media europea sin Alemania; ** Media europea sin Francia. Los datos de VAB corresponden a 2008.

Se han seleccionado aquellos sectores con una variación de la rentabilidad promedio entre el período 2000-2007 y el período 2008-2010 superior a la mediana de la variación de rentabilidades. Las cifras en naranja reflejan los sectores con mayor rentabilidad y menor endeudamiento que el promedio europeo.

Fuentes: BBVA Research a partir de BACH e INE.

3. Procesos de desapalancamiento y perspectivas para España

Soluciones: ¿Qué sectores liderarán el crecimiento?

Se destaca el buen comportamiento de un variado conjunto de sectores, con ratios de rentabilidades y endeudamiento comparables a la media europea.

Bienes exportables	Promedio 2000-2010	Rentabilidad		Endeudamiento		Peso en VAB	Peso en exportaciones
		España	Europa	España	Europa	España	España
	Industria farmacéutica	9,4	10,9	47,3	44,4	0,5	3,1
	Elaboración de bebidas	8,7	7,4	47,9	55,2	0,7	0,9
	Maquinaria y equipo	7,0	5,6	56,4	53,4	0,8	3,9
	Productos de caucho y plásticos	6,3	5,1	54,2	57,1	0,6	2,1
	Industria del papel	6,1	5,2	47,3	51,8	0,3	1,3
	Fabricación de material y equipo eléctrico	5,9	5,2	59,1	54,2	0,5	3,0
	Reparación maquinaria y equipo	5,2	3,6	59,1	60,8	0,4	
	Industria de la alimentación	4,9	3,7	57,5	56,7	1,5	5,3
	Fabricación de productos metálicos	4,7	4,5	59,8	59,2	1,6	2,1
	Otras manufacturas	4,6	5,6	57,0	54,5	0,3	0,7
	Industria química	3,7	4,2	56,0	49,3	0,9	5,6
	Coquerías y refino de petróleo	3,6	2,8	57,8	59,5	0,1	3,1
	Industria de la confección	3,4	4,3	61,3	54,2	0,3	2,0
	Industria del cuero y del calzado*	3,1	4,5	63,8	57,9	0,2	1,0
	Fabricación de otro material de transporte*	0,7	2,5	82,5	66,8	0,4	2,0
Total						9,2	36,0

Notas: La rentabilidad se calcula como beneficio neto sobre facturación neta; el endeudamiento se calcula como deuda total sobre el total de activos; Europa abarca a Alemania, Italia, Francia, Bélgica y Portugal; *Media europea sin Alemania; ** Media europea sin Francia. Los datos de VAB corresponden a 2008. El criterio de selección de sectores atiende a la variación de la rentabilidad promedio entre el período 2000-2007 y el período 2008-2010 y al comportamiento exportador. Las cifras en naranja reflejan los sectores con mayor rentabilidad y menor endeudamiento que el promedio europeo.

Mensajes principales

- 1 Dadas las limitaciones en el diseño de las instituciones, la heterogeneidad de los desequilibrios fiscales y las condiciones del sistema bancario en la UEM, se ha dado una **renacionalización de los flujos de capital**, exacerbada por temores de un rompimiento del euro
- 2 El elevado nivel de endeudamiento en la economía española **condiciona el nivel de crecimiento en el corto plazo. El desapalancamiento** interno y externo **es fundamental** para lograr una recuperación fuerte y sostenida de la economía
- 3 El sector privado está avanzando en el **ajuste del gasto y la acumulación de activos financieros**, mientras que las **medidas** de consolidación fiscal comienzan a **dar resultados** en el sector público
- 4 Más allá de los esfuerzos de reducción de gasto, la forma más eficiente y menos traumática para reducir la deuda es a través de un **incremento del ingreso. Un Plan Nacional de Reformas puede suponer un paso en la dirección correcta**

El desapalancamiento de la economía española

Jorge Sicilia

ESADE

Madrid, 27 de noviembre de 2012