

Escenario Económico

# Claves de la economía mundial con foco en Europa

Jorge Sicilia

CARI

Buenos Aires, 1 de marzo de 2016



# Principales mensajes

---

**El crecimiento mundial es bajo**, cercano al 3%, **vulnerable a riesgos a la baja** centrados más en economías emergentes y con importantes **desafíos en el medio plazo** para escapar de la debilidad actual

---

**Tras la crisis aparecen nuevos riesgos en Europa**, como una mala gestión de la crisis de refugiados, el riesgo de *Brexit* o el peligro de reversión de reformas; todo esto sin la Unión Bancaria terminada

---

**Europa se enfrenta además a retos a largo plazo**: mayor integración, aumento de la productividad, declive demográfico

# Índice

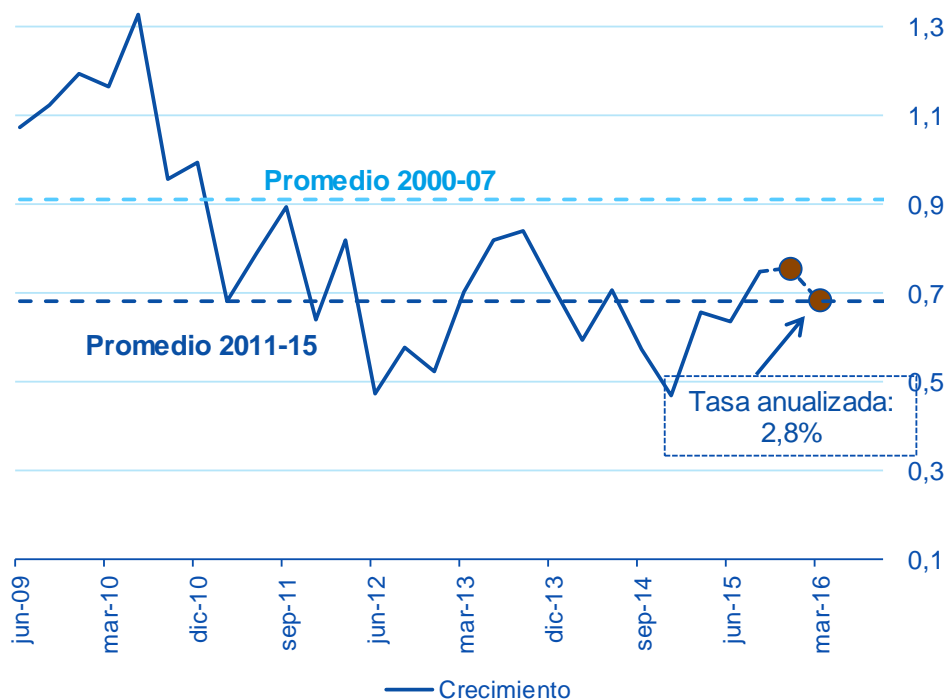
Escenario Global: un crecimiento bajo, más vulnerable a los riesgos y con desafíos a medio plazo

Un repaso a la crisis en la eurozona

Retos pendientes en Europa: crecimiento, integración

# El crecimiento global se frena al comienzo de 2016

**Crecimiento trimestral del PIB Mundial, % t/t**  
 Previsiones del 4T15 y 1T16 a partir de BBVA-GAIN  
 Fuente: BBVA Research

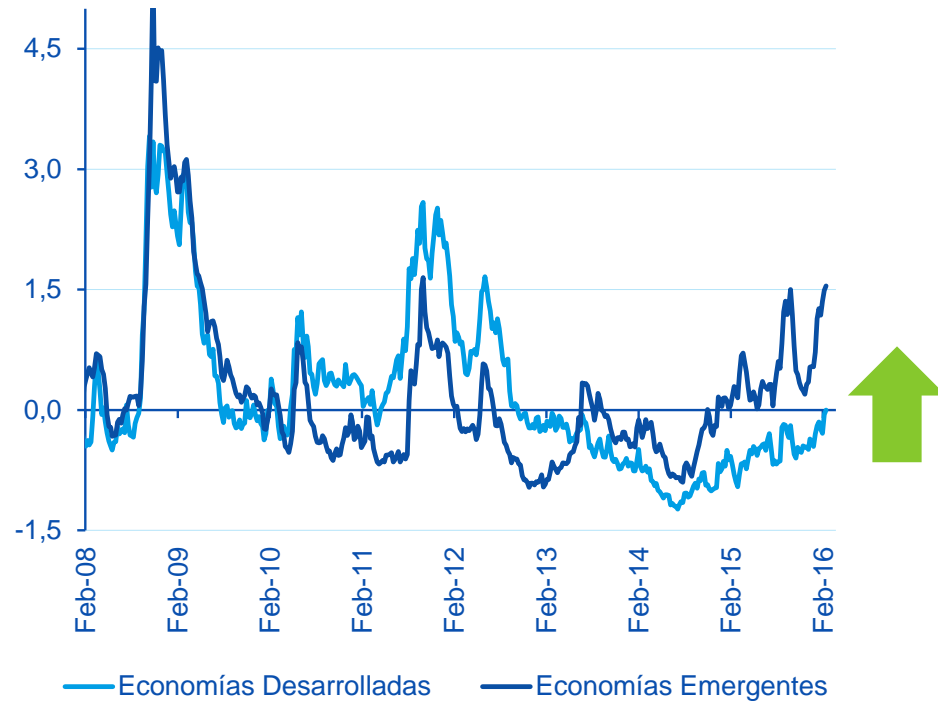


El crecimiento mundial se modera empujado por una menor actividad manufacturera y la volatilidad en los mercados financieros, cuyos efectos se sentirán con más fuerza en los próximos meses ...

# El crecimiento global se frena al comienzo de 2016

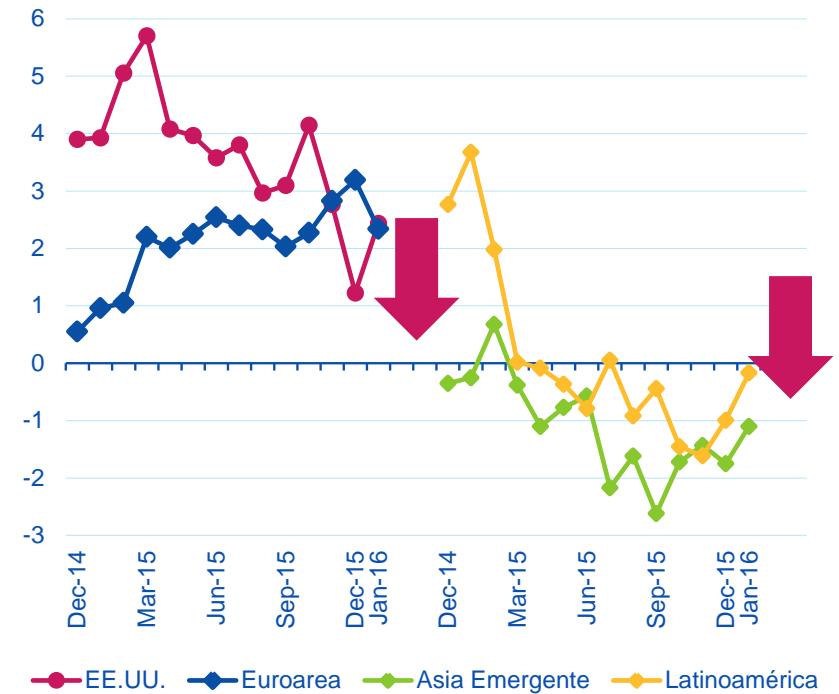
## Índice de tensiones financieras BBVA Research (Índice Normalizado)

Fuente: BBVA Research

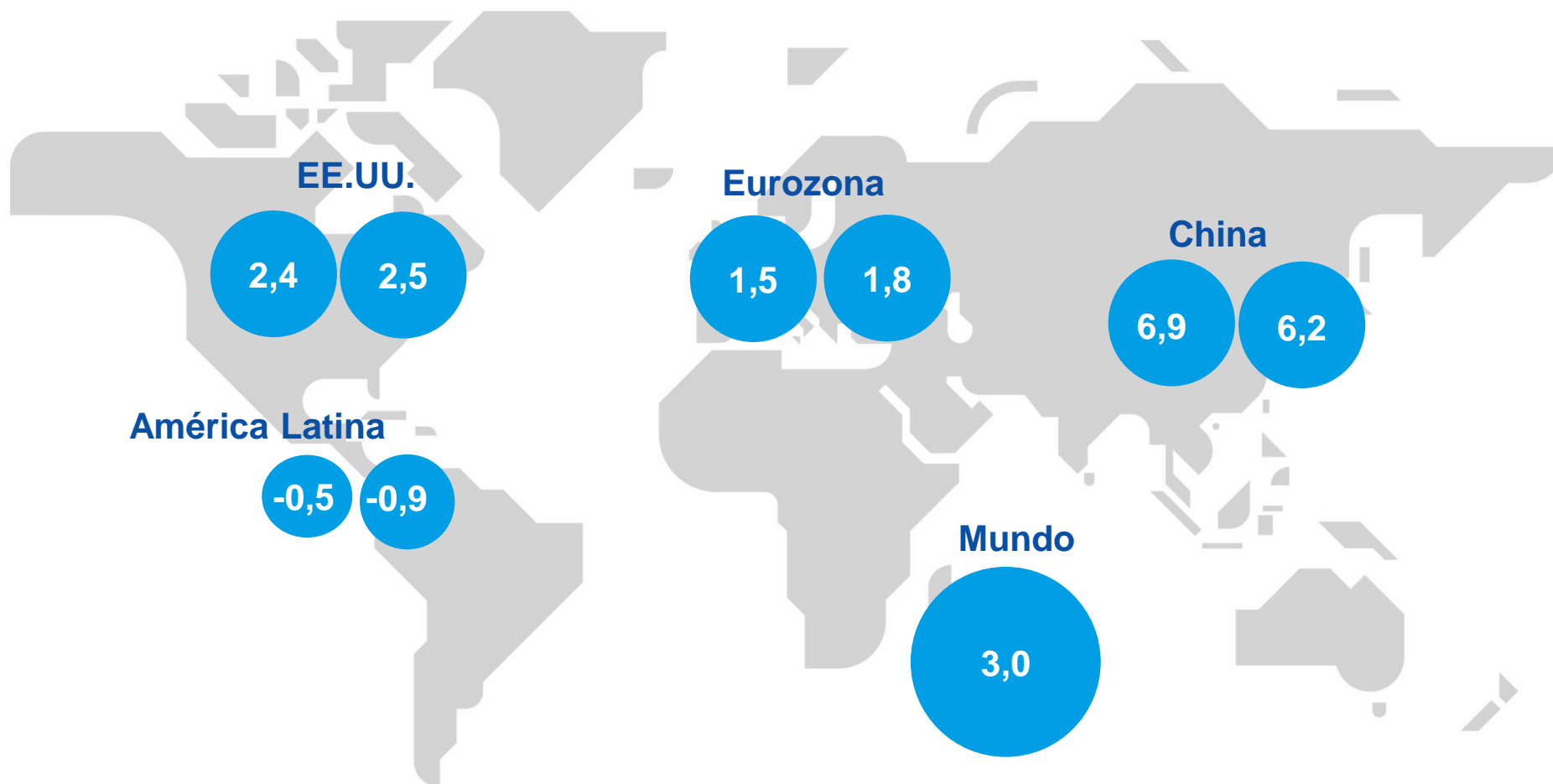


## Actividad manufacturera, confianza (valores positivos: aumento de la actividad)

Fuente: Markit y BBVA Research



# Perspectivas globales 2015-16: Débiles y con riesgos a la baja



# Retos de la economía mundial

---

**El precio del petróleo**, ¿hacia dónde va?

---

**Los flujos de capital**, ¿continuará la salida desde mercados emergentes?

---

**China**, ¿aterrizaje suave del crecimiento y éxito de las reformas?

---

**EE.UU.**, ¿freno en 2016 de un crecimiento apoyado en el consumo y el empleo?

---

**Riesgos geopolíticos**, ¿van a remitir o se van a recrudecer?

---

**¿Qué están descontando los mercados?** Los riesgos

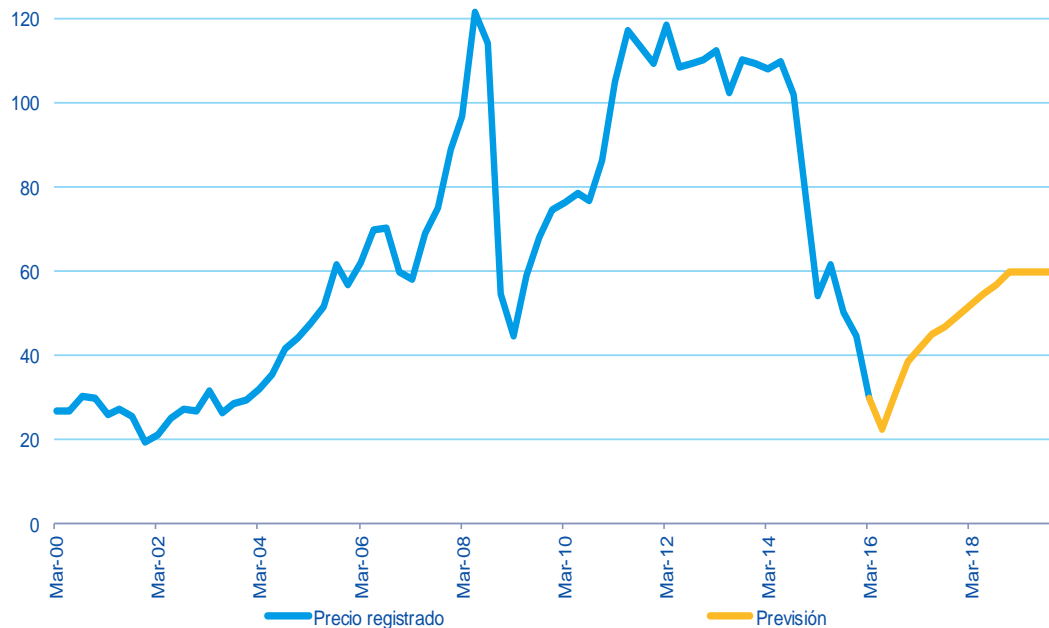
---

**Crecimiento anémico**, no basta con la política monetaria ni con la fiscal

# El precio del petróleo, ¿hacia dónde va?

## Precios del petróleo (Brent, USD/bbl)

Fuente: Haver y BBVA Research




---

**Resistencia de la oferta a los precios bajos**

**Ajuste** de la demanda

**Elevada** incertidumbre sobre las expectativas de actividad global

---

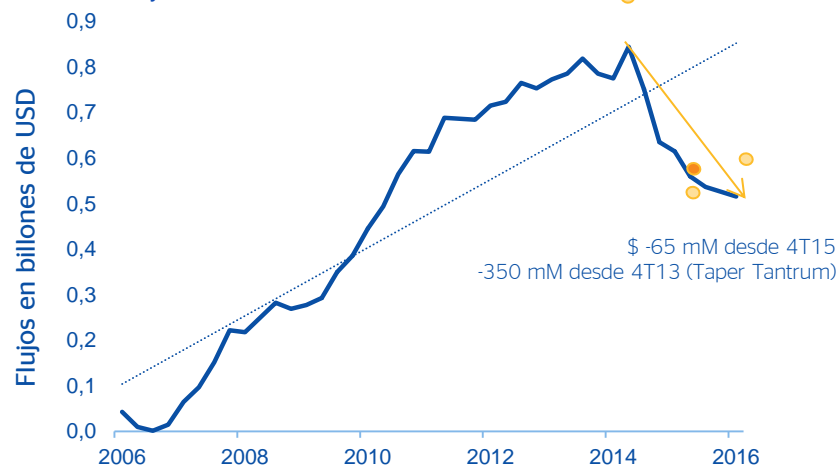
**Perspectivas de subida de precios** con el freno de la producción No-OPEP por el impacto de los mayores costes financieros



# Los flujos de capital, ¿seguirá la salida desde mercados emergentes?

## Flujos de capital de cartera a EM

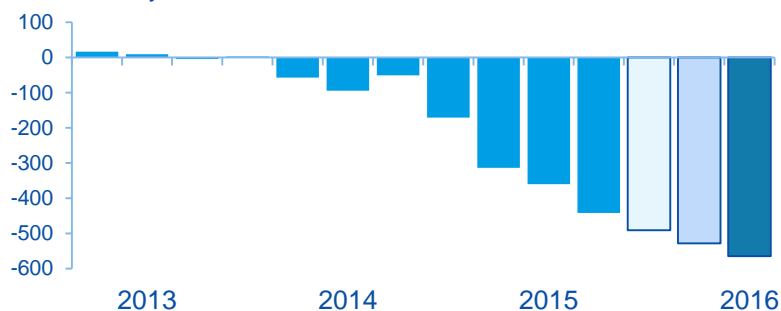
Fuente: FMI y BBVA Research



**Salida de flujos de capital de cartera desde mercados emergentes en el 4T15 de 65 mil millones de USD, 350 en total desde el “taper tantrum” de 2013**

## Desviación de la tendencia de largo plazo (%)

Fuente: FMI y BBVA Research

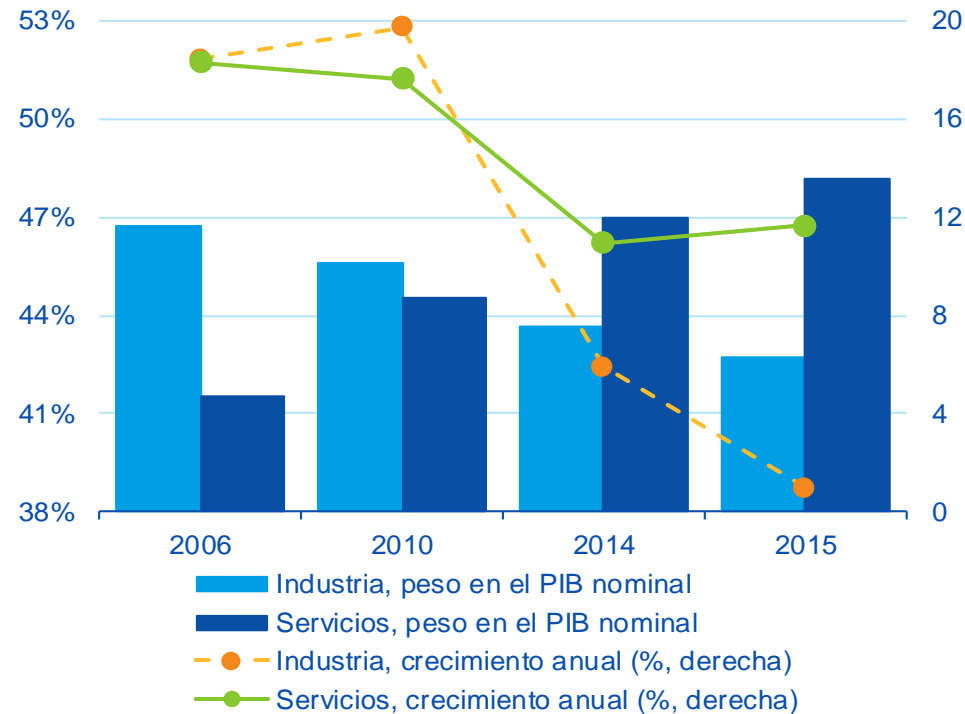


**Las tensiones financieras por las dudas sobre la economía china continúan** con el impacto que se descuenta para países emergentes en un entorno de políticas monetarias con distinto tono entre EE.UU. y Japón & Eurozona

# China, el aterrizaje suave del crecimiento y las reformas son los grandes retos

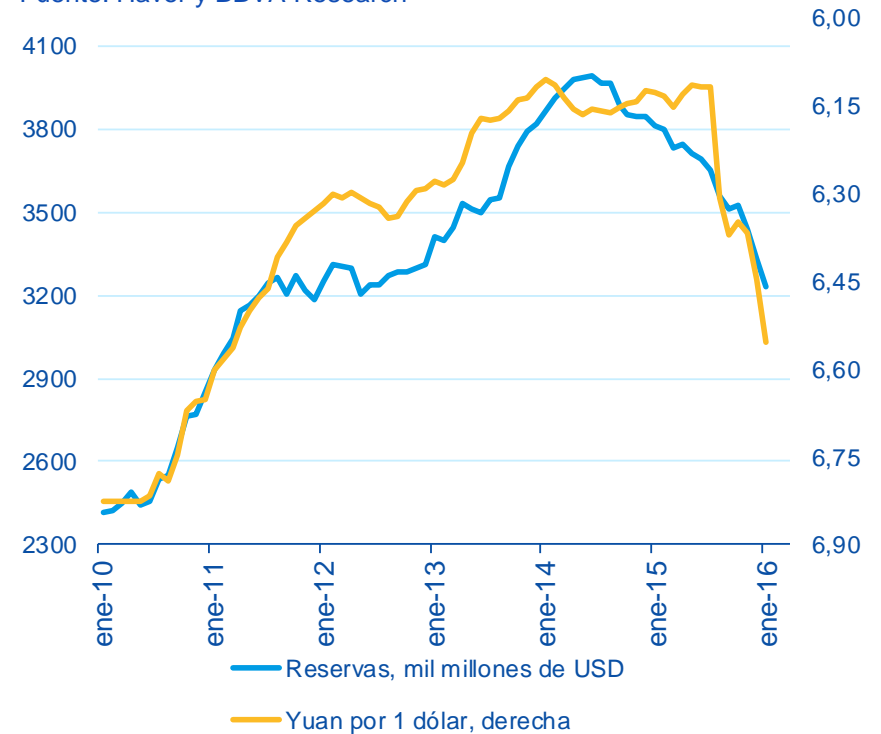
## China, crecimiento y rebalanceo económico (Pesos en el PIB nominal y % a/a)

Fuente: Haver y BBVA Research



## China, reservas y tipo de cambio (Mil millones de dólares y yuan por 1 USD)

Fuente: Haver y BBVA Research

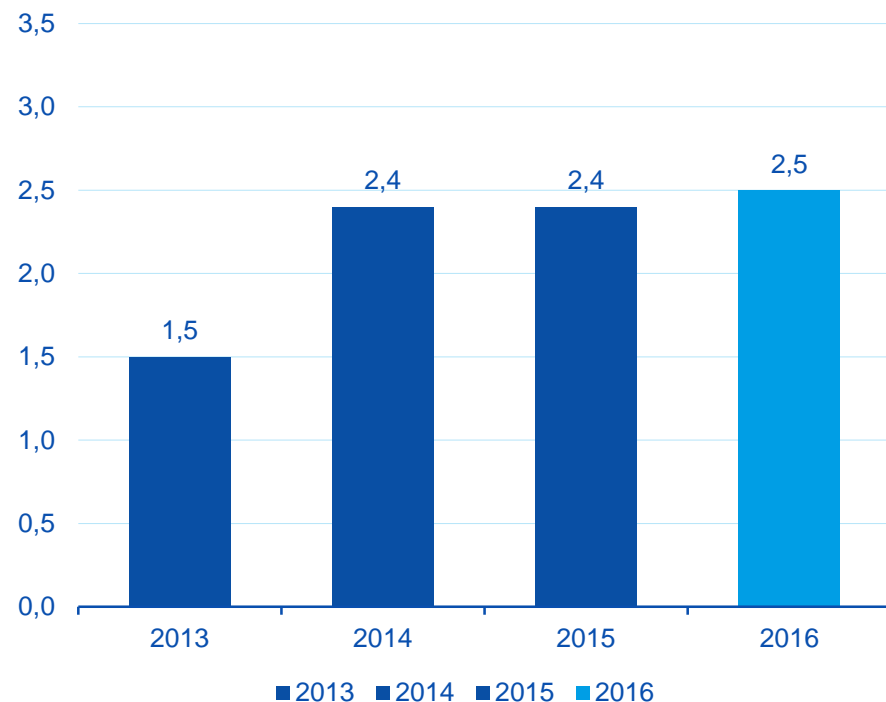


# EE.UU., ¿freno en 2016 de un crecimiento apoyado en el consumo y el empleo?

## EE.UU.: crecimiento económico

(PIB, % a/a)

Fuente: BEA y BBVA Research



### El descenso del precio del petróleo

aumenta la renta disponible, compensando el efecto negativo del dólar más fuerte, de la incertidumbre global - y de los precios del petróleo también - en la inversión y las exportaciones

### El freno en el empleo

al comienzo de 2016 no debe empañar la recuperación cíclica del empleo y la tasa de paro desde la crisis

### Fed, subidas acotadas y pausadas,

de acuerdo a la evolución de los datos económicos. Se esperan dos subidas en 2016, pero podrían ser menos

# Riesgos geopolíticos: Altos, especialmente alrededor de Europa

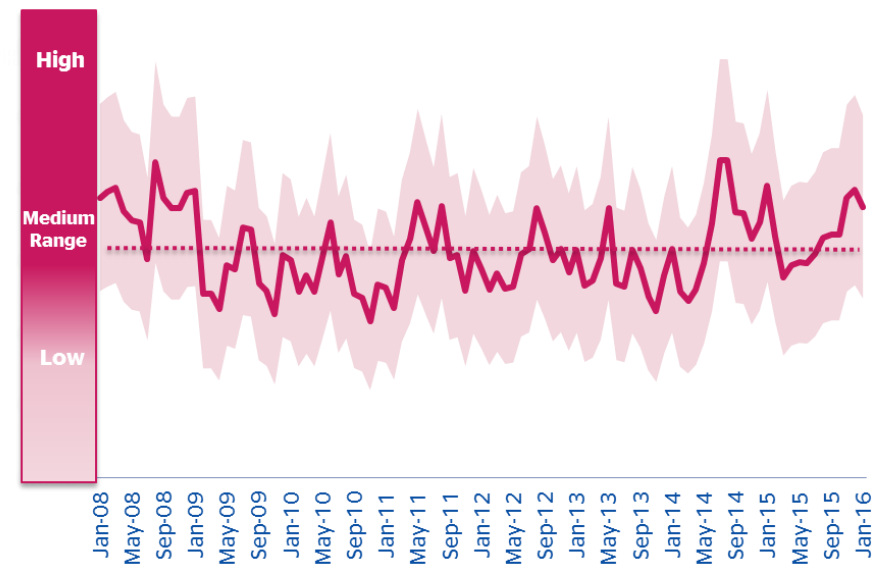
**Índice de intensidad de conflictos** (Número de eventos relacionados con conflictos sobre el total de eventos en cada país)

Fuente: [www.gdelt.org](http://www.gdelt.org) y BBVA Research



**Índice de intensidad de conflictos mundiales** (Número de conflictos sobre el total de eventos en el mundo)

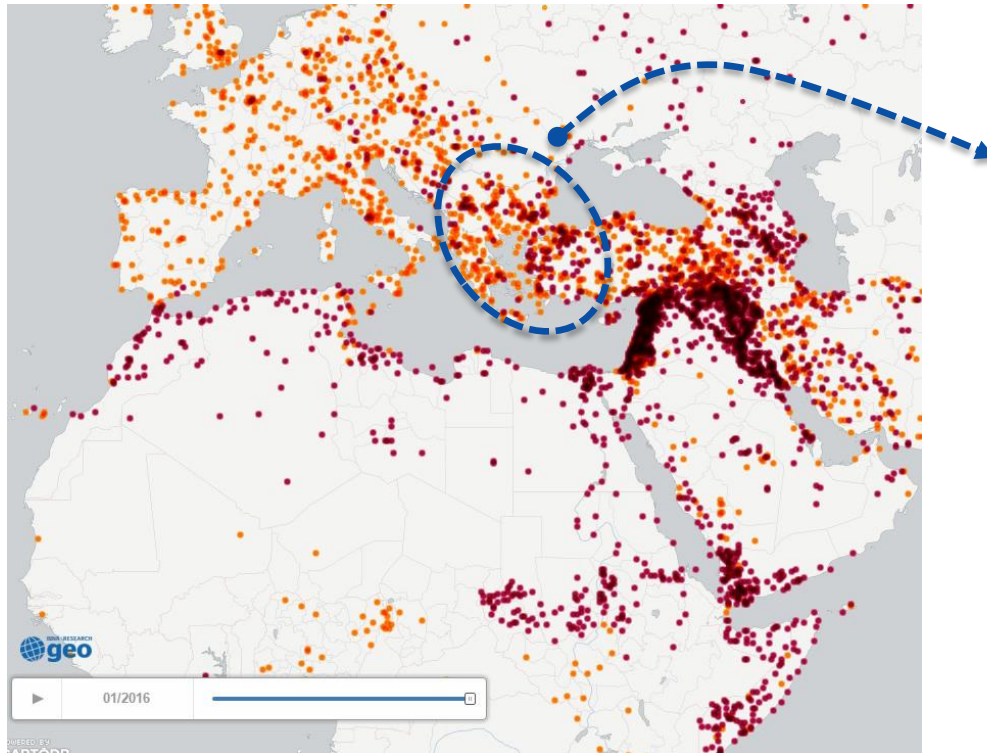
Fuente: [www.gdelt.org](http://www.gdelt.org) y BBVA Research



# Riesgos geopolíticos: Altos, especialmente alrededor de Europa

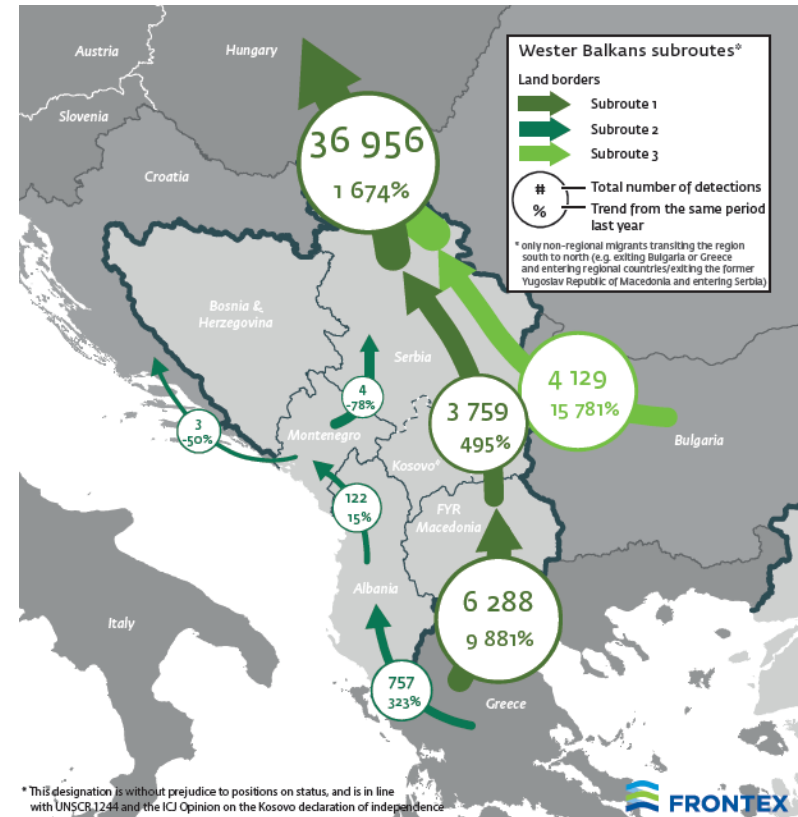
**Mapa BBVA Research de flujos de refugiados 2015-16** (Número de referencias en medios de comunicación sobre el total)

Fuente: [www.gdelt.org](http://www.gdelt.org) y BBVA Research



## Rutas principales a través de los Balcanes

Fuente: Frontex



\* This designation is without prejudice to positions on status, and is in line with UNSCR 1244 and the ICJ Opinion on the Kosovo declaration of independence.

# ¿Qué están descontando los mercados?

¿Es un reajuste ante el ciclo de subidas de la Fed?

**Improbable**, aunque la vuelta a la normalidad de la Fed es el gran cambio de los últimos años

¿Son unas perspectivas de crecimiento más bajas?

**Puede ser** (más ahora) dado el deterioro de los indicadores

¿Una probabilidad relevante de eventos de riesgo?

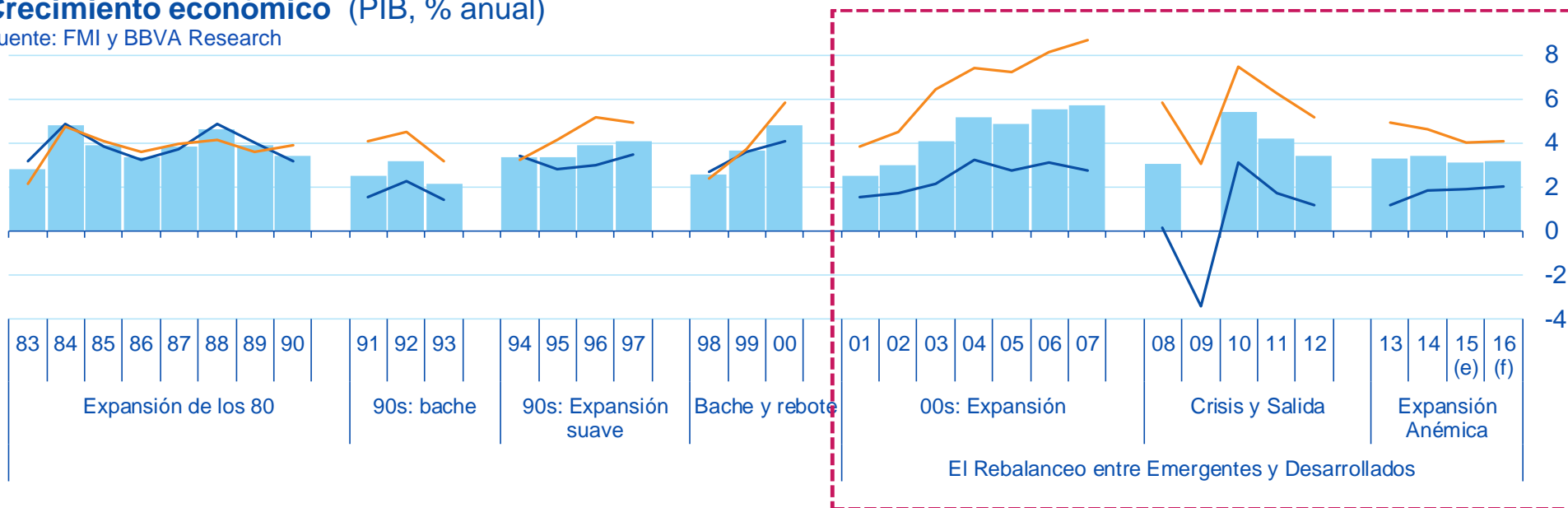
**Probablemente** dadas las incertidumbres sobre China y unos precios del petróleo persistentemente bajos, que elevan los riesgos dadas las vulnerabilidades existentes, por ejemplo en deuda corporativa. ¡Cuidado con los bancos!

**Si el deterioro de los mercados es persistente sus expectativas pueden auto cumplirse**

# Crecimiento anémico, no basta con la política monetaria ni con la fiscal

## Crecimiento económico (PIB, % anual)

Fuente: FMI y BBVA Research



Fuente: BBVA Research

■ Mundo — Economías Desarrolladas — Economías Emergentes y en Desarrollo

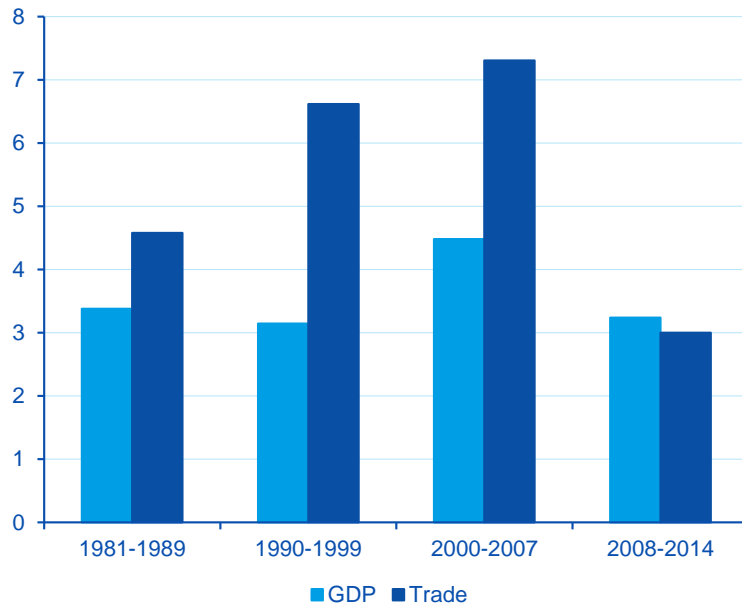
| PIB, % a/a           | 80s: expansión | 90s: bache | 90s: expansión suave | Bache y rebote | 00s: expansión | Crisis y Salida | Expansión anémica |
|----------------------|----------------|------------|----------------------|----------------|----------------|-----------------|-------------------|
| <b>Mundo</b>         | 3,8            | 2,6        | 3,7                  | 3,7            | 4,4            | 3,2             | 3,3               |
| <b>Desarrolladas</b> | 3,9            | 1,7        | 3,2                  | 3,5            | 2,4            | 0,5             | 1,7               |
| <b>Emergentes</b>    | 3,8            | 3,9        | 4,4                  | 4,0            | 6,6            | 5,5             | 4,4               |

Fuente: BBVA Research, FMI

# Crecimiento anémico, no basta con la política monetaria ni con la fiscal

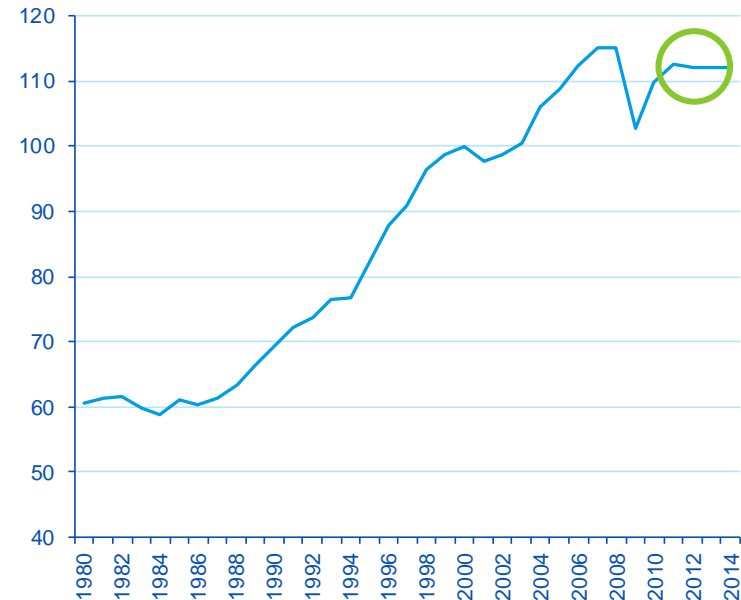
## Comercio y crecimiento económico (crecimiento promedio anual en cada periodo, %)

Fuente: FMI y BBVA Research



## Comercio mundial Ratio (X+M)/PIB, bienes y servicios, volumen (1992=100)

Fuente: FMI y BBVA Research



Cambio tecnológico, innovación, reformas y la entrada de China explican el dinamismo del comercio mundial desde los 90's hasta 2007

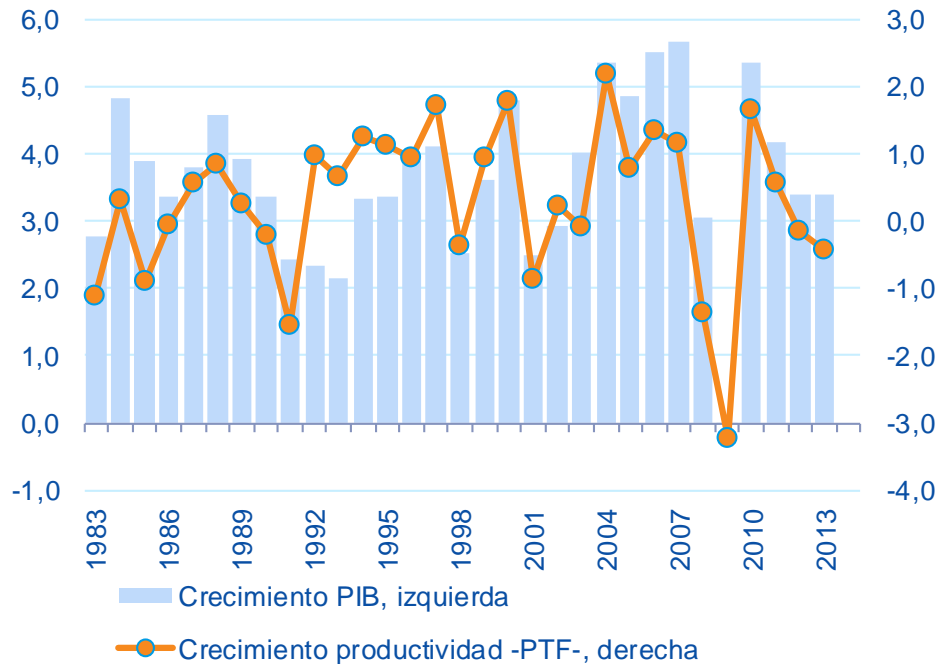
El freno del comercio desde mediados de la década pasada es preocupante en la medida que resulta del aumento de las barreras comerciales, mayor en tiempos de crisis



# Crecimiento anémico, no basta con la política monetaria ni con la fiscal

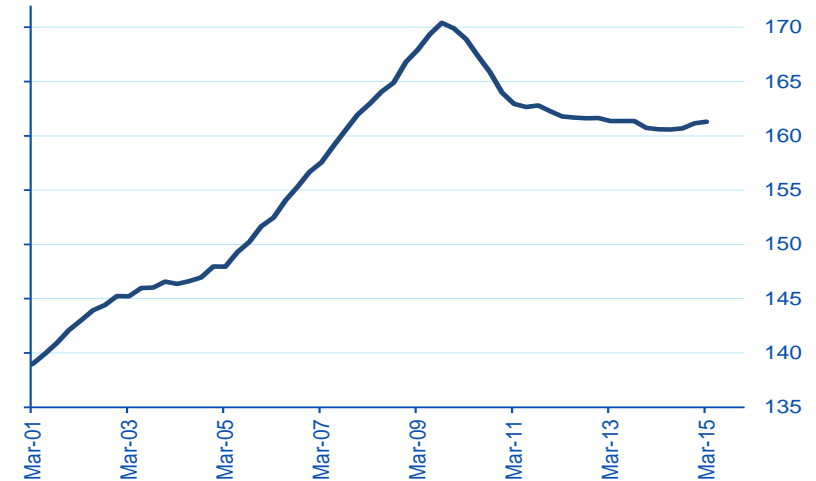
## Crecimiento económico y de la productividad mundiales (%)

Fuente: Banco Mundial y BBVA Research



## Deuda del sector privado no financiero en economías desarrolladas (% PIB)

Fuente: BIS y BBVA Research



| Debt as % GDP | Pre-crisis average (2000-08) | Peak       | Now        |
|---------------|------------------------------|------------|------------|
| <b>Total</b>  | <b>149</b>                   | <b>170</b> | <b>161</b> |
| Households    | 70                           | 81         | 74         |
| Non Fin Corp  | 79                           | 90         | 87         |

Source: BIS, BBVA Research

# Índice

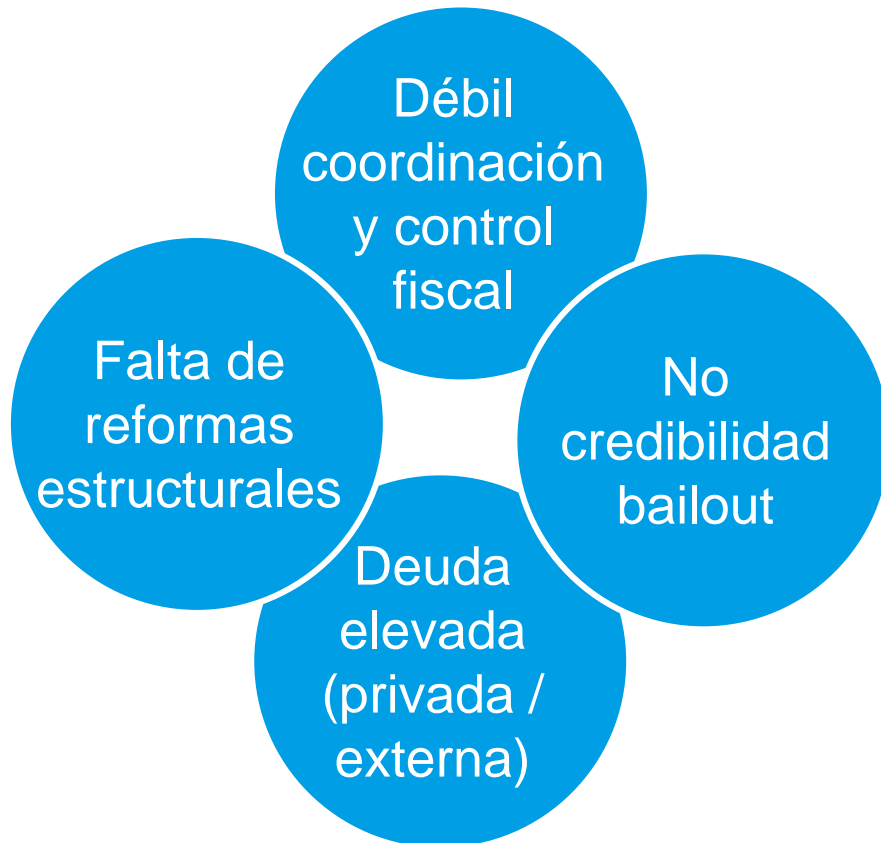
Escenario Global: un crecimiento bajo, más vulnerable a los riesgos y con desafíos a medio plazo

Un repaso a la crisis en la eurozona

Retos pendientes en Europa: crecimiento, integración

# Determinantes de la crisis europea

## Problemas 1998-2007, tapados por crecimiento



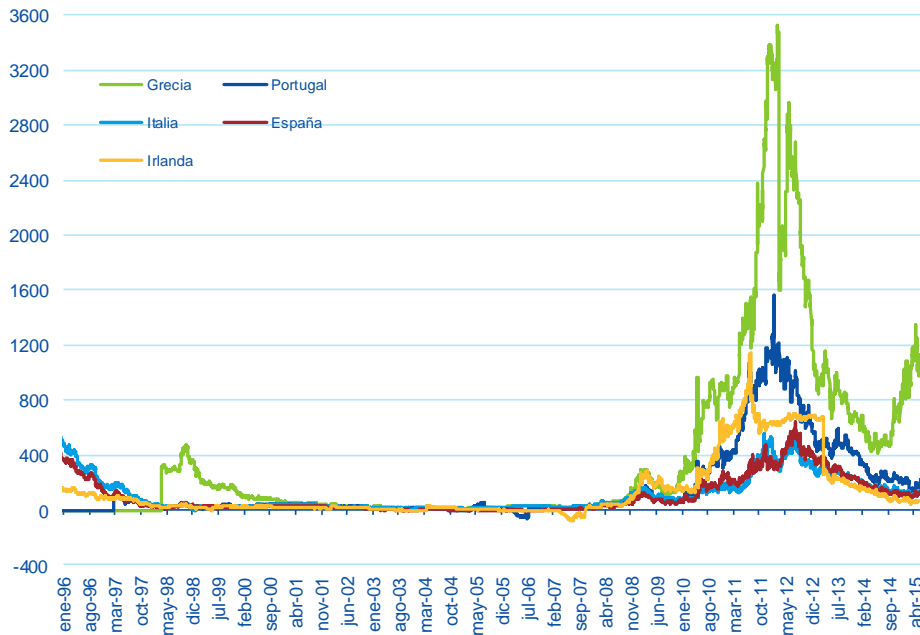
## Nuevos problemas tras la crisis 2009-2013



# Comportamiento no lineal de los mercados: De la relajación al riesgo de ruptura del euro

## Spreads deuda soberana 10 años respecto Alemania

Fuente: Bloomberg y BBVA Research




---

Hasta 2010 el mercado no puso precio a una posible ruptura del euro

---

La regla de “no bailout” no resultaba creíble: se esperaba el rescate

---

Desde 2010 el mercado exageró los riesgos de ruptura: se minusvaloró la voluntad de mantener el proyecto del euro

# Cronología de la crisis

Etapa I

**Contagio Lehman  
+ crisis liquidez**

Etapa II

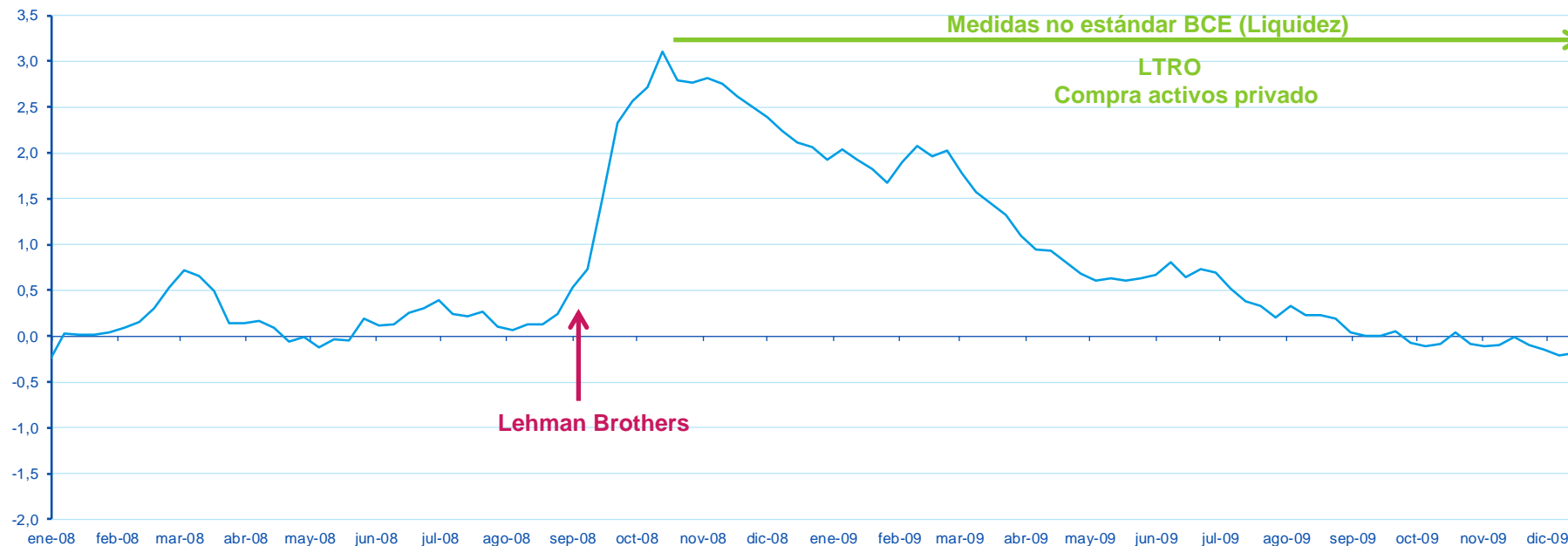
**Crisis Deuda  
Europa**

Etapa III

**Incertidumbre política**

## UEM: índice de tensiones financieras

Fuente: BBVA Research



# Cronología de la crisis

Etapa I

Contagio Lehman +  
crisis liquidez

Etapa II

**Crisis Deuda  
Europa**

Etapa III

Incertidumbre política

## UEM: índice de tensiones financieras

Fuente: BBVA Research

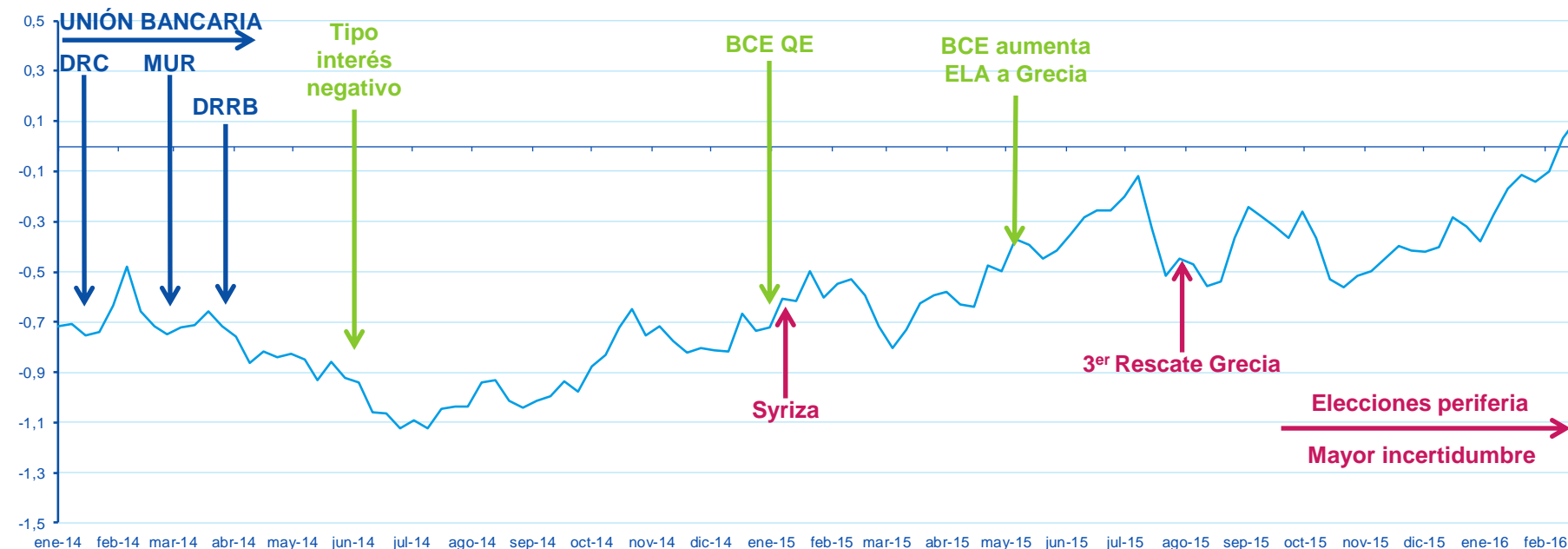


# Cronología de la crisis



## UEM: índice de tensiones financieras

Fuente: BBVA Research



# BCE, refuerzo institucional y reformas estructurales

## BCE

Medidas extraordinarias desde mediados de 2008

Liquidez

Compra de activos privados (2009) y públicos (2010)

Forward guidance (2013)

Tipos de interés negativos (2015)

## UE: Reforzamiento Pacto de Estabilidad y Crecimiento

Prevención y corrección

Supervisión y coordinación

Equilibrio presupuestario

## UE: Mecanismo de Estabilidad Europeo (EFSF/ESM)

Programa permanente de asistencia financiera

## UE Unión Bancaria

Arquitectura supranacional para regulación y supervisión

Acabar con el bucle soberano-bancario

## Países individuales: Reformas estructurales

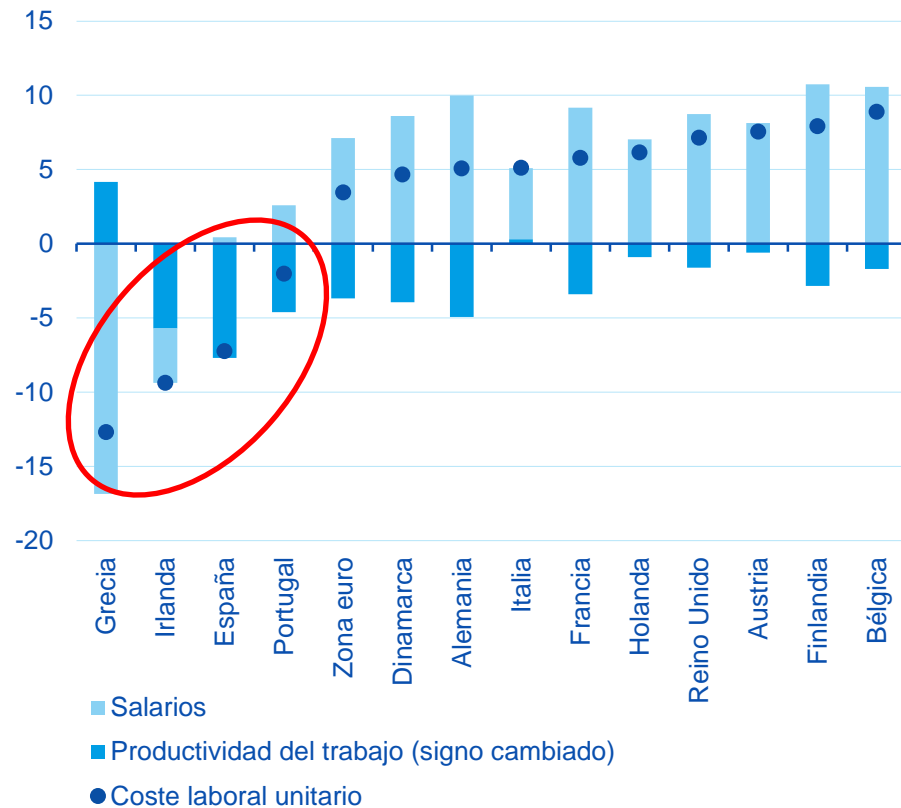
Aumentar crecimiento y empleo



# Efectos de las reformas: Ganancia de competitividad en la periferia

## Variación coste laboral unitario 2009-2013 (%)

Fuente: Eurostat y BBVA Research



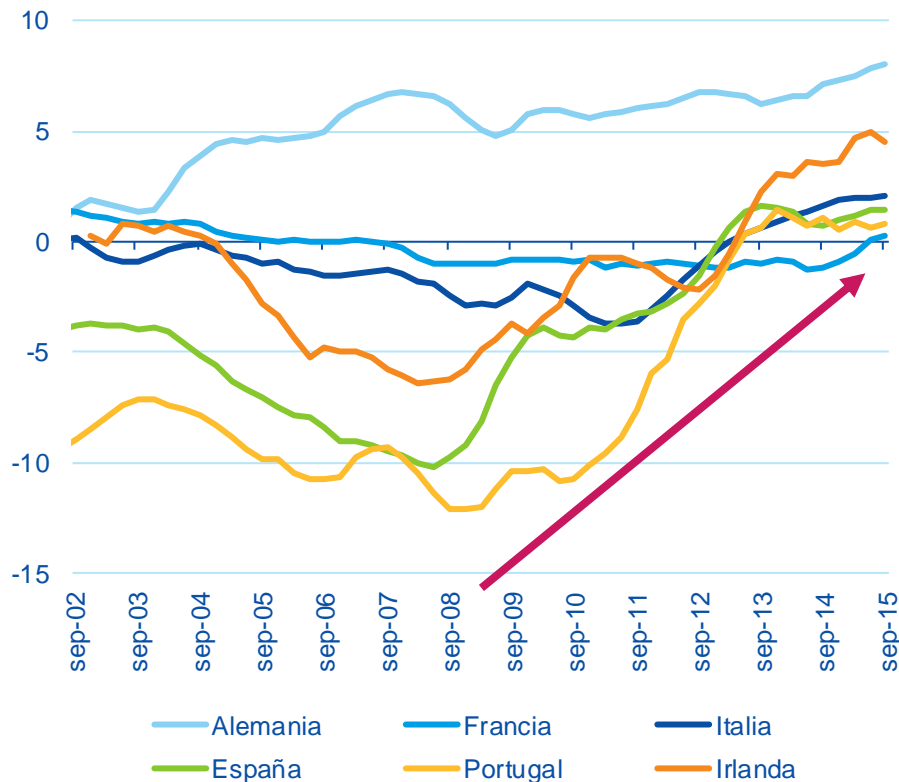
Varias reformas se llevaron a cabo para estimular el crecimiento...

...y para conseguir una devaluación interna

# Efectos de las reformas: Una rápida corrección del déficit externo

## Balance por cuenta corriente (% PIB)

Fuente: Eurostat y BBVA Research



La corrección en la cuenta corriente ha sido posible gracias a la menor demanda interna...

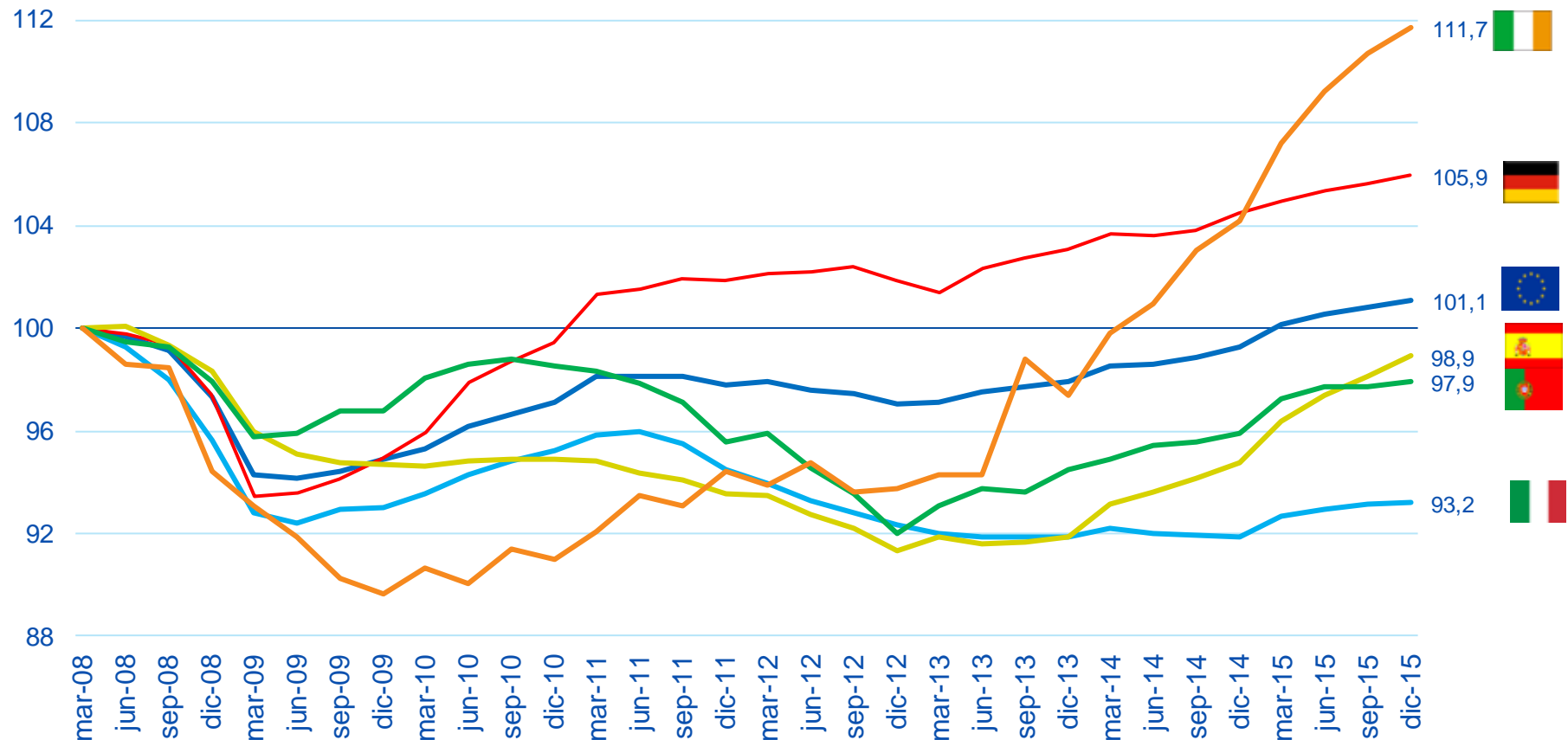
... pero también a las reformas que se llevaron a cabo

El ajuste del déficit fue más rápido de lo previsto

# Efectos de las reformas: Mayor crecimiento en países con reformas desde 2012

## PIB por población en edad de trabajar (T1-2008=100)

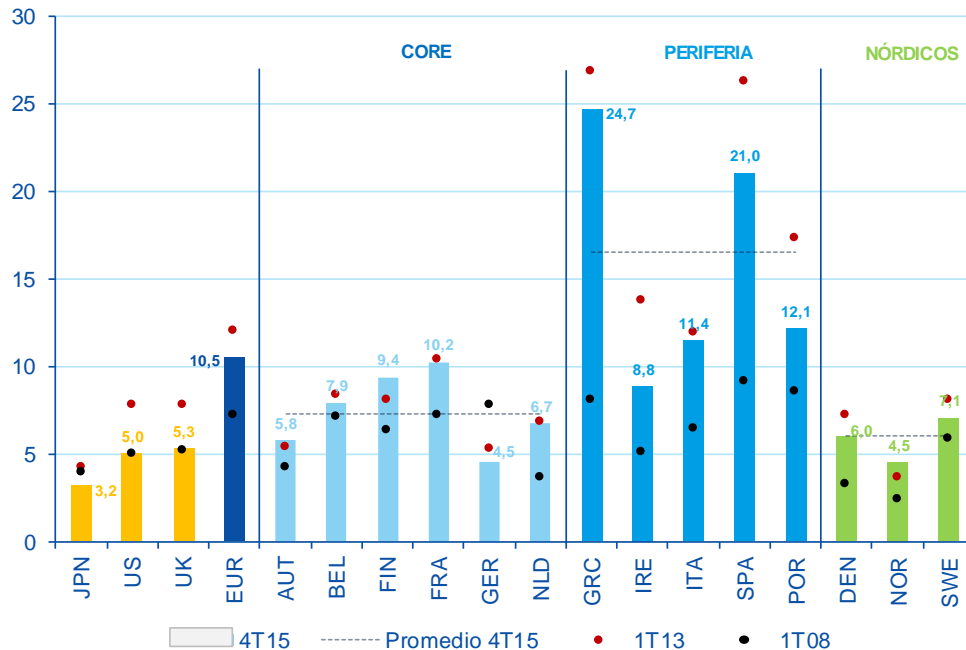
Fuente: Eurostat, Haver y BBVA Research



# Reducción del desempleo rápida por estas reformas, pero continúa siendo muy elevado

## Tasa de desempleo (%)

Fuente: Eurostat y BBVA Research



2008-2013: fuerte aumento del desempleo, sobre todo en la periferia

Desde entonces se está reduciendo, pero no en los países centrales (salvo Alemania)

En Japón, EEUU y Reino Unido, ya se han alcanzado los niveles de desempleo pre-crisis; no así en la eurozona

# Índice

Escenario Global: un crecimiento bajo, más vulnerable a los riesgos y con desafíos a medio plazo

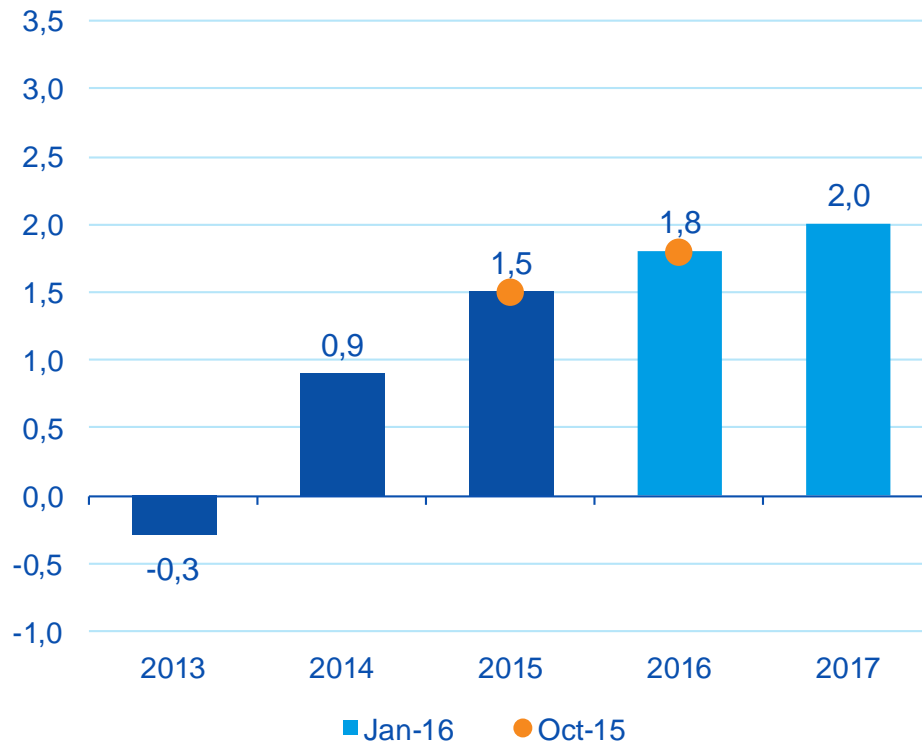
Un repaso a la crisis en la eurozona

Retos pendientes en Europa: crecimiento, integración

# Eurozona a medio plazo: Crecimiento modesto, con incertidumbres crecientes

## Eurozona: crecimiento PIB (% a/a)

Fuente: BBVA Research



**Principales soportes:** (i) petróleo; (ii) euro depreciado; (iii) política monetaria ultra-expansiva; (iv) política fiscal ligeramente expansiva

### Pero los sesgos son bajistas:

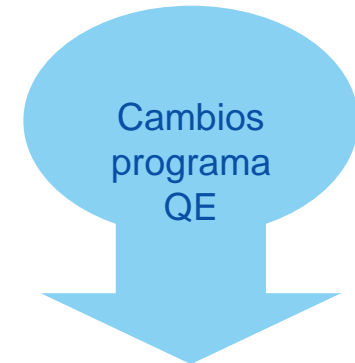
- i) La inversión sigue sin despegar
- ii) Muchas incertidumbres externas

**BCE: Nuevas medidas** para marzo, aunque esto genera nuevas incertidumbres. El momento actual es delicado

# Posibles medidas del BCE y su eficacia

Los costes de algunas medidas podrían ser mayores que los beneficios

La política monetaria por si sola no puede atajar el actual empeoramiento económico



Relajación competitiva: Círculo vicioso

Limitado por efecto en rentabilidad bancos y estabilidad financiera

Si el BCE actuara de forma agresiva, sería necesario un sistema a varios niveles para atenuar el impacto en los bancos

Si fueran necesarias, el BCE las usará

Más TLTRO's para señalar que una política monetaria acomodaticia continuará por mucho tiempo

Extensión vencimientos (más allá de Septiembre de 2018) y menores tasas podrían ser una opción

Efectos marginales positivos

Cambios técnicos en el diseño del QE

Aumento tamaño y/o extensión del QE

Podría incluir nuevos activos o quitar el suelo del tipo de interés de los depósitos en la compra de activos públicos

# Riesgos: A los globales se unen los de carácter doméstico





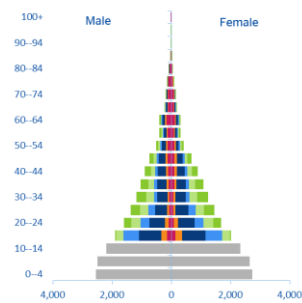
# Inmigración

La estructura demográfica por edad y educación debería favorecer los flujos migratorios a Europa, pero las transiciones no son fáciles

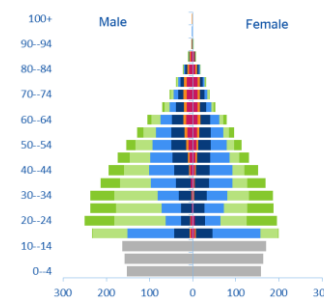
## Demografía y nivel educativo en Oriente Medio y Europa

Fuente: BBVA Research e IIASA

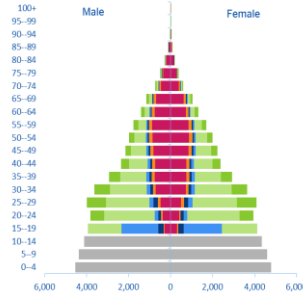
**Iraq**



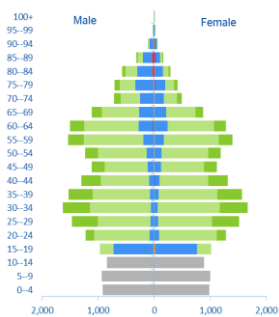
**Líbano**



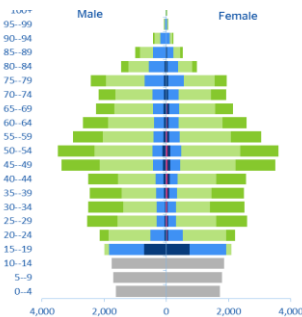
**Egipto**



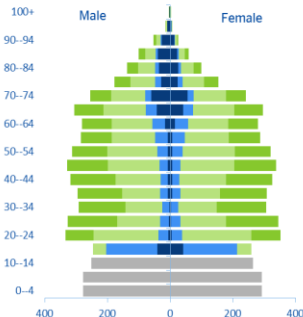
**Polonia**



**Alemania**



**Suecia**

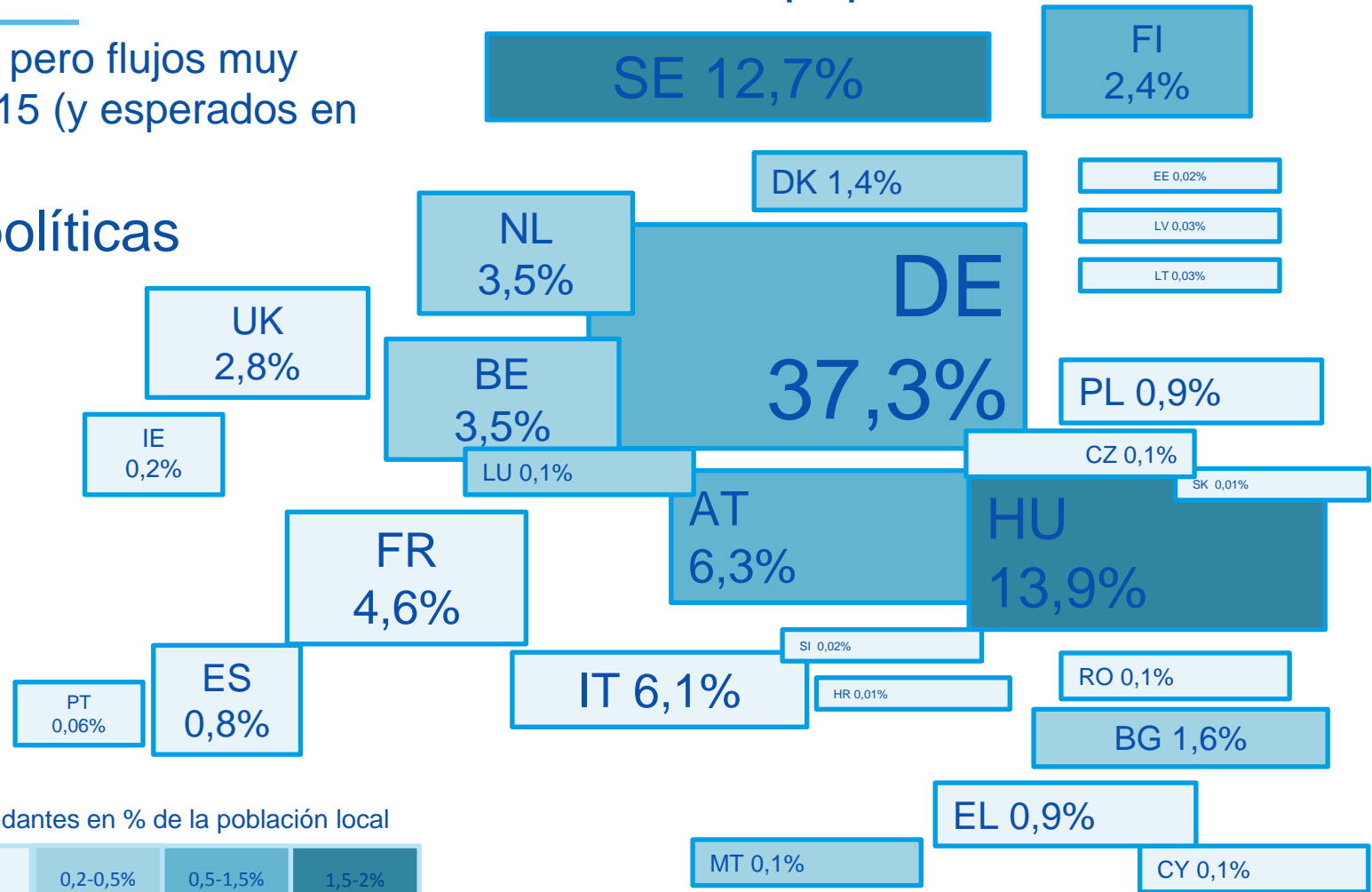


**Crecimiento económico superior al 5%** para que el mercado laboral absorba la entrada de jóvenes al mercado laboral

**Flujos migratorios a Europa:** tienen sentido económico (envejecimiento), pero la seguridad y los recelos sociales y religiosos son una barrera

# Crisis de refugiados: Oportunidad difícil de gestionar

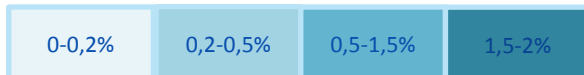
**Demandantes asilo por país** (en % sobre el total : 2015)



Apertura inicial, pero flujos muy elevados en 2015 (y esperados en 2016)

Tensiones políticas

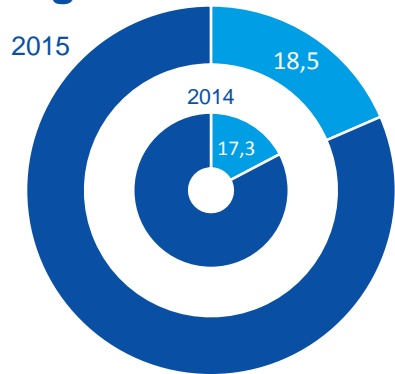
**Demandantes en % de la población local**



# Periferia: Aumento de populismos

■ Partidos radicales\*    ■ Partidos tradicionales

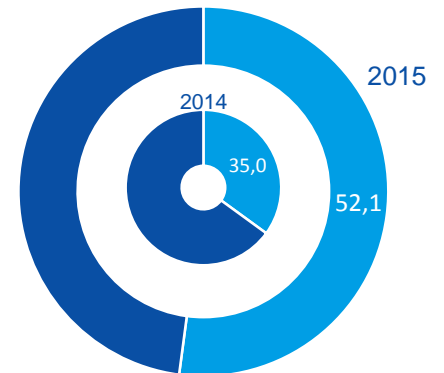
## Portugal



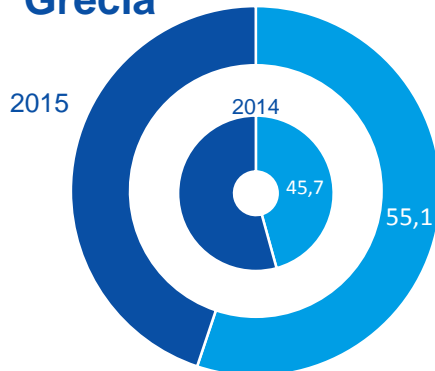
Reversión de algunas reformas

Tensión creciente con Alemania

## Italia



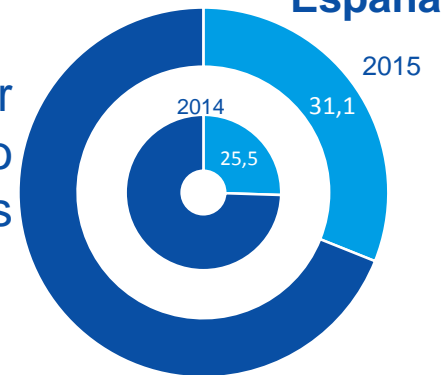
## Grecia



Lentitud en la aprobación de las reformas

Dificultad para formar gobierno  
Y dudas

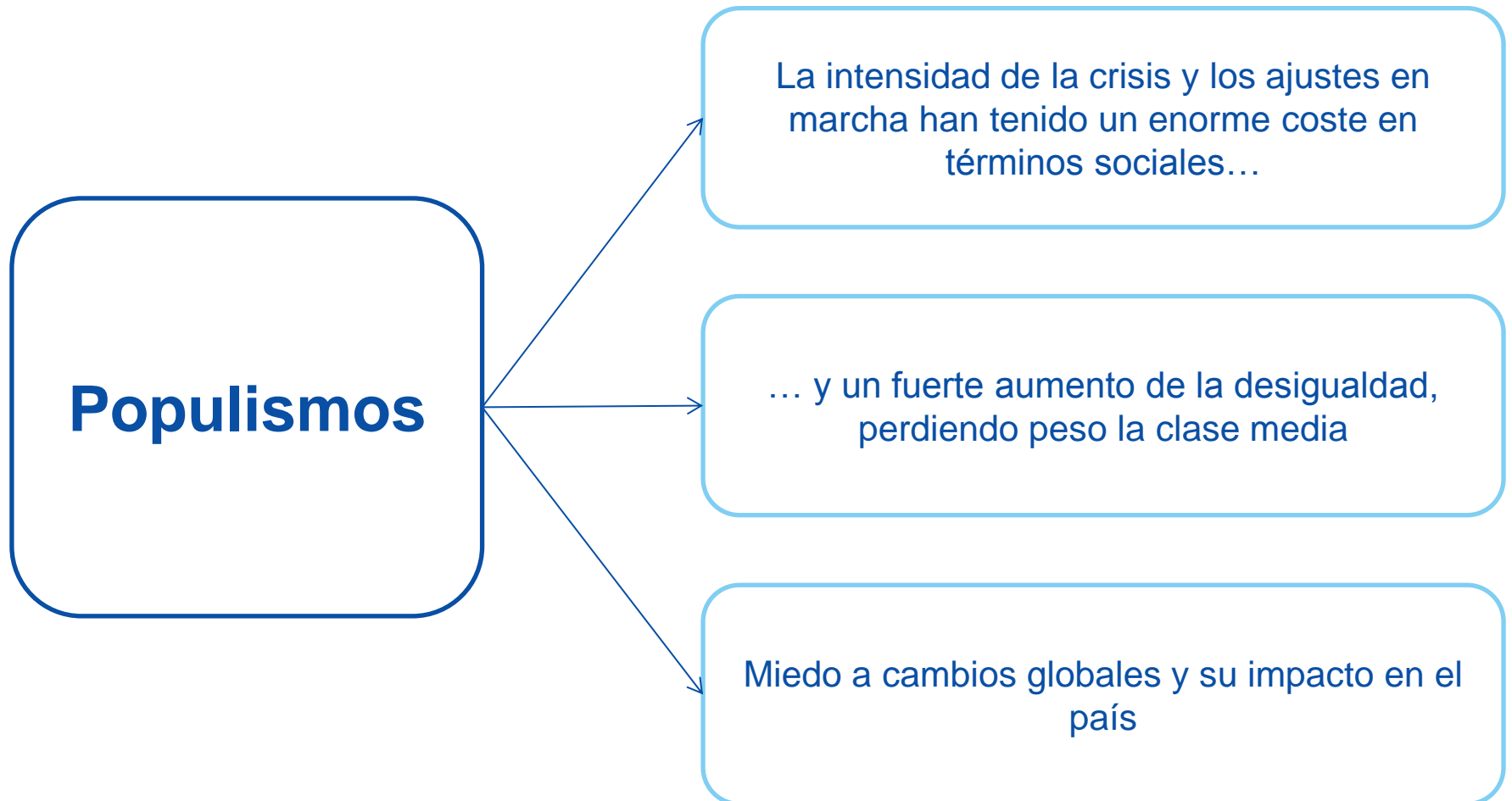
## España



\*Portugal: BE, PCP. Italia: M5S, LN, SeL, FdI. Grecia: Syriza, Alba Dorada, Anel, KKE. España: Podemos, IU, independentistas.

2014: elecciones europeas. 2015: elecciones generales de otoño. Para Italia, se toman los valores de las intenciones de voto de noviembre.

# Periferia: Las razones del aumento de los populismos



# El acuerdo EU-UK no elimina el riesgo de *Brexit*

## Acuerdo Consejo Febrero

**Soberanía:** no *ever-closer union*, *red card*

### Competitividad

**Gobernanza económica:** aplicación diferente del *single rulebook* países fuera unión bancaria, reconocimiento a los países que no pertenecen a la zona euro

**Inmigración:** “freno de emergencia”, límites beneficios sociales

Debilita el impulso a una mayor integración en la zona euro, pero no es un paso atrás dramático

## Efectos de eventual *Brexit*

### Reino Unido: costes importantes

Entre 1% y 3% del PIB: comercio, inversión y empleo, inmigración

Sistema financiero

Necesidad nuevos acuerdos comerciales

Política: sin decisión en EU, menor peso internacional, integridad Reino Unido

### UE: riesgo de contagio político

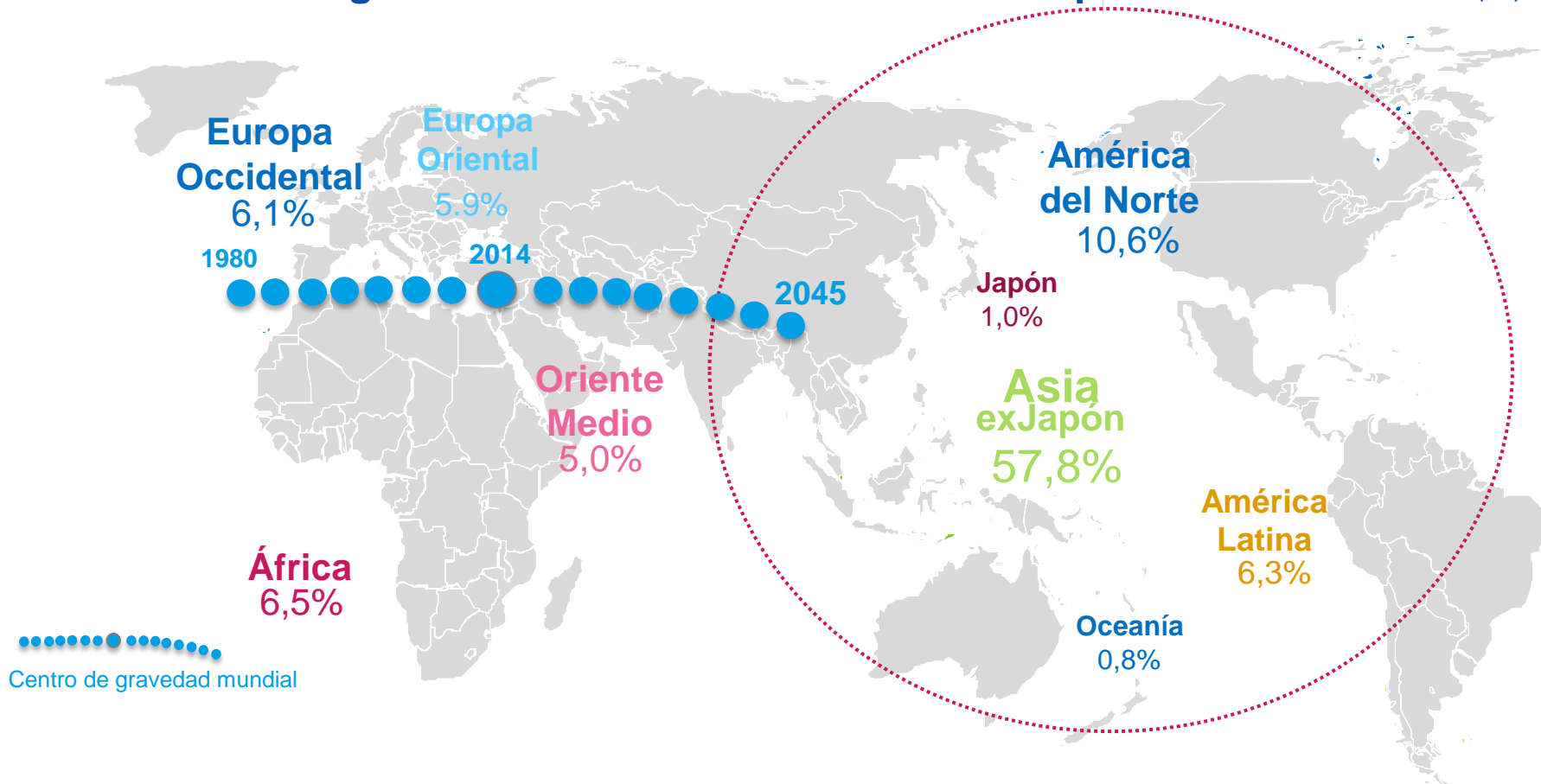
Comercio e inversión directa (sobre todo Holanda e Irlanda)

Riesgo de movimientos centrípetos

Sin embargo, podría acelerar la integración

# Retos a largo plazo: El centro de gravedad económico se traslada hacia el Pacífico

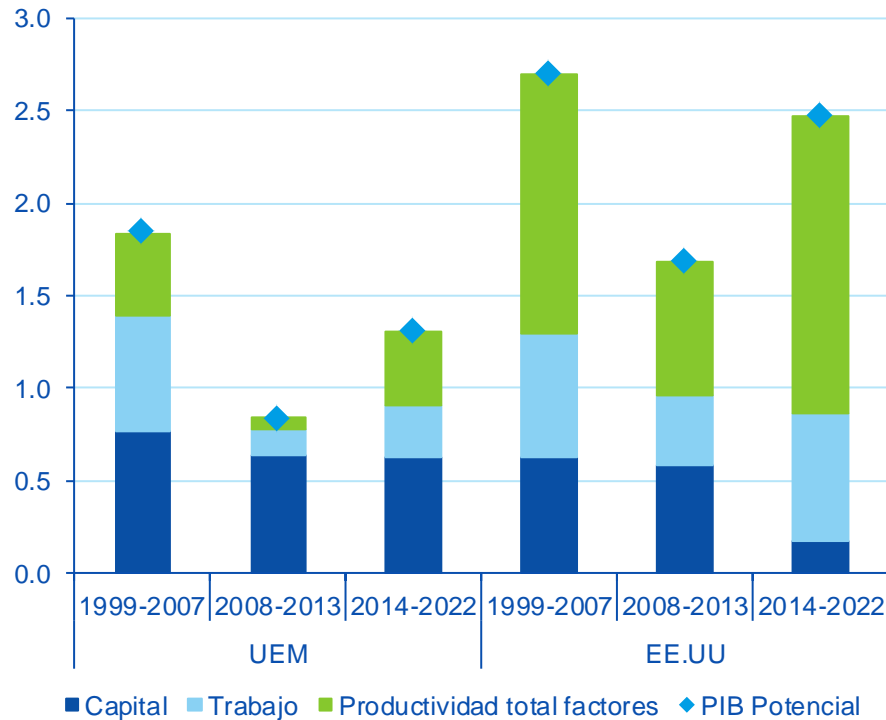
Contribución regional al crecimiento mundial en los próximos diez años (%)



# Retos: Elevar la productividad y el crecimiento potencial

## Crecimiento potencial (%) y contribución factores (pp)

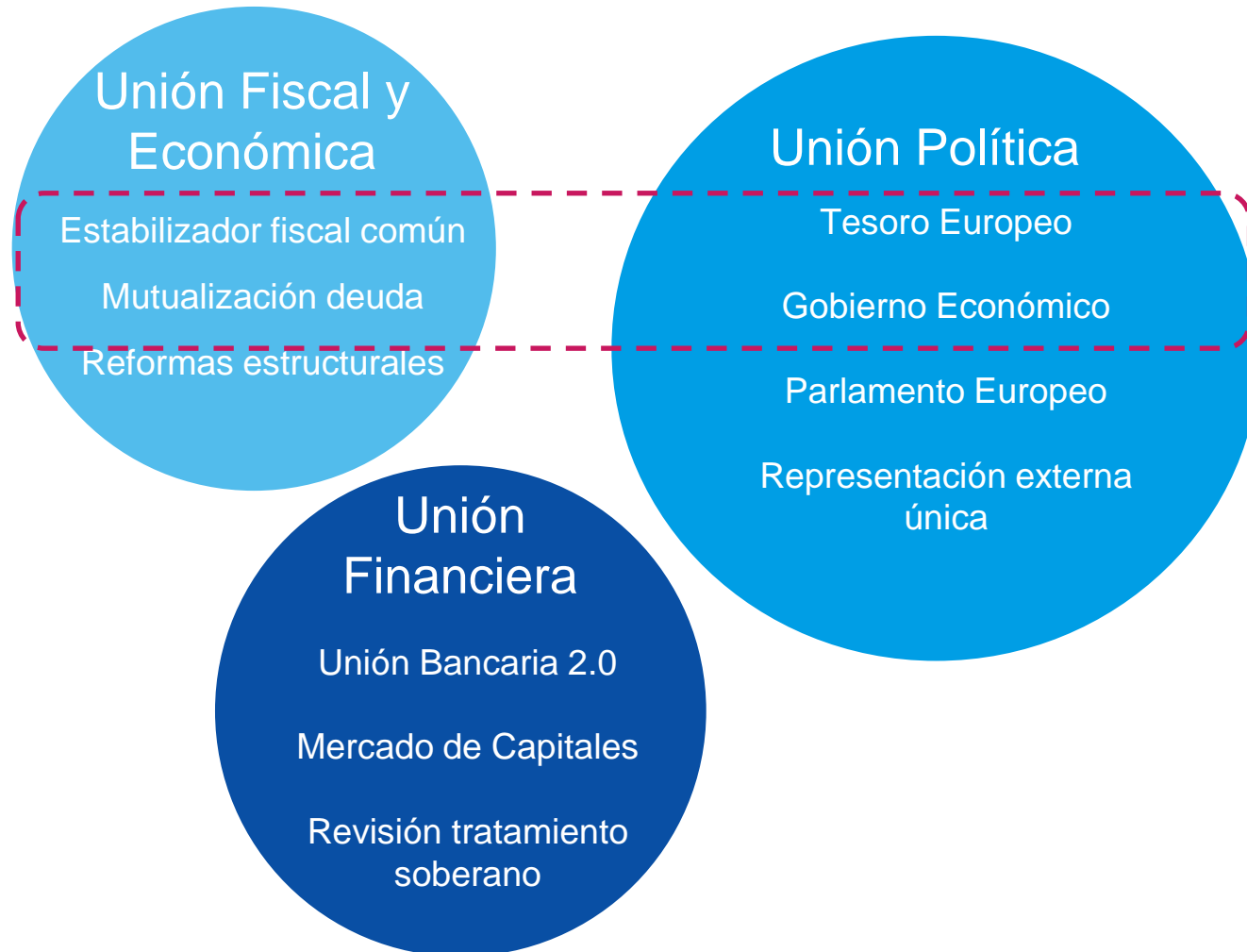
Fuente: BBVA Research



Europa, se enfrenta a un doble problema:

- (i) Demográfico
- (ii) Crecimiento productividad

# Retos: Mayor integración

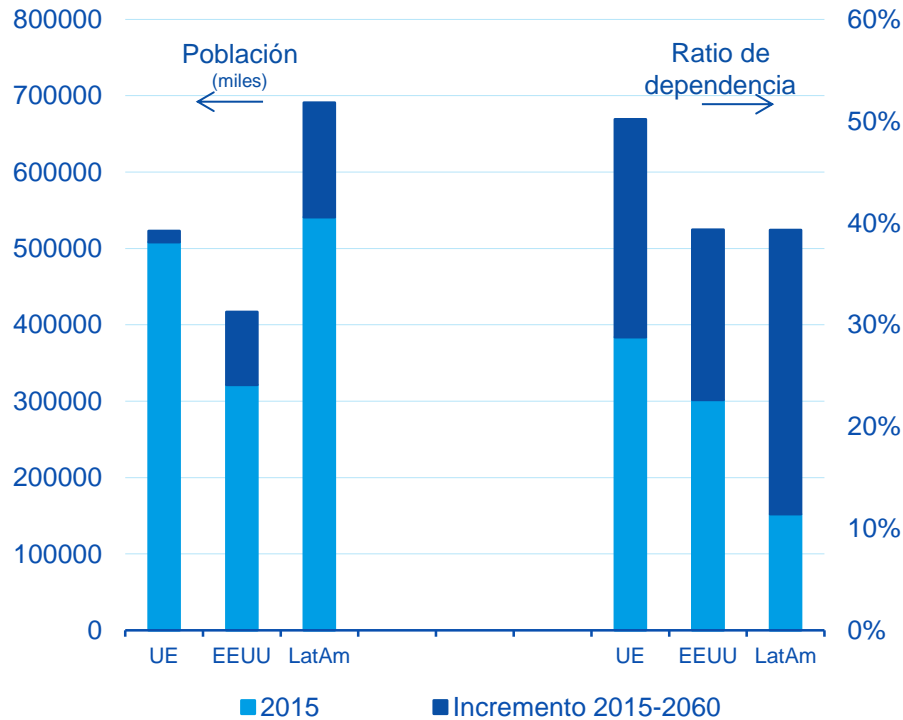




# Retos: Demografía

## Población (miles) y ratio de dependencia ( $\Delta$ 2015-60)

Fuente: Eurostat, Cepal y BBVA Research



\*LatAm = Arg, Bol, Bra, Chi, Col, Ecu, Méx, Par, Per, Uru y Ven

Europa atrae menos inmigración

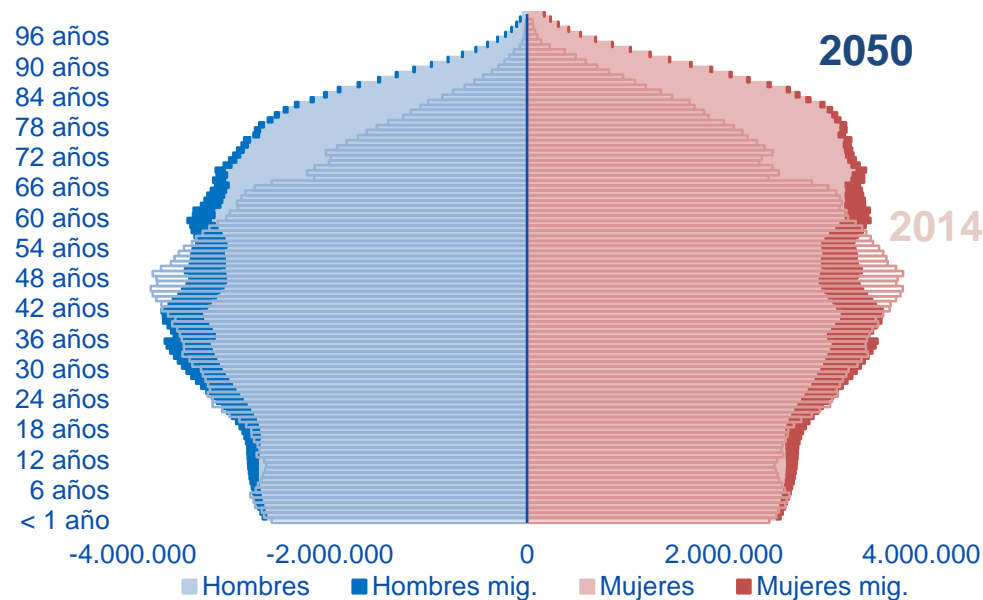
Problema de envejecimiento

La carga fiscal es universal, pero especialmente en Europa dado su sistema de pensiones

# Retos: Simulación del impacto de la llegada de un millón extra de inmigrantes por año

## UE28: Pirámide de población y proyección

Fuente: Eurostat y BBVA Research



La inmigración supone una mayor población y un shock positivo tanto en oferta como en demanda

Sin embargo, el efecto de un flujo incluso mayor (1M cada año, constante) sobre el envejecimiento de la población sería limitado

Escenario Económico

# Claves de la economía mundial con foco en Europa

Jorge Sicilia

CARI

Buenos Aires, 1 de marzo de 2016

