

# Europa: retos y oportunidades

Jorge Sicilia

BBVA Research | Economista Jefe

# Esquema

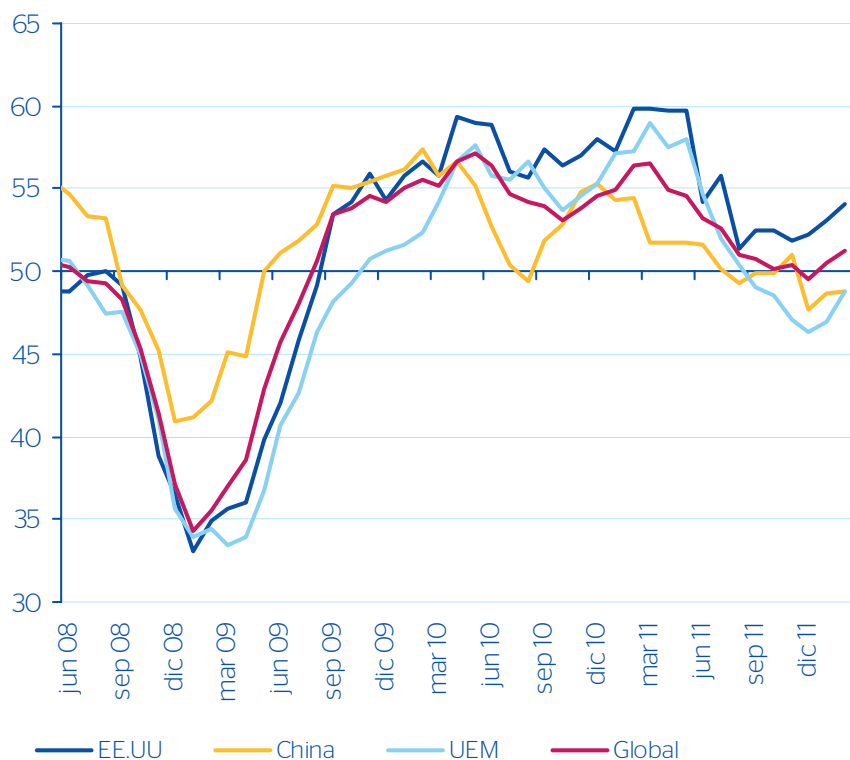
- 1 Perspectivas económicas**
- 2 Esperando a la solución a la crisis de deuda europea

# La economía global se desaceleró en 2011

La desaceleración en el crecimiento global en el 3T2011 ha sido seguida de señales de estabilización a inicios de 2012, especialmente en EEUU y en las economías emergentes.

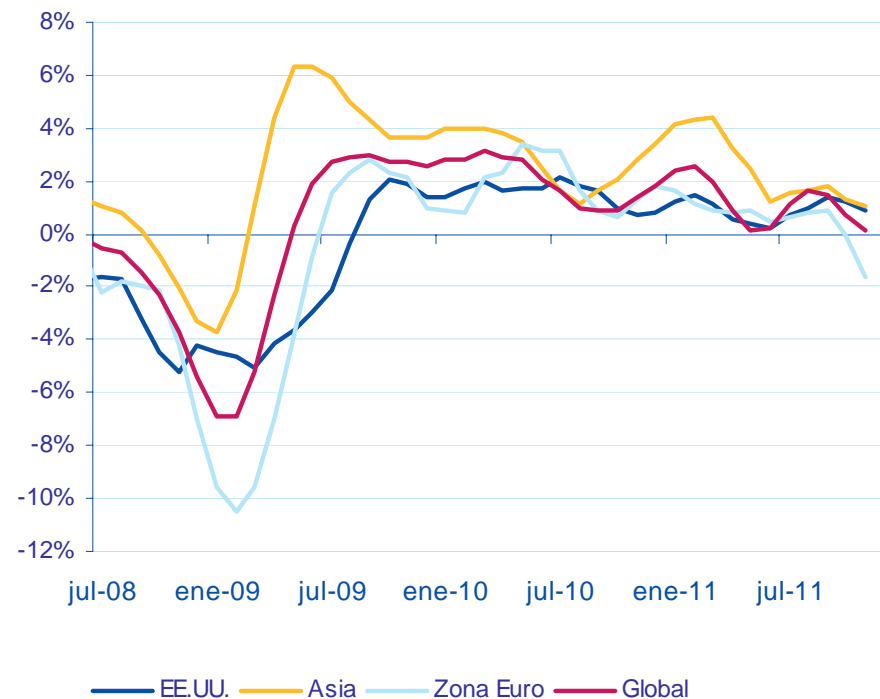
## Expectativas empresariales (PMI)

Fuente: BBVA Research y Bloomberg



## Producción Industrial (%trimestral de la media móvil de 3 meses)

Fuente: BBVA Research, CPB y fuentes nacionales.

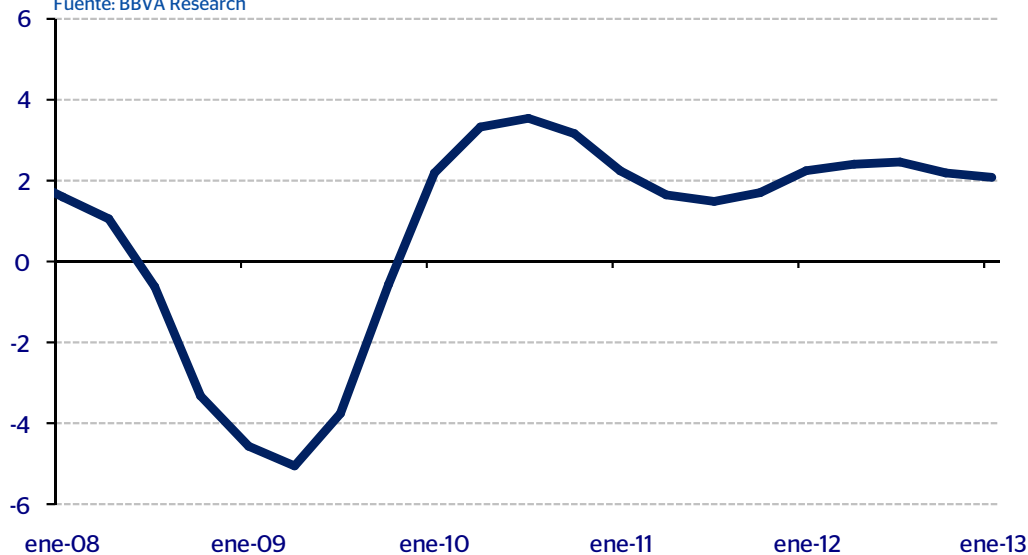


# EEUU: mejoran las expectativas tras los riesgos de recesión en 2011

Datos recientes sugieren que el crecimiento en EEUU resistirá en 2012, pero estará limitado por el proceso de desapalancamiento. Además, la incertidumbre sobre el curso de las políticas (fiscal, regulatoria) es elevada.

## EEUU: Crecimiento PIB (%interanual)

Fuente: BBVA Research



## EEUU: Índice de incertidumbre de política económica

Fuente: BBVA Research basado en Baker et al (2011)



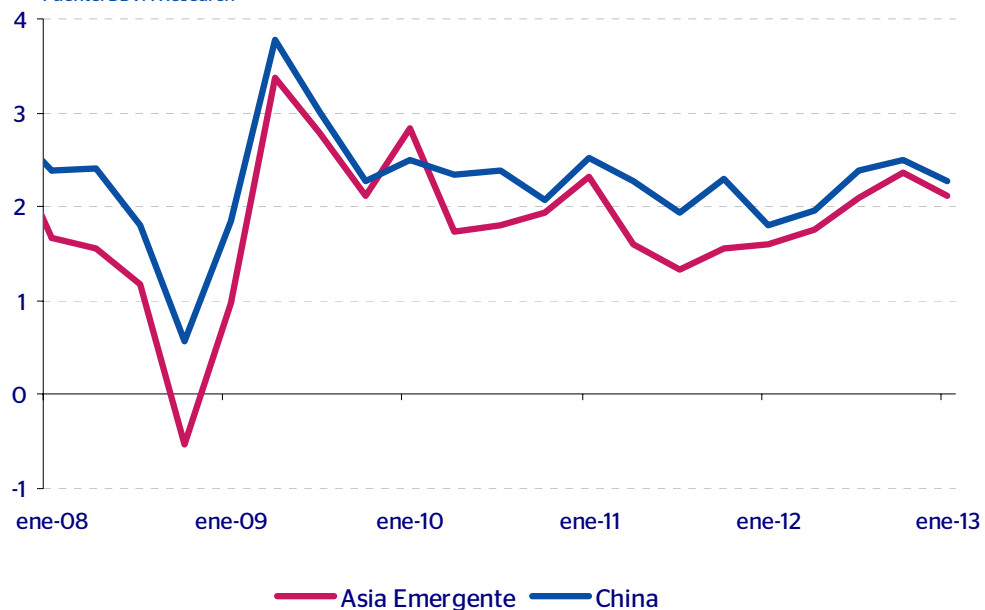
Número mensual de nuevos artículos que contienen "uncertainty" o "uncertain", "economy" o "economic", y también términos políticos relevantes ("policy", "tax", "spending", "regulation", "federal reserve", "budget" or "deficit"). Ponderado por el número de artículos que contienen "today". Series normalizadas en media 100 en el periodo muestral.

# Asia: repunte en la segunda mitad de 2012, con mayor apoyo de las políticas económicas

Tras la desaceleración por una menor demanda externa, se espera una aceleración gradual en la segunda parte de 2012 en parte por un giro de las políticas hacia el apoyo al crecimiento, que se verá favorecido por la reducción de la inflación

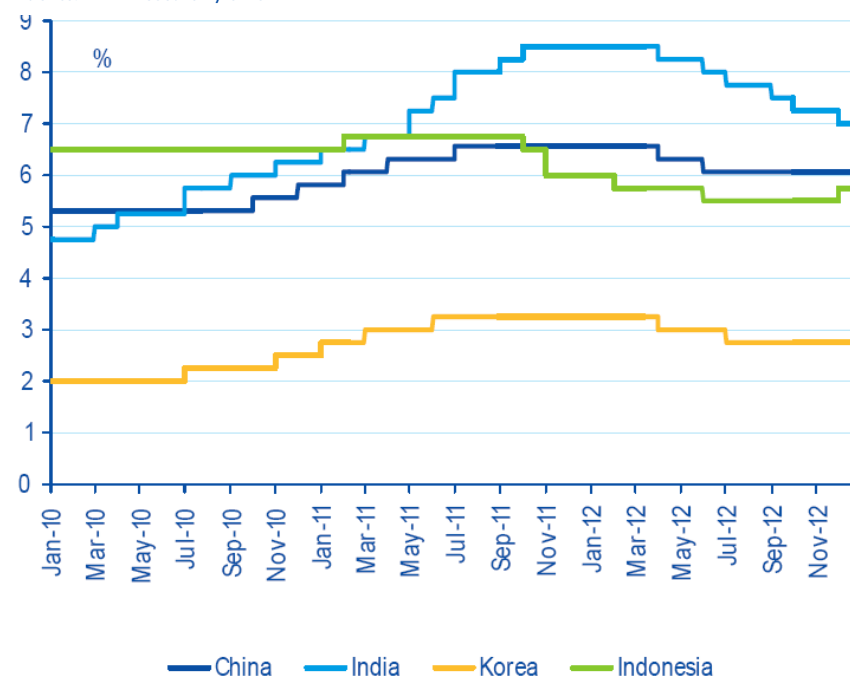
**Asia Emergente: Crecimiento PIB (%trimestral)**

Fuente: BBVA Research



**Tipos de interés oficiales en Asia**

Fuente: BBVA Research y CEIC



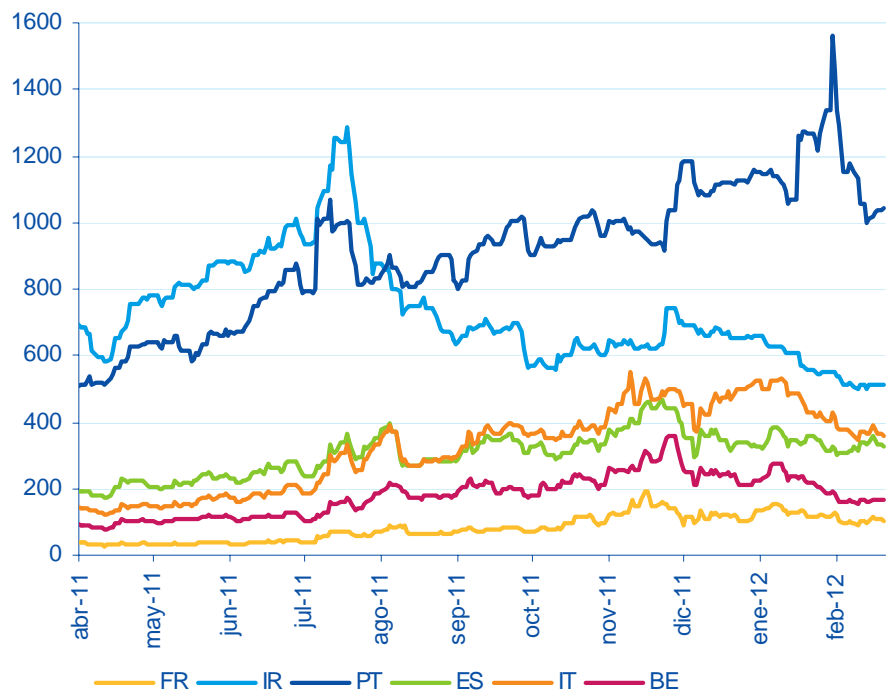
# Las tensiones soberanas y financieras en Europa siguen muy elevadas

Las primas de riesgo de los países periféricos continúan muy altas. Portugal es ahora la incógnita en los mercados.

A pesar de que las subastas a 3 años están inundando de liquidez el mercado, las tensiones financieras en Europa continúan todavía elevadas.

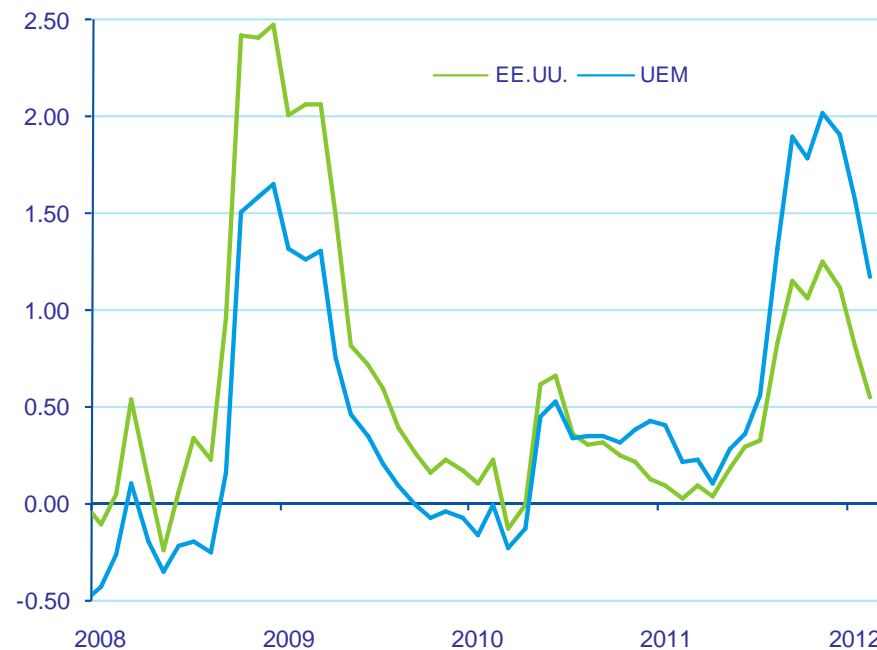
**Diferencial soberano con Alemania (bono a 10 años)**

Fuente: BBVA Research a partir de datos de Bloomberg



**Índice BBVA de tensiones financieras**

Fuente: BBVA Research

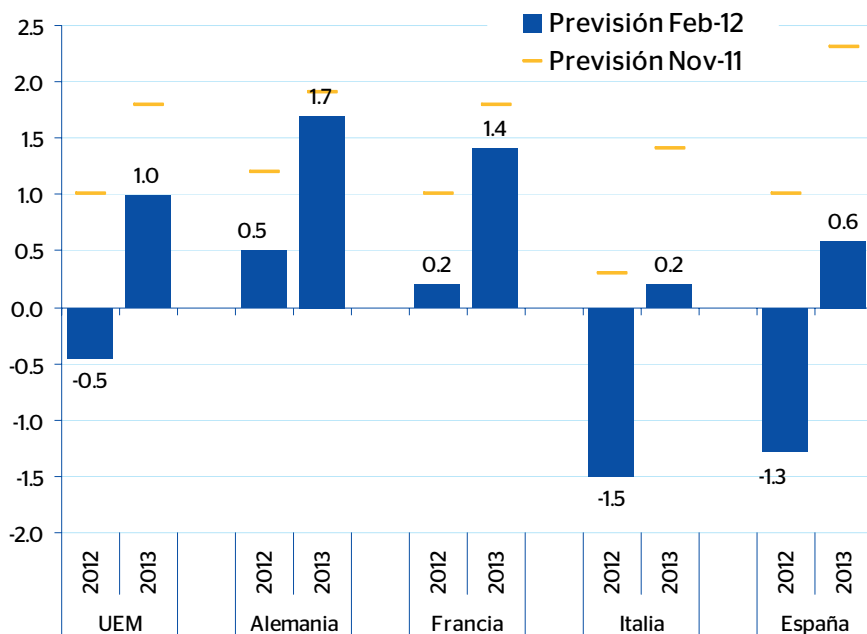


# Desacoplamiento dentro de Europa y frente a EEUU

Heterogeneidad en el crecimiento dentro de Europa, condicionado por el diferente grado de tensionamiento en sus mercados financieros y de financiación y por el grado de ajuste fiscal. Europa se separará de EEUU en 2012, e incluso en 2013 el crecimiento será lento en comparación con otras economías desarrolladas.

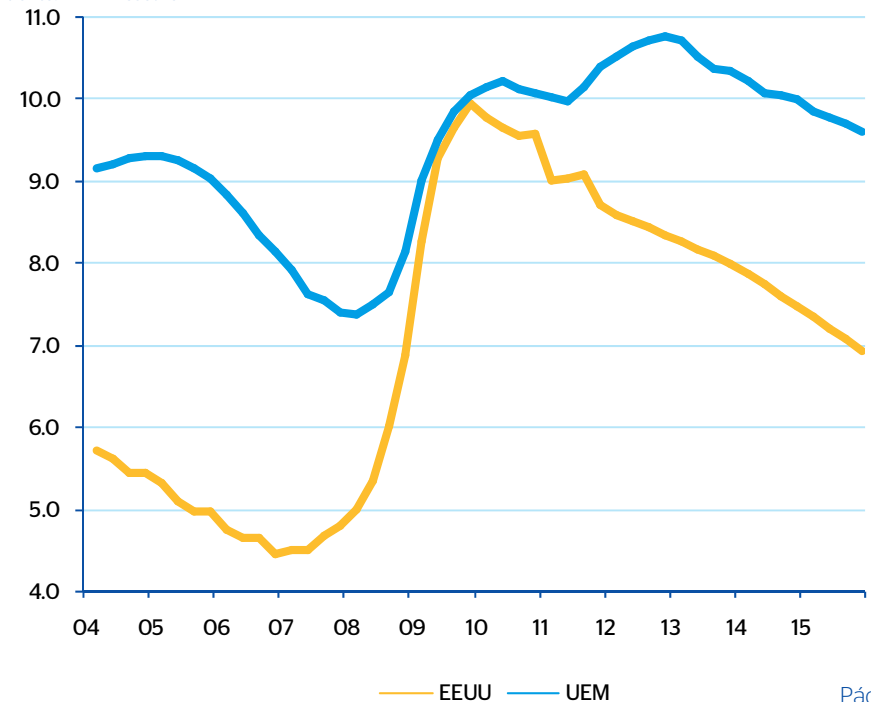
**UEM: Crecimiento PIB**

Fuente: BBVA Research



**Tasa de paro en EEUU y UEM (%)**

Fuente: BBVA Research



# En resumen: Desacoplamiento en países desarrollados y aterrizaje suave en emergentes.

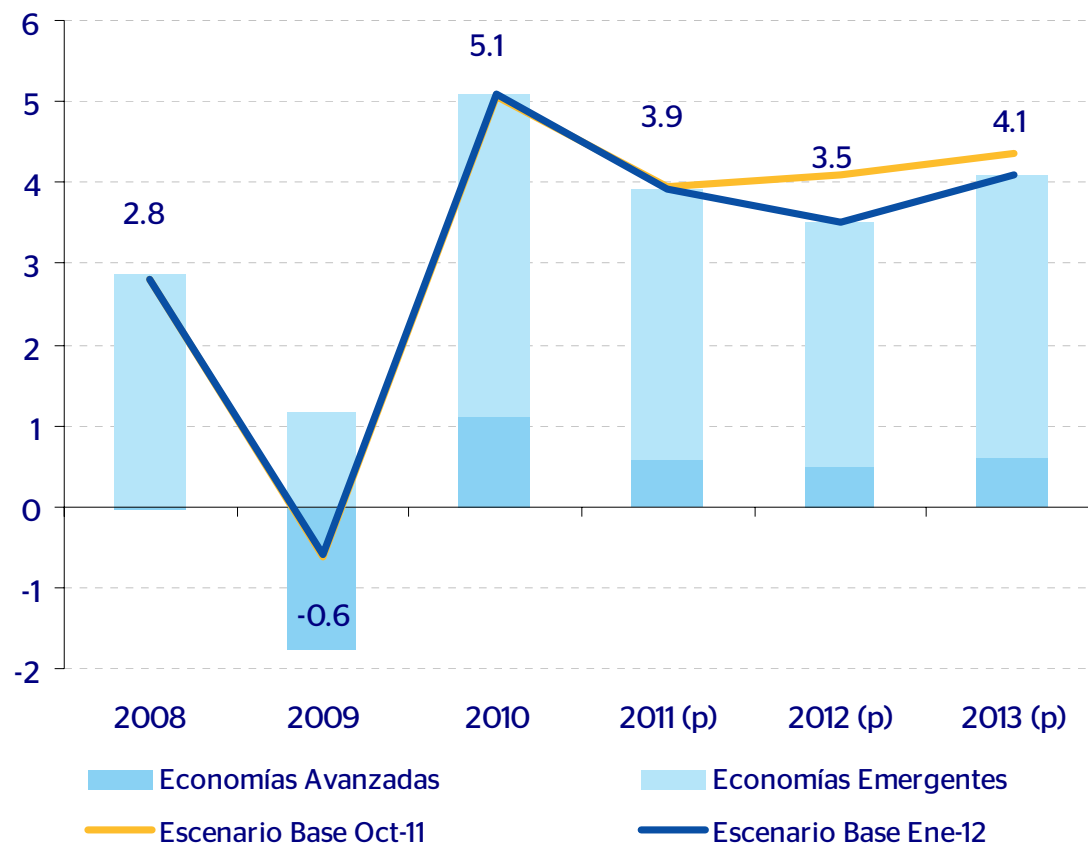
La principal revisión en las previsiones de crecimiento se centra en Europa, que entrará en ligera recesión en 2012 para recuperarse en 2013.

Habrà un claro desacoplamiento de Europa con EEUU y otras economías desarrolladas.

El escenario central apunta a un aterrizaje suave en las economías emergentes, que mantienen una sólida demanda interna.

**Crecimiento Mundial (%)**

Fuente: BBVA Research





# Esquema

- 1 Perspectivas económicas
- 2 Esperando a la solución a la crisis de deuda europea**

# ¿Qué está pasando en Europa?

Dos tipos de incógnitas en el camino hacia una unión monetaria

**A**

**Incógnitas  
previsibles**

**B**

**Sorpresas  
(incógnitas no  
previsibles)**



¿Por qué no se tomaron medidas?

# **A** ¿Qué temían algunos críticos que podía pasar en una unión monetaria?

## Incógnitas previsibles

**El euro no es un área monetaria óptima (y no se volverá endógenamente)**

**Una política monetaria única puede ser desestabilizadora en algunos países**

**Puede haber periodos muy largos de desequilibrio de los tipos de cambio reales**

**Riesgo soberano inadecuadamente valorado por los mercados**

**Dificultad para honrar la promesa de “no rescates” a un estado miembro**

**Dificultad para resoluciones bancarias más allá de los estados.**

# A ¿Por qué no se tomaron medidas?

**Crterios nominales en lugar de reales (Maastricht)**

**Pocos países se tomaron en serio la cobertura de las diferencias regionales: flexibilidad, reformas, supervisión bancaria a nivel europeo.**

**Falta de vigilancia y de políticas europeas hacia un mercado único**

**“Políticas de estado” frente a “detalles insignificantes”**

**Fatiga reformadora**

**Tiempos buenos inducen al autoengaño**

**Complacencia sobre la capacidad de resolver los problemas cuando afloren**

## **B** ¿Qué ha sido una sorpresa (parcial o total)?

Incógnitas no previsibles

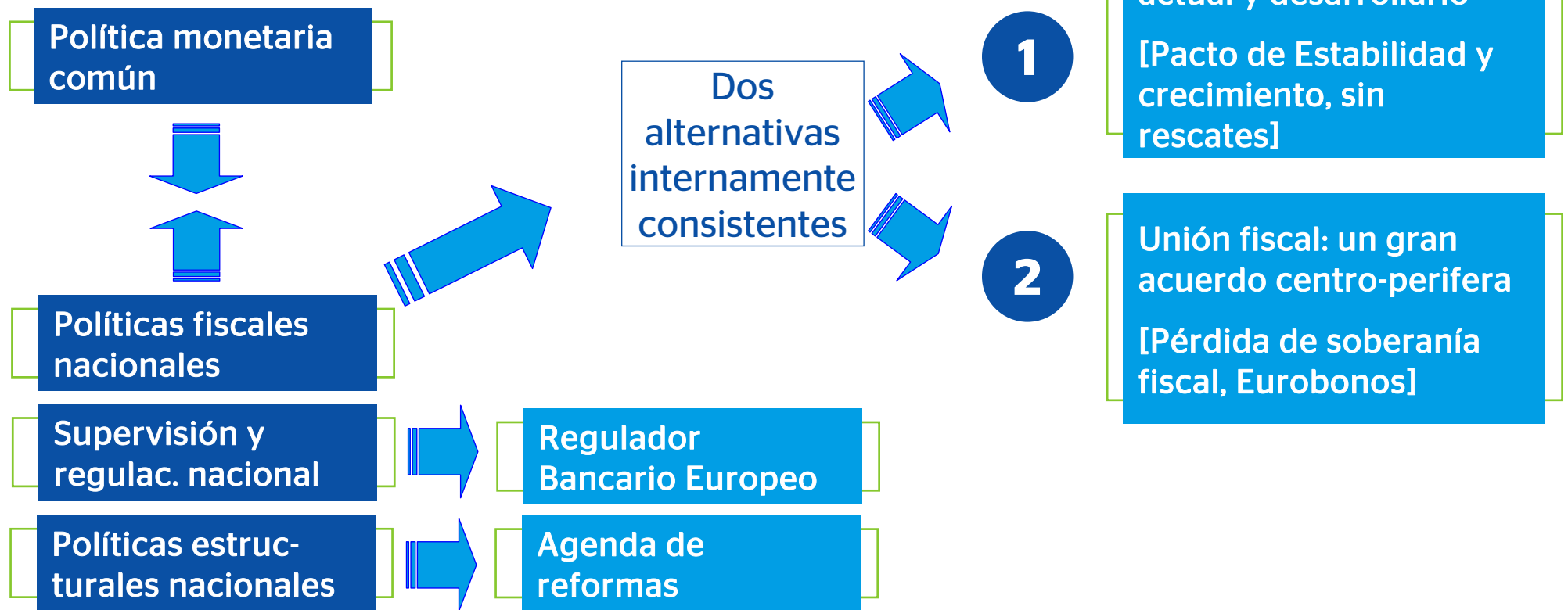
**Los déficits por cuenta corriente no debían ser relevantes en una unión monetaria**

**Se ha generado una elevada correlación entre riesgo soberano y riesgo bancario**

**Las consecuencias de no tener un banco central comprador de bonos de última instancia (¿emisión en moneda extranjera?)**

# Dos caminos hacia una unión monetaria viable internamente consistentes

Una mezcla inestable



# Ambas opciones presentan retos y riesgos

## Opciones

## ... y riesgos

**1**

Mantener el tratado actual y desarrollarlo  
[Pacto de Estabilidad y crecimiento, sin rescates]

- Riesgo de depresión
- Riesgo de impagos y contagio global
- Riesgo de ruptura del euro

**2**

Unión fiscal: un gran acuerdo centro-perifera  
[Pérdida de soberanía fiscal, Eurobonos]

- Riesgo moral si se diseña mal
- ¿Una Europa a dos velocidades?

**Principal disyuntiva:  
Inestabilidad vs  
incentivos**



**Probablemente se siga la estrategia de “salir del paso” poco a poco**

# Posibles salidas estructurales

Se han presentado muchas posibles salidas al problema estructural de la unión monetaria, pero no todas son compatibles con el grado actual de integración económica y política, ni con la capacidad de la UE para vigilar y atajar los desequilibrios macroeconómicos.

Opciones frecuentemente mencionadas

Nivel de integración y centralidad de la gobernanza

Compra de Bonos por parte del BCE (prestamista soberano de última instancia)	TOTAL
Mutualización de las deudas (Eurobonos)	ELEVADA
Mecanismos de ayuda y ganar más tiempo	RAZONABLE



# La crisis europea necesita ser afrontada en 3 frentes principales

**1**

Disipar las preocupaciones de solvencia soberana (Grecia) y evitar el contagio hacia países solventes pero ilíquidos

**2**

Avanzar en las reformas para aumentar el crecimiento

**3**

Avanzar cambios en la gobernanza del euro para fortalecer la unión monetaria y prevenir futuras crisis

Algunos avances hasta ahora, pero se necesita más

# Sólo ha habido avances parciales en los tres frentes para atajar la crisis

	Tema	Cumbre octubre	Diciembre	Ene-Feb
1	Sostenibilidad de la deuda griega	Aumento del PSI al 50%. Dudas continúan existiendo	Negociaciones sobre el PSI sin terminar. Aumento de quita al 60%	Quita de más del 75%. Aún dudas sobre sostenibilidad
	Cortafuegos soberano UEM	EFSF será apalancado, pero fracasa después	ESM adelantado a 2012 + Fondos FMI. El BCE no será un <i>backstop</i> .	Posible Coexistencia ESM+EFSF
	Reformas estructurales	Más reformas económicas	Implementación en marcha	Cumbre pro-crecimiento, pero pocas ayudas
2	Fortalecer sistema financiero	Recapitalización generalizada e ineficiente	ECB provee liquidez de largo plazo	Sin avances
	Gobernanza del euro	Sin hoja de ruta clara a la unión fiscal	Tratado fiscal Sin mención a eurobonos	Tratado fiscal por aprobar. Sin Eurobonos

# 1 Dudas sobre solvencia en Grecia aún después de la quita (atención Portugal)

## Acuerdo sector privado y Gobierno Griego

Intercambio de bonos con garantías



Reducción del 75% del valor presente de la deuda

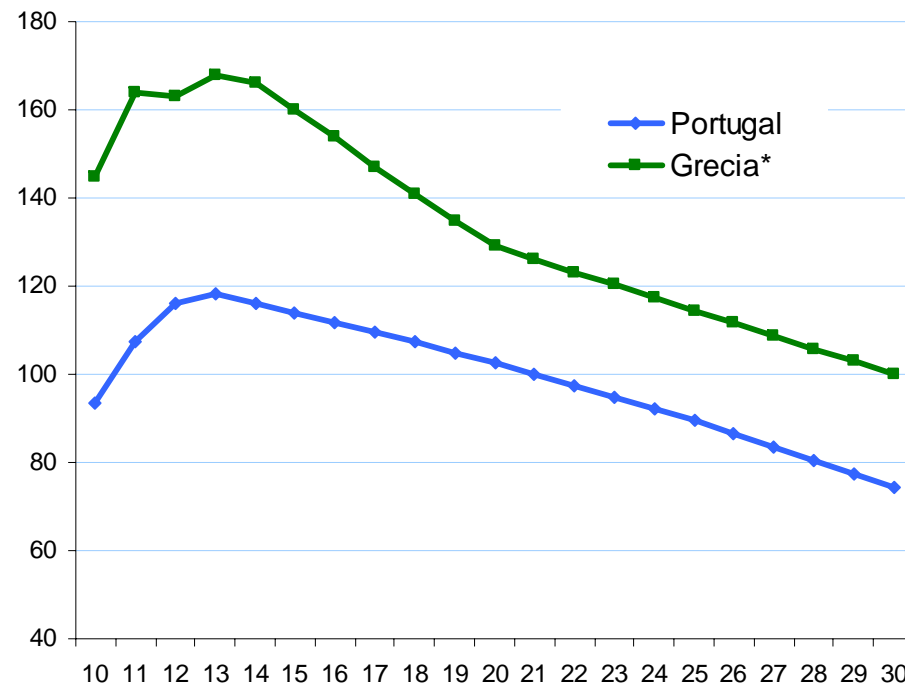
Aprox. 25-30% de los bonos en manos de hedge funds que activarían un evento de crédito (CDS)

Nuevo programa de rescate aprobado, con fuerte condicionalidad

Sostenibilidad de la deuda griega en duda aún después de la quita al sector privado.

### Grecia y Portugal: previsión de deuda pública

Fuente: BBVA Research y FMI



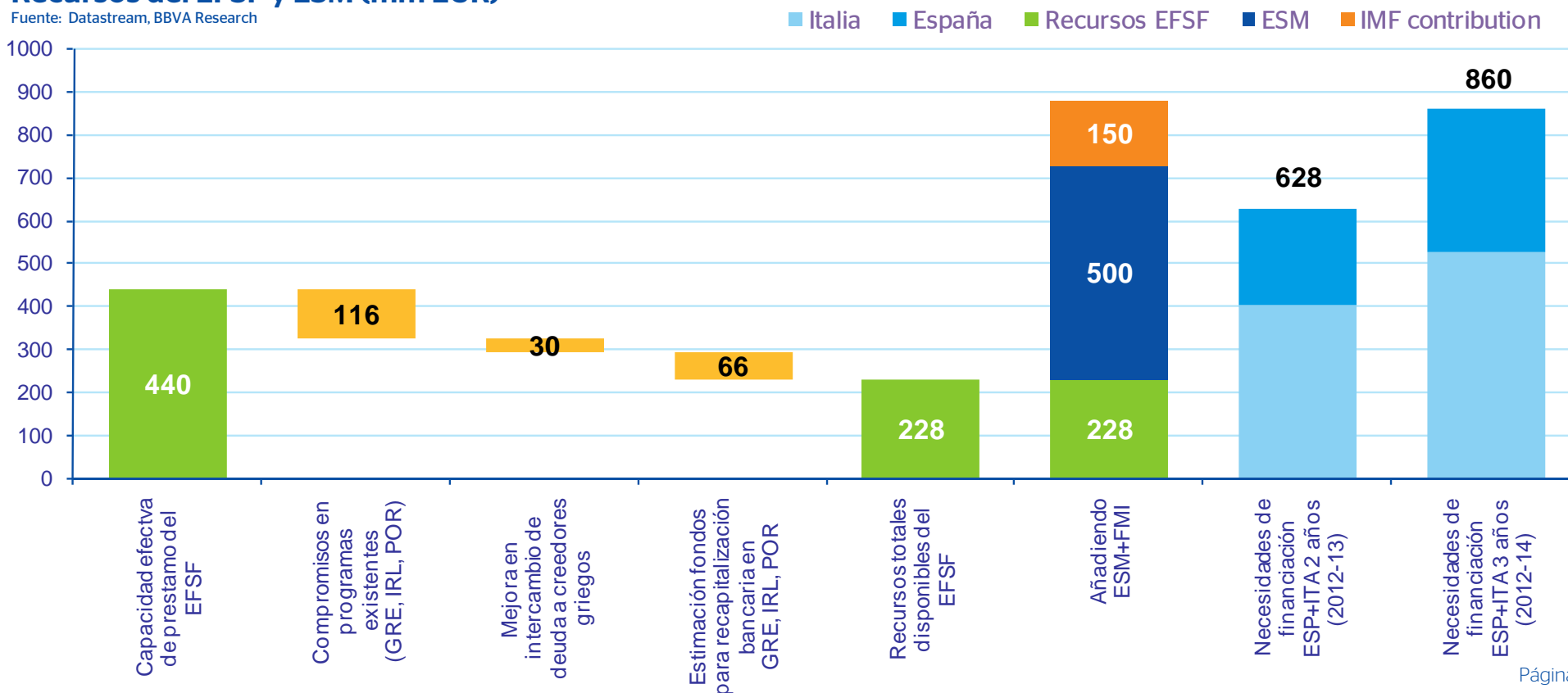
\* Escenario optimista para Grecia. Supone una participación del 95% de los tenedores de bonos en la quita, un crecimiento cercano al 3% a partir de 2015 y un superávit primario del 4,5% del PIB a partir de 2014 (déficit primario de 2.4% en 2011)

# 1 Evitar el contagio: EFSF y ESM pueden no ser suficientes.

Alemania parece preparada para unir EFSF y ESM por un total de 730 mm EUR. Pero el ESM necesitará aprobación parlamentaria y su implementación posterior puede llevar un largo tiempo. Aún con estos recursos no se cubrirían las necesidades de refinanciación de España e Italia en los próximos tres años

## Recursos del EFSF y ESM (mm EUR)

Fuente: Datastream, BBVA Research



2

Se han presentado planes de reformas, pero es necesario implementarlas y profundizarlas

## Italia

(Gobierno tecnocrático)

- Regla fiscal y consolidación
- Privatizaciones
- Reformas (laboral y del mercado de productos)

Presentado

## España

(Gov. con mayoría absoluta para los próximos 4 años)

- Consolidación fiscal, regla constitucional
- Restructuración del sistema financiero
- Reforma laboral

Presentado

## Portugal

(Gov. Con mayoría simple para los próximos 3.5 años)

- Consolidación fiscal sin ajustes contables
- Reformas en el mercado laboral y de productos

Presentado

## Grecia

(Gobierno tecnocrático)

- Fuertes retos para la consolidación fiscal
- Privatizaciones (?)
- Reformas para recuperar el crecimiento a largo pl

Presentado

**2**

La forzada recapitalización bancaria puede tener efectos negativos sobre la actividad.

**Efectos negativos**

Coste en términos de PIB será -0,2pp el primer año y -1,5% en el largo plazo (CE < BBVA < IIF)

Efecto diferencial de adelantar los requerimientos de Basilea III a Junio de 2012

Variable	Año 1	Año 4
PIB	-0.10	-0.09
Consumo	-0.05	-0.06
Inversión	-0.47	-0.43
Crédito	-0.50	-0.33

**Estrategias alternativas de recapitalización**

1. Desapalancamiento de actividades no esenciales
2. Reestructuración de la cartera de activos
3. Crecimiento orgánico del capital

Fuente: BBVA Research



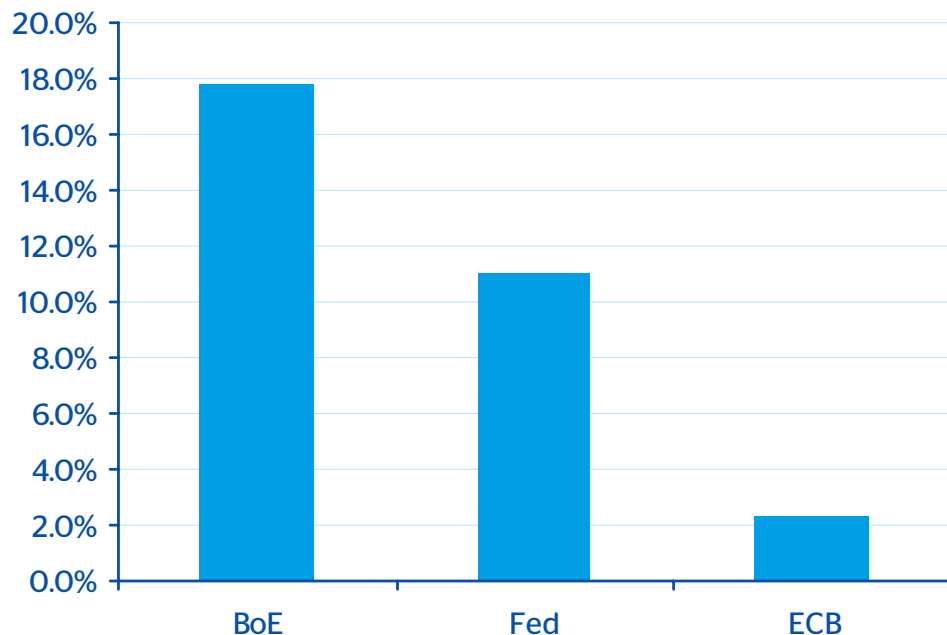
Las autoridades están crecientemente preocupadas por un desapalancamiento forzado del sistema bancario

2

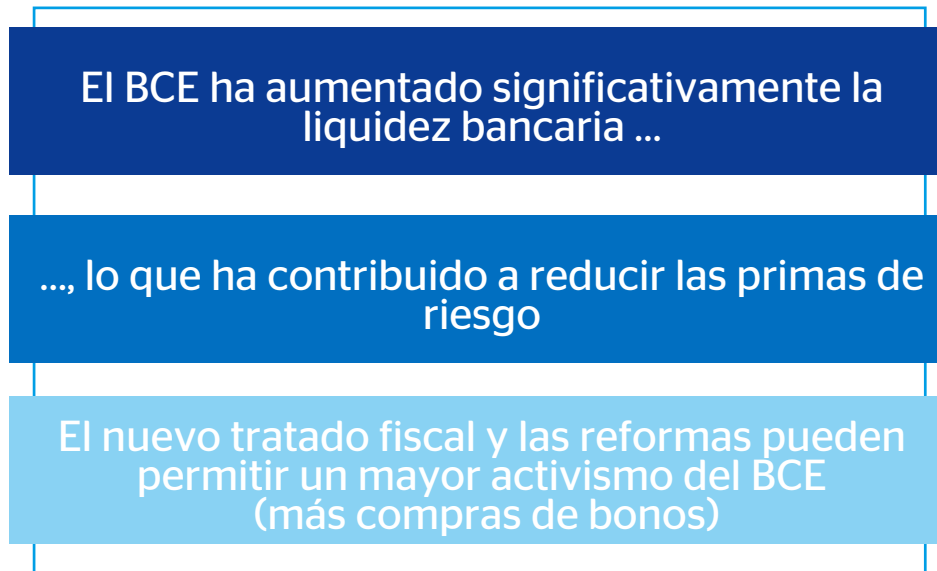
# La provisión de liquidez por parte del BCE ha sido crucial, pero sólo permite ganar tiempo.

## Compras de deuda pública por parte de bancos centrales (% del PIB)

Fuente: Datastream, BBVA Research



## Rol potencial del BCE



# 2 El mercado de financiación bancaria está abriéndose, pero muy despacio.

Se han producido las primeras emisiones de bancos de la periferia Europea, tanto garantizadas como sin garantía. A plazos cortos y con un alto coste. Por tanto, se continúa aún sin mercados completamente normalizados.

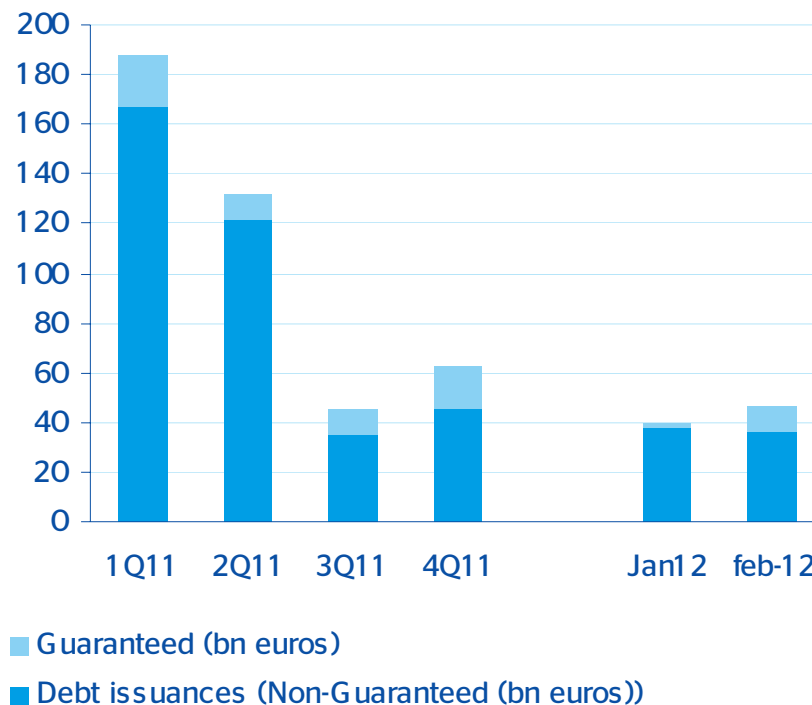
## Eurozona: Diferenciales de deuda senior y de cédulas frente al bono a 10 años alemán (pb)

Fuente BCE y BBVA Research



## Emisiones por parte de bancos de la zona del euro (mm EUR)

Fuente BCE y BBVA Research





### 3 Un monitoreo más cuidadoso de los desequilibrios, pero sanciones débiles

#### Gobernanza europea

Monitoreo de desequilibrios públicos y privados (“six pack”).



Sin sanciones fuertes

Acuerdo fiscal



Probablemente no a el nivel constitucional. La firma fuera del tratado crea incertidumbre.

Hoja de ruta hacia la unión fiscal



Sólo leve discusión de alternativas de eurobonos por parte de la Comisión Europea

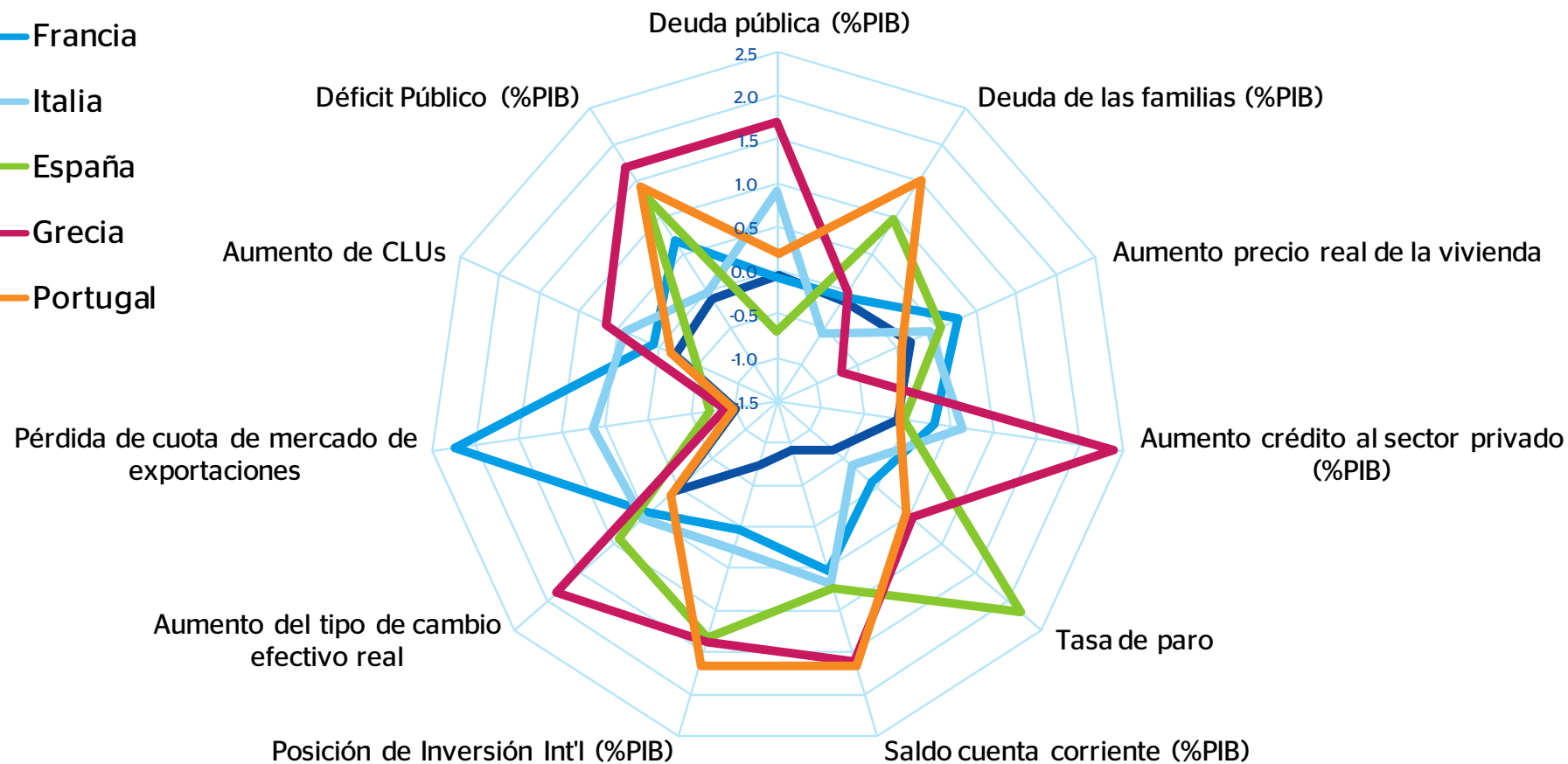
# 3 Monitoreo de desequilibrios estructurales en Europa (“six pack”).

## Desequilibrios macroeconómicos en Europa periférica (six pack)

Índice. Unidades en desviaciones típicas respecto a la media de la zona euro (media zona euro = 0)

Fuente: BBVA Research, Eurostat y Haver

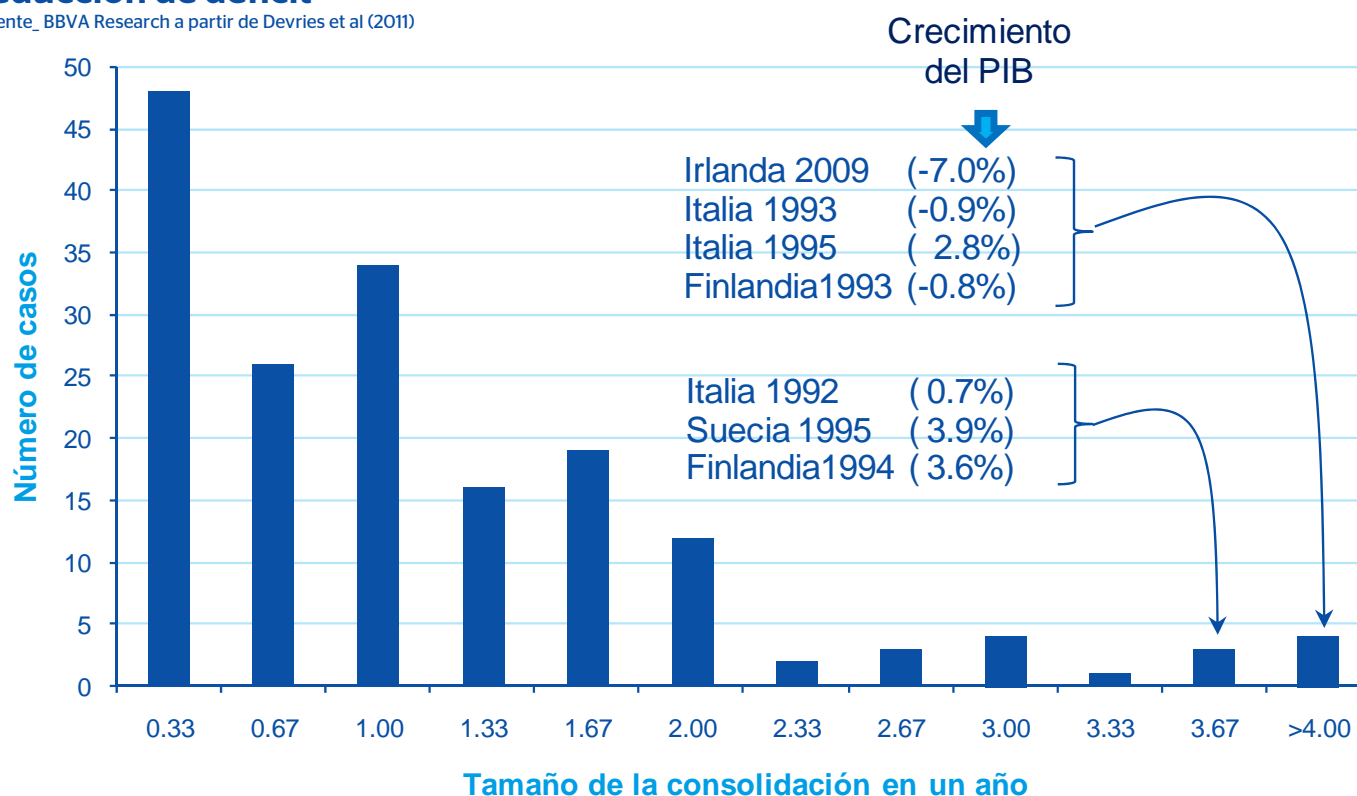
- Alemania
- Francia
- Italia
- España
- Grecia
- Portugal



# 3 Una corrección muy rápida de los desequilibrios puede ser contraproducente: el ejemplo fiscal

## Distribución de las consolidaciones fiscales en países OCDE con objetivos de reducción de déficit

Fuente: BBVA Research a partir de Devries et al (2011)



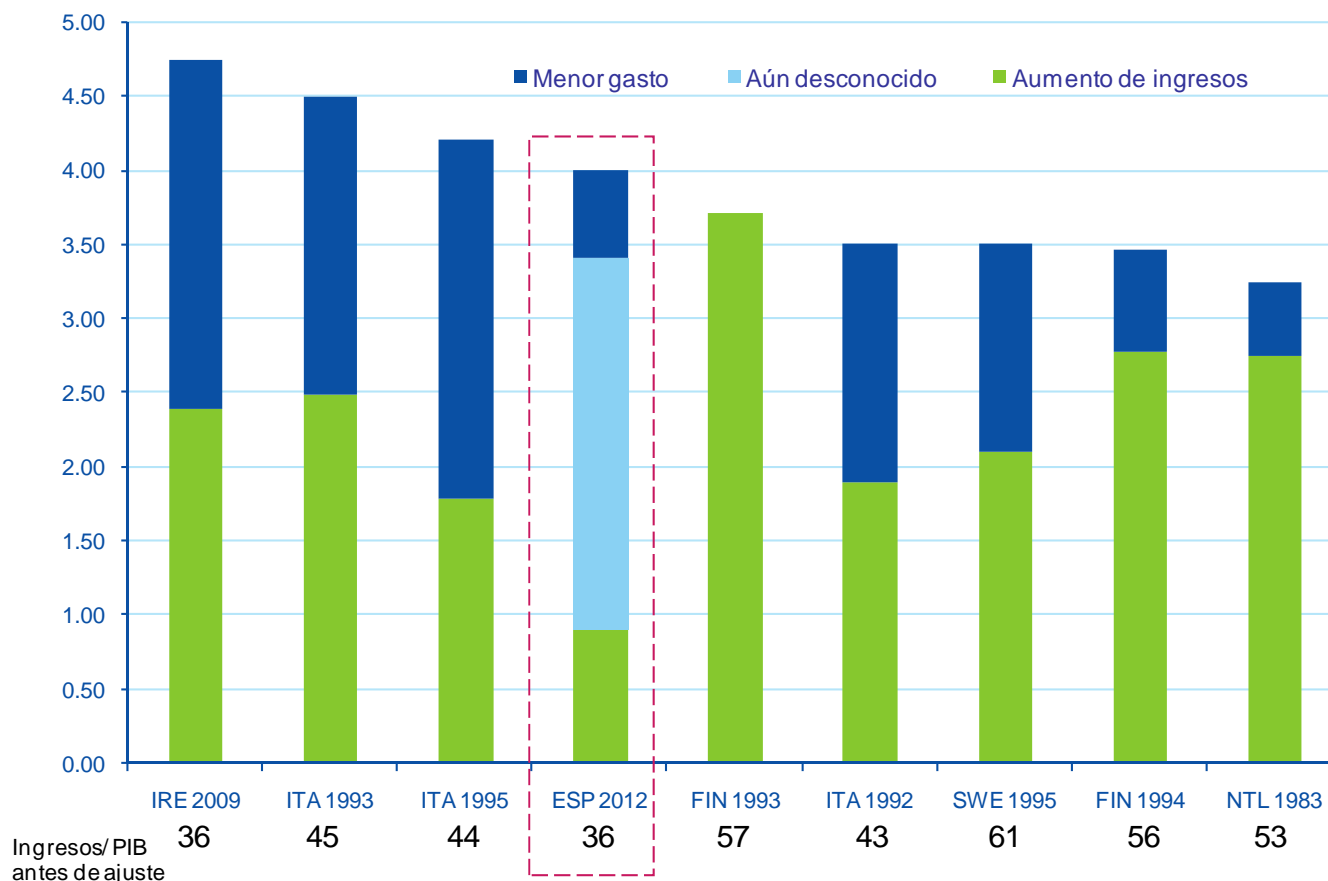
Pocas reducciones del déficit han sido mayores al 3% del PIB en un año

Basado en 173 casos de consolidación fiscal entre 1978-2009 para 17 países de la OECD (Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Japón, Holanda, Portugal, España, Suecia, Reino Unido y EE.UU.).

# 3 Las grandes reducciones del déficit han incluido alzas de impuestos significativas

## Mayores consolidaciones fiscales en OECD, 1978-2009: descomposición por tipo de ajuste

Fuente BBVA Research a partir de Devries et al (2011)



En casos de grandes reducciones del déficit, el gasto público no se redujo en más de 2.5pp del PIB (excepto en casos de elevada presión tributaria inicial).

# 3 El ejemplo de España: ajuste fiscal centrado en el componente estructural

## España: proyecciones de crecimiento y déficit público

	Crecimiento del PIB	Saldo público	Cambio en componente cíclico	Cambio en componente estructura
Programa de Estabilidad (2011)				
2010	-0,1	-9,2	0,0	0,0
2011	1,3	-6,0	-0,1	3,4
2012	2,3	-4,4	0,4	1,2
Reducción del déficit estructural en 2011 y 2012				4,6
Escenario BBVA				
2010	0,1	-9,2		
2011	0,7	-8,2	-0,1	1,2
2012	-1,3	5,3	-1,3	4,2
Reducción del déficit estructural en 2011 y 2012				5,3

## Proceso de consolidación fiscal

El incumplimiento de los objetivos en 2011 ha sido una mala noticia para la credibilidad del gobierno

Cualquier déficit menor al 6% implica un esfuerzo mayor al previsto en el Programa de Estabilidad

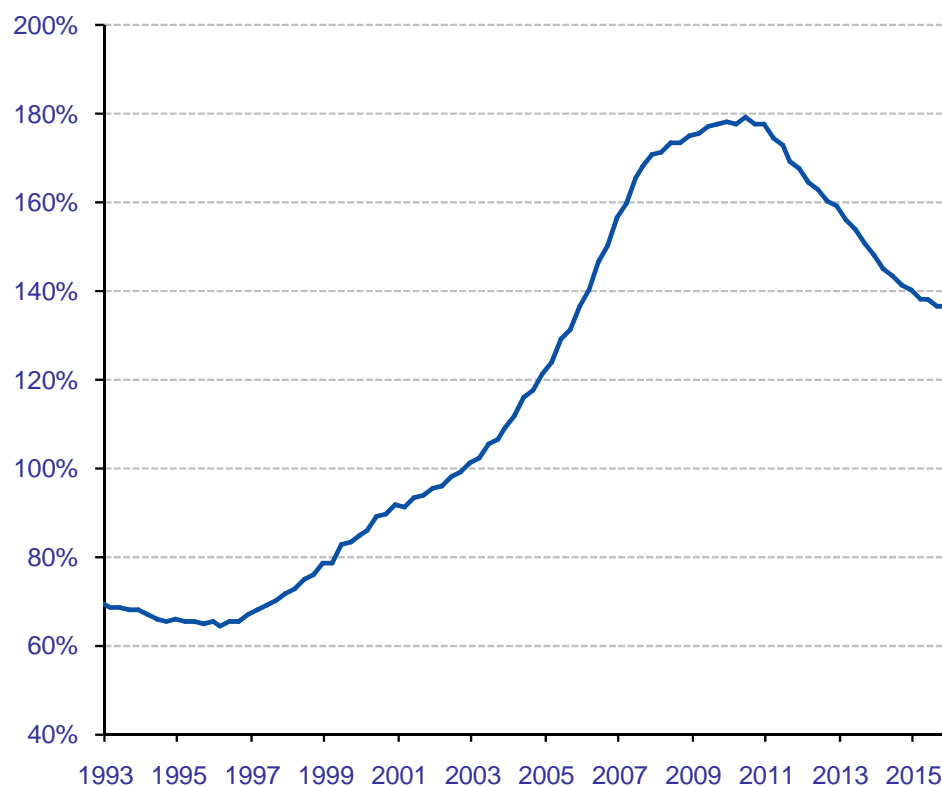
Es crucial seguir mejorando la gobernanza y transparencia de las AA.PP.

3

# La corrección del desequilibrio de endeudamiento también lastrará el crecimiento

## España: Crédito como % del PIB

Fuente: BBVA Research



España, como muchas economías desarrolladas, tendrá que llevar a cabo un proceso de despalancamiento

Según criterios puramente de demanda, la ratio de crédito debería regresar a niveles similares a los previos al boom (100% PIB)

Pero factores de oferta (liquidez, solvencia) pueden implicar que se converja a un nuevo equilibrio cercano al 130% del PIB

# ¿Qué se necesita? Reformas, acuerdo fiscal y el apoyo del BCE en el corto plazo

## Acciones en el corto plazo

El BCE es el único freno a la crisis en el corto plazo.

De momento apoyo indirecto a través de provisión de liquidez a largo plazo a los bancos: que continúe

Imprescindible cerrar el capítulo de la deuda Griega: reestructuración y rescates

Nuevo plan para Portugal, evitar su salida al mercado en 2013

Probar nuevas garantías del EFSF con Irlanda, para que sea un caso de éxito.

## Hoja de ruta para la salida de la crisis

Implementar reformas que impulsen el crecimiento

Aprobar e implementar el acuerdo fiscal (semilla de una unión fiscal)

Aumento de los recursos para un cortafuegos soberano, (quizás involucrando al BCE).

Girar la discusión sobre el ajuste fiscal para tener en cuenta tanto la parte cíclica como la estructural

# Europa: retos y oportunidades

Jorge Sicilia

BBVA Research | Economista Jefe



# Cumbres Europeas de enero y febrero: hacia Maastricht 2.0

## Conclusiones

Tratado sobre Estabilidad para limitar el déficit estructural al 0,5% e introducir sanciones

ESM se adelanta un año a julio 2012

Crisis griega: aprobación del segundo rescate y acuerdo sobre la quita del sector privado

Crecimiento: facilitar la utilización de fondos estructurales para empleo y PYMES

## Valoración

En línea con el paquete fiscal demandado por el BCE y Alemania. A la espera del texto final

Pendientes de la cuantía y de su operativa, aumento probable de los fondos del FMI

Dudas sobre la participación en la quita, la sostenibilidad de la deuda y las reformas

Sin fondos nuevos, sin objetivos fiscales en términos estructurales

# Europa afectada más negativamente por la crisis de deuda: recesión en 2012

## Escenario base

Reestructuración ordenada de la deuda griega e implementación del EFSF+ESM para evitar contagio

El BCE provee suficiente liquidez

Acuerdo fiscal permite intervención más decidida del BCE en los mercados de deuda

Países europeos satisfacen sus compromisos de reformas estructurales

Mercados mayoristas se vuelven a abrir a los bancos europeos

Tensión financiera permanece alta por algún tiempo: recesión en la zona euro

## Escenario de riesgo

Accidentes en Europa (impago desordenado en Grecia → contagio)

Vuelta a la recesión en EE.UU. y aterrizaje brusco en las economías emergentes

Riesgos geopolíticos

Riesgos regulatorios