

El Futuro de las Economías Desarrolladas tras la Gran Recesión

Rafael Doménech

Más allá de la Gran Recesión

Fundación Cañada Blanch y Universidad de Valencia, 28 de marzo 2012



BBVA

RESEARCH

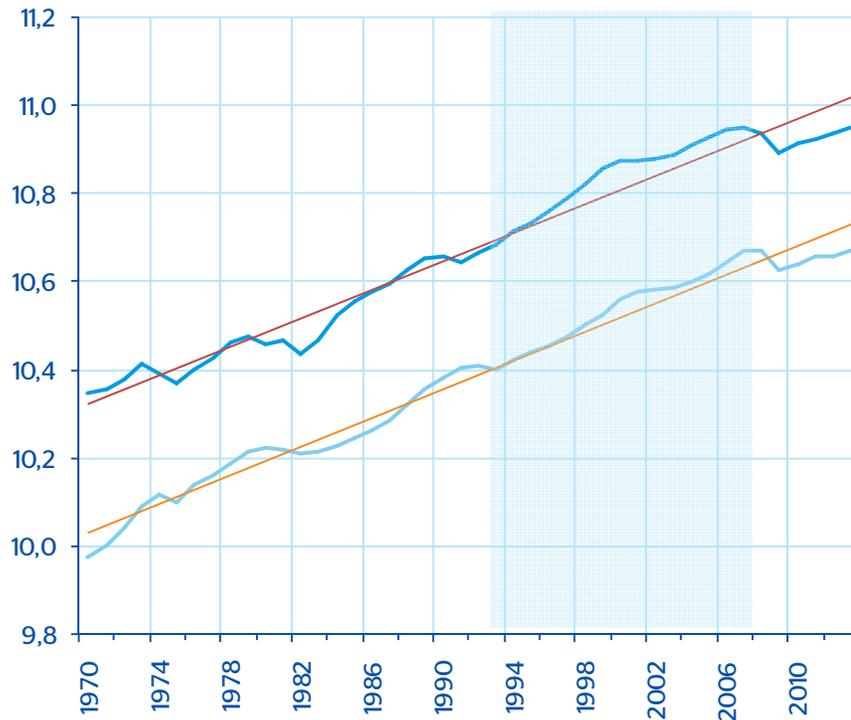
El Futuro de las Economías Desarrolladas tras la Gran Recesión, 22 de marzo de 2012

The future ain't what it used to be
Yogi Berra

De la Gran Moderación a la Gran Recesión

PIB por persona en edad de trabajar (% a/a)

Fuente: BBVA Research



De 1995 a 2007: uno de los periodos de mayor crecimiento económico

Ciclos menos volátiles y percepción de política económica mejor gestionada

Bajas tasas de inflación

Gran Moderación

Valoración muy reducida del riesgo y a tipos de interés muy bajos

1. Política de bajos tipos de interés o “money glut”

Tipos de interés a corto plazo

Fuente: Main Economic Indicators, OCDE



Irrupción de países exportadores con costes de producción muy reducidos

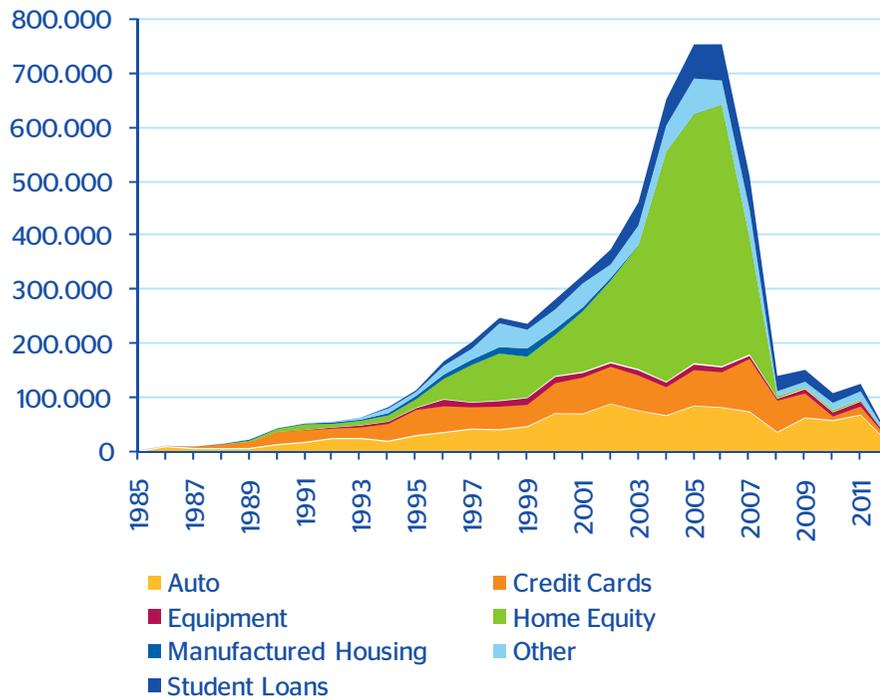
La política de “benign neglect” respecto a los elevados precios de los activos

Evitar la recesión tras la explosión de la burbuja tecnológica, reunificación alemana

2. Elevado ahorro mundial o “saving glut”

Emisiones de ABS (3 meses, 2000-8)

Fuente: JP Morgan Chase and Adrian and Shin (2009)



Aumento de la demanda de activos seguros: ingentes emisiones de derivados y titulizaciones

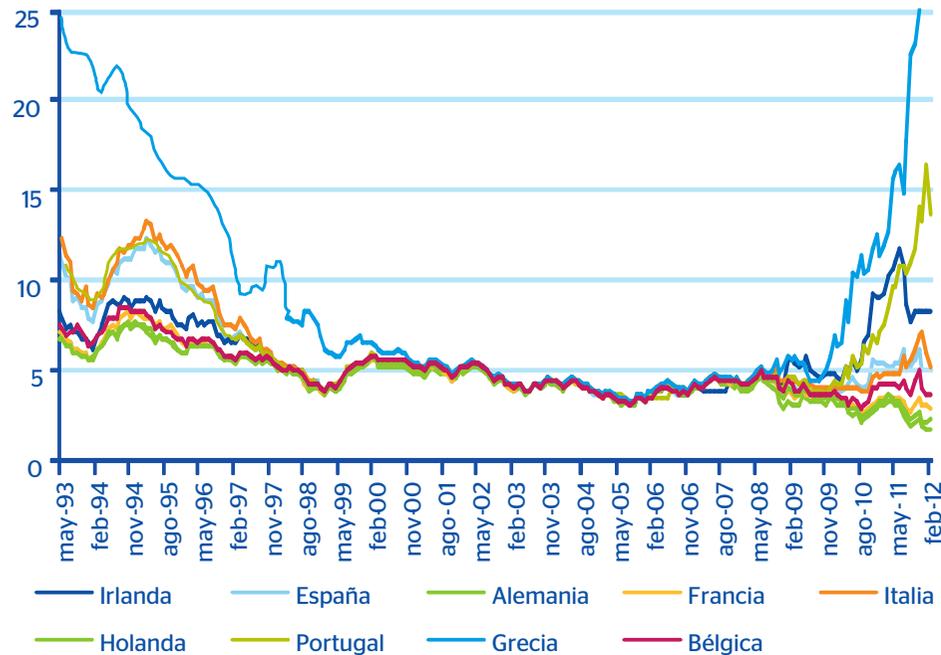
Enorme liquidez para financiar los activos que servían como subyacentes

Heterogeneidad por países, sectores y agentes: ahorradores vs inversores

3. Creación de la UEM

Tipos de interés de la deuda pública, 10 años

Fuente: Bloomberg and Adrian and Shin (2009)



Desapareció el riesgo de tipo de cambio entre sus miembros

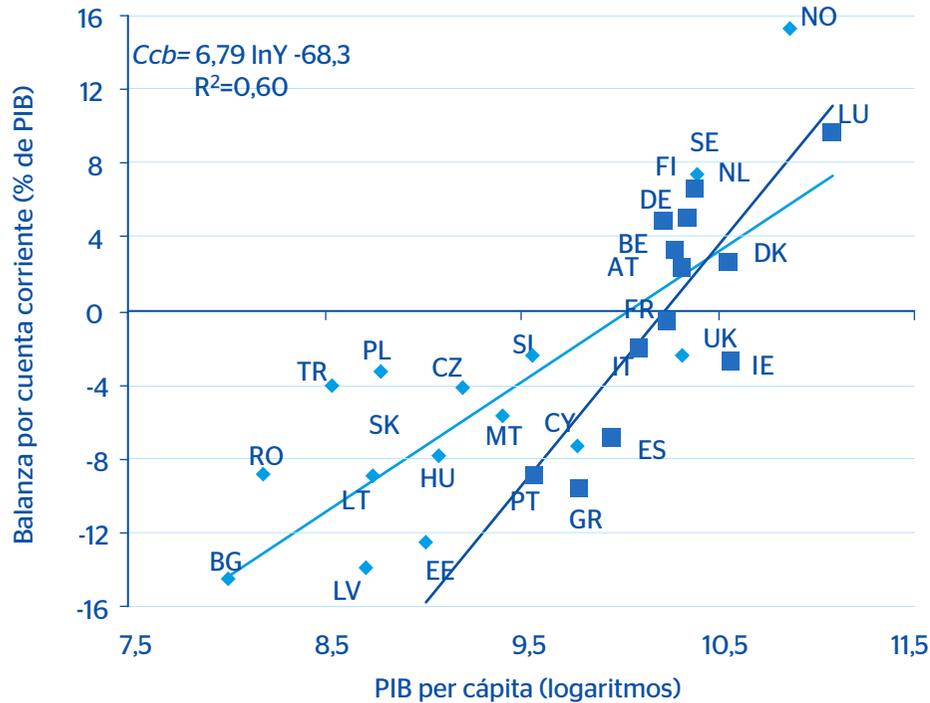
Expectativa de que la UEM aseguraba la convergencia económica

Desaparición de las primas de riesgos en la deuda soberana

3. Creación de la UEM

Renta per cápita y balanza por cuenta corriente

Fuente: BBVA Research basado en Eurostat



Convergencia económica -> flujos de capital

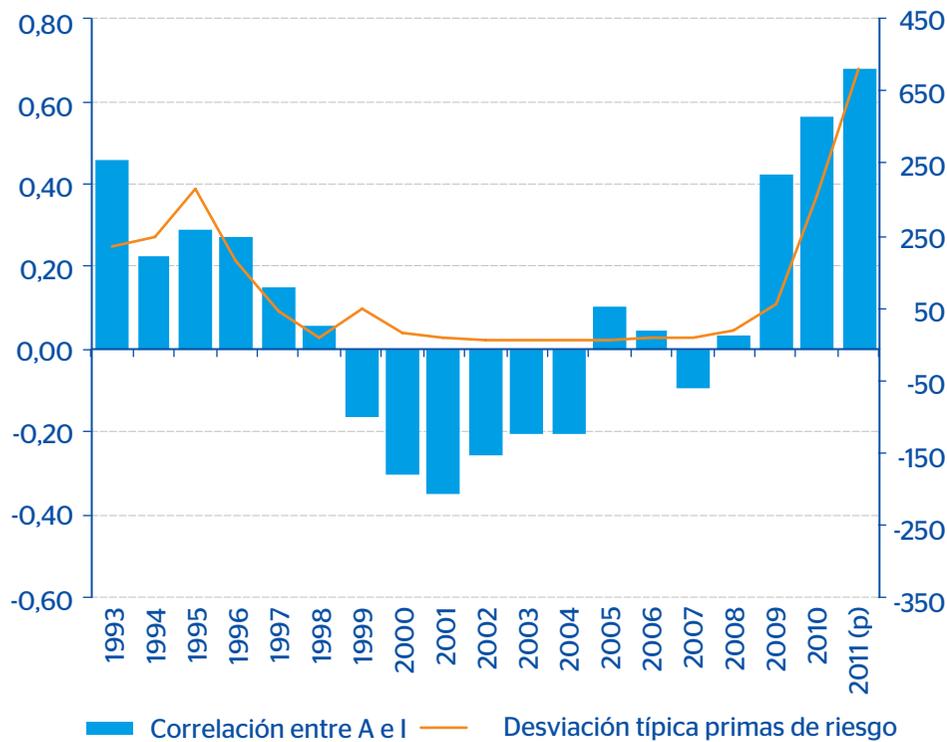
La balanza por cuenta corriente refleja las expectativas de convergencia económica ...

... de forma mucho más intensa en la UEM que en el resto de países de la UE

3. Creación de la UEM

Correlación entre las tasas de ahorro e inversión y primas de riesgo

Fuente: BBVA Research basado en Eurostat



Convergencia económica -> flujos de capital

Desaparición de la paradoja Feldstein-Horioka

La correlación entre la tasa de ahorro y la tasa de inversión pasa a ser nula o negativa

Los desequilibrios en la UEM

Deuda y déficits en la UEM, EE.UU. Y Reino Unido

(% del PIB)

Fuente: AMECO, Haver, IMF, fuentes nacionales y BBVA Research

		EA17	US	UK
Saldo presupuestario AA.PP	2011	-4,4	-9,6	-8,9
Deuda AA.PP.	2011	87,6	100,0	84,8
Deuda de los hogares	2010	67,3	92,1	106,1
Deuda de las empresas	2010	119,1	74,6	123,7
Balanza por cuenta corriente	2011	0,1	-3,1	-2,7
Posición internacional neta	2010	-7,2	-17,0	-13,9

UEM elevada heterogeneidad interna y menores desequilibrios agregados ...

... que en EE.UU. o Reino Unido ...

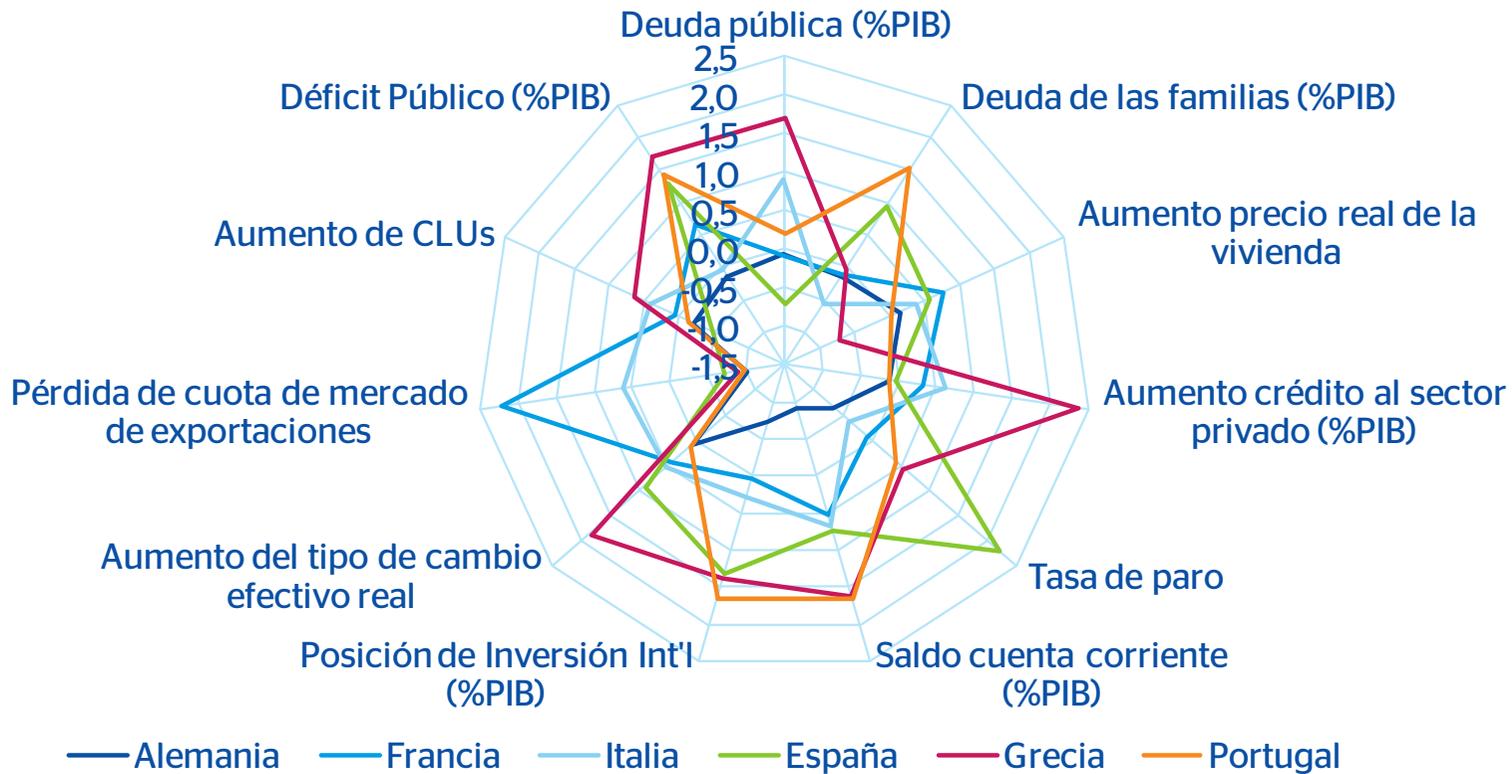
... para el sector público, sector privado o sector exterior

Los desequilibrios en la UEM

Desequilibrios macroeconómicos en Europa periférica (*six pack*)

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

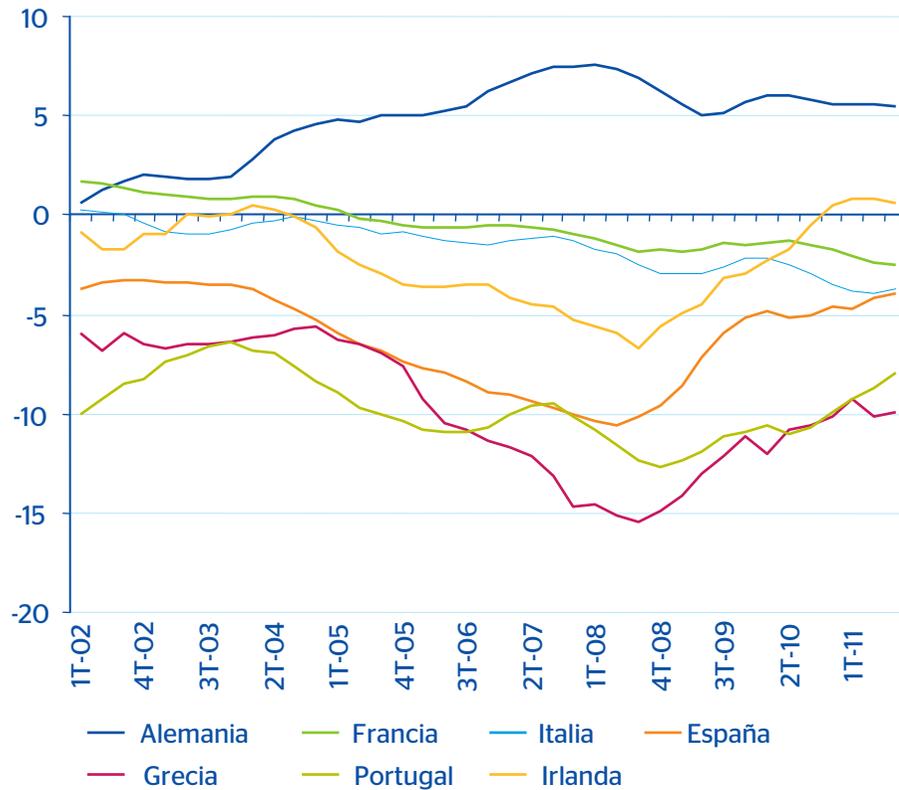
Fuente: BBVA Research, Eurostat y Haver



Los desequilibrios en la UEM

Balanza por cuenta corriente (% de PIB)

Fuente: BBVA Research con datos de fuentes nacionales



Progresiva y persistente disparidad en la cuenta corriente de sus países miembros

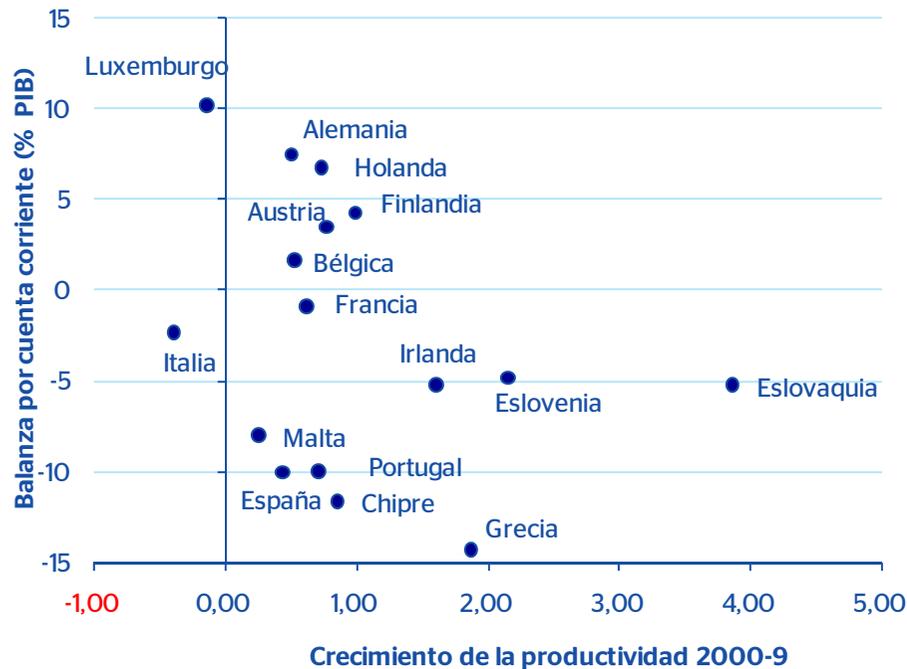
Una asignación del ahorro que se consideraba óptima (“consenting adults”, Obstfeld, 2012) ...

... y que ha dado lugar a un *sudden stop*

Los desequilibrios en la UEM

Balanza por cuenta corriente y crecimiento de la productividad

Fuente: BBVA Research con datos de fuentes nacionales



Ausencia de correlación entre el déficit exterior y el crecimiento de la productividad

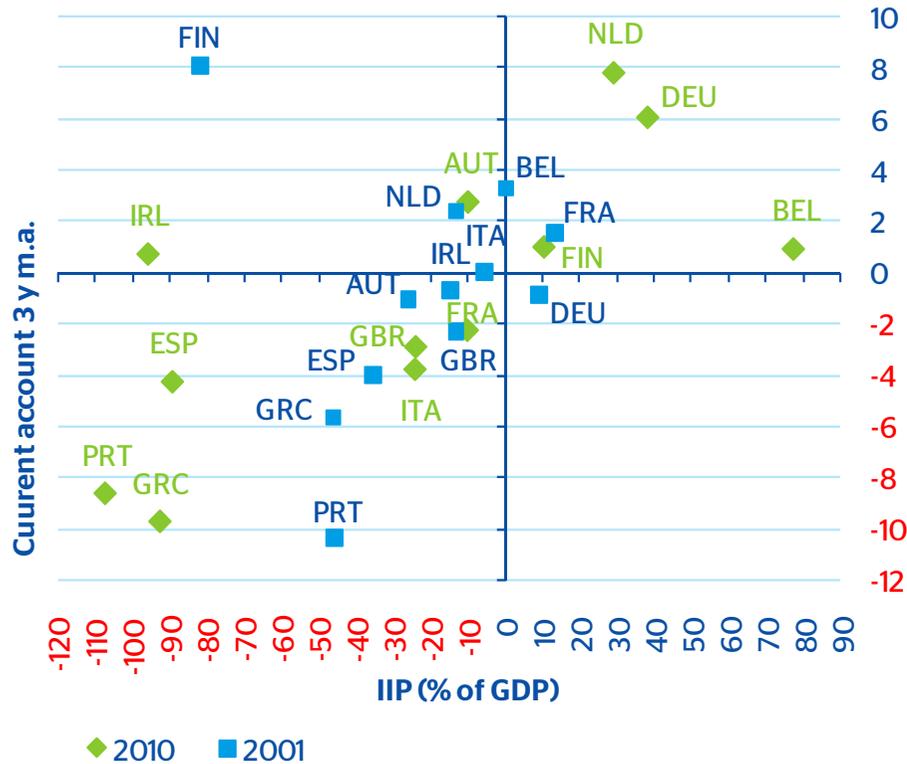
En unos países fue la caída del ahorro y en otros el exceso de inversión ...

... con predominio de la financiación bancaria.

Los desequilibrios en la UEM

Balanza por cuenta corriente y posición internacional neta

Fuente: BBVA Research en base a Eurostat



Persistencia del desequilibrio en la balanza por cuenta corriente

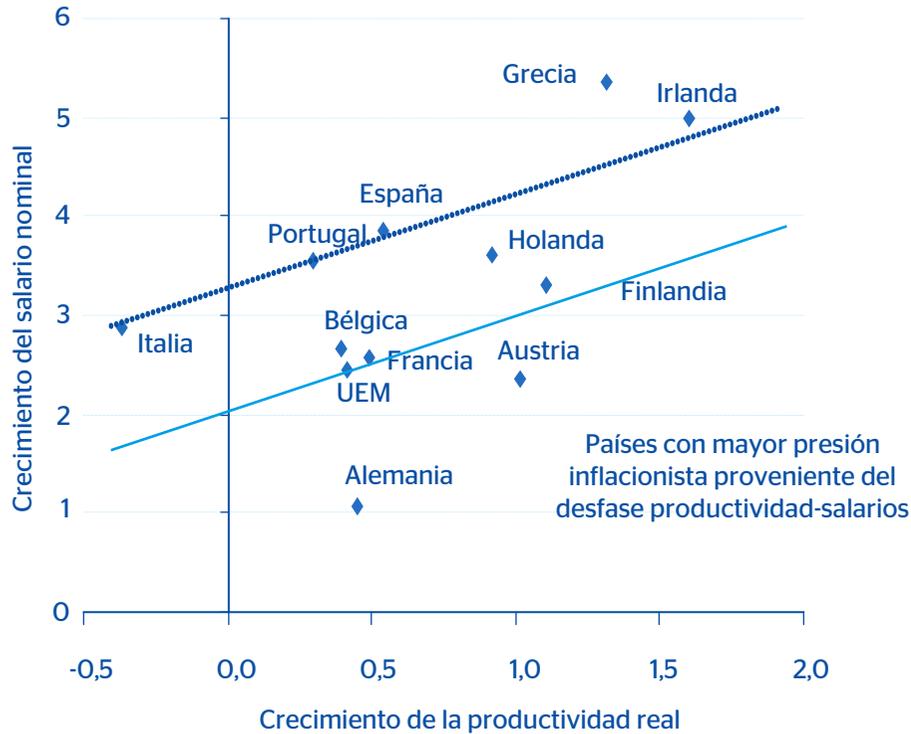
El balance ahorro/inversión no respondía al volumen de la posición exterior neta acumulada

Elevados niveles de deuda neta en países con Grecia, Irlanda, Portugal o España

Los desequilibrios en la UEM

Crecimiento de los salarios nominales y de la productividad real

Fuente: BBVA Research en base a Eurostat



Los mecanismos de mercado no han funcionado para corregir estos desequilibrios

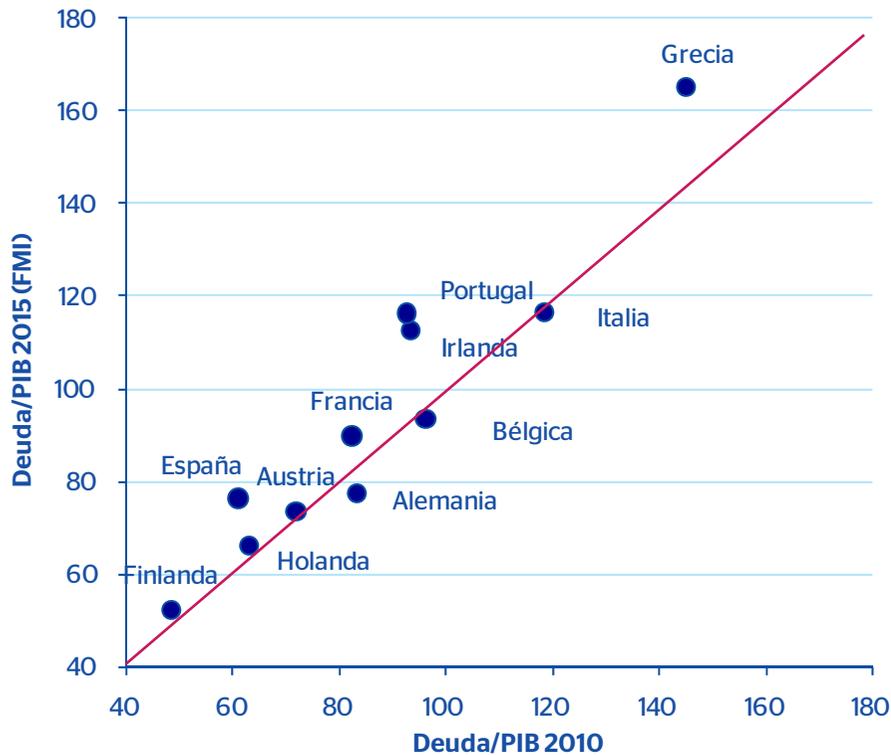
Financiación externa: producción de no comerciables y aumento de los costes laborales

Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia

Los desequilibrios en la UEM

Deuda pública (% PIB)

Fuente: BBVA Research en base a Eurostat



Deuda de la UEM menor que en EE.UU. y Reino Unido ...

... pero con enormes disparidades entre países, y creciente en algunos de ellos

Problemas de gobernanza importantes

Los desequilibrios en la UEM

Desequilibrios macroeconómicos en UEM (*six pack*)

Fuente: BBVA Research, Eurostat y Haver

	Bélgica	Dinamarca	Alemania	Irlanda	Grecia	España	Francia	Italia	Holanda	Austria	Portugal	Finlandia
Cuenta corriente	-0,6	3,9	5,9	-2,7	-12,1	-6,5	-1,7	-2,8	5	3,5	-11,2	2,1
PI Neta	77,8	10,3	38,4	-90,9	-92,5	-89,5	-10	-23,9	28	-9,8	-108	9,9
Tipo de cambio real	1,29	0,95	-2,95	-5,03	3,94	0,55	-1,41	-0,99	-0,98	-1,33	-2,43	0,26
Cuota de exportaciones	-15,4	-15,3	-8,3	-12,8	-20	-11,6	-19,4	-19	-8,1	-14,8	-8,6	-18,7
CLU	8,5	11	6,6	-2,3	12,8	3,3	7,2	7,8	7,4	8,9	5,1	12,3
Precio vivienda	0,38	0,6	-0,99	-10,5	-6,82	-4,27	3,61	-1,54	-2,86	-1,47	0,13	6,64
Crédito privado	13,1	5,8	3,1	-4,5	-0,7	1,4	2,4	3,6	-0,7	6,4	3,3	6,8
Deuda privada	233	244	128	341	124	227	160	126	223	166	249	178
Deuda pública	96,2	43,4	83,2	92,5	145	61	82,3	118	62,9	71,8	93,4	48,3
Desempleo	7,7	5,6	7,5	10,6	9,9	16,5	9	7,6	3,8	4,3	10,4	7,7

Los desequilibrios en las economías desarrolladas

Capacidad estructural en las economías desarrolladas

Fuente: FMI y BBVA Research

	Liberal Market Economies			Coordinated Market Economies									Mixed market Economies				Avg.
Medium Term	UK	USA	IRL	GER	FRA	NLD	BEL	AUT	FIN	DEN	SWE	JAP	SPA	ITA	POR	GRE	
Labour market	1	1	1	2	3	2	2	2	1	1	2	1	3	3	3	3	1.9
Corporate regulations	1	1	1	2	2	1	3	2	2	1	1	2	3	2	2	3	1.8
Network regulations	1	1	3	1	2	1	1	1	2	1	1	2	1	2	2	3	1.6
Retail	1	1	1	1	2	1	3	3	2	2	1	1	2	2	2	3	1.8
Professional services	1	1	1	3	2	1	2	2	1	1	1	1	2	3	2	3	1.7
Long term																	
Institutions and contracts	1	2	2	1	2	1	2	1	1	1	2	2	2	3	3	3	1.8
Human capital	2	2	1	2	2	1	1	2	1	1	1	1	3	3	3	3	1.8
Infrastructure	1	1	3	1	1	1	2	2	2	1	1	1	1	3	2	3	1.6
Innovation	1	1	2	1	1	1	1	2	2	1	1	1	3	2	3	3	1.6
Average	1.1	1.3	1.7	1.6	1.9	1.1	1.9	1.9	1.6	1.1	1.2	1.3	2.2	2.6	2.4	3.0	1.7



El futuro a medio y a largo plazo

1. Reducción de los desequilibrios acumulados en la expansión y la crisis

2. La nueva gobernanza europea y el futuro del euro

3. La posición relativa de las economías desarrolladas en el mundo



1. La reducción de los desequilibrios acumulados

Un proceso de desapalancamiento y reducción de desequilibrios

No todas las economías están igual ...

... unas acumularon menos desequilibrios en la fase de expansión y ...

... otras empezaron los ajustes mucho antes y más rápidamente (flexibilidad)

1. La reducción de los desequilibrios acumulados

EE.UU.: Endeudamiento de las familias

Fuente: BBVA Research y Haver



En Estados Unidos los ajustes están siendo más rápidos que en otros países

Economía más flexible, con capacidad de depurar desequilibrios más rápidamente ...

... sobre todo en el caso del sector privado, mientras el ajuste fiscal sigue pendiente

Mejores perspectivas de crecimiento potencial



2. La nueva gobernanza europea

Respuesta supranacional a fallos de coordinación y errores nacionales

1. Integración financiera: coordinación y regulación financiera supranacional

2. Integración fiscal: presupuesto comunitario y transferencias transitorias

3. Integración económica: convergencia en los factores de crecimiento



2.1 Integración financiera

Es difícil gestionar crisis financieras a sin reguladores, supervisores y mecanismos aseguradores supranacionales.

EE.UU. tiene instituciones federales para gestionar crisis bancarias, Europa no

EE.UU. tiene una regulación federal, Europa tiene una enorme dispersión nacional

Necesidad de avanzar hacia un espacio financiero común



2.2 Integración fiscal

Pacto por el Euro: Tratado de Estabilidad, EFSF+ESM y *six-pack*

Eurobonos: ni necesarios ni suficientes pero si convenientes como mecanismo asegurador

La propuesta de bonos azules y rojos tiene la ventaja de mantener disciplina de mercado

¿Eurobonos -> impuestos europeos?
No es necesario, salvo por redistribución

2.3 Convergencia en renta per cápita

La integración financiera y fiscal no asegura la convergencia económica

Los beneficios de la UE deben ir más allá de la integración financiera y fiscal

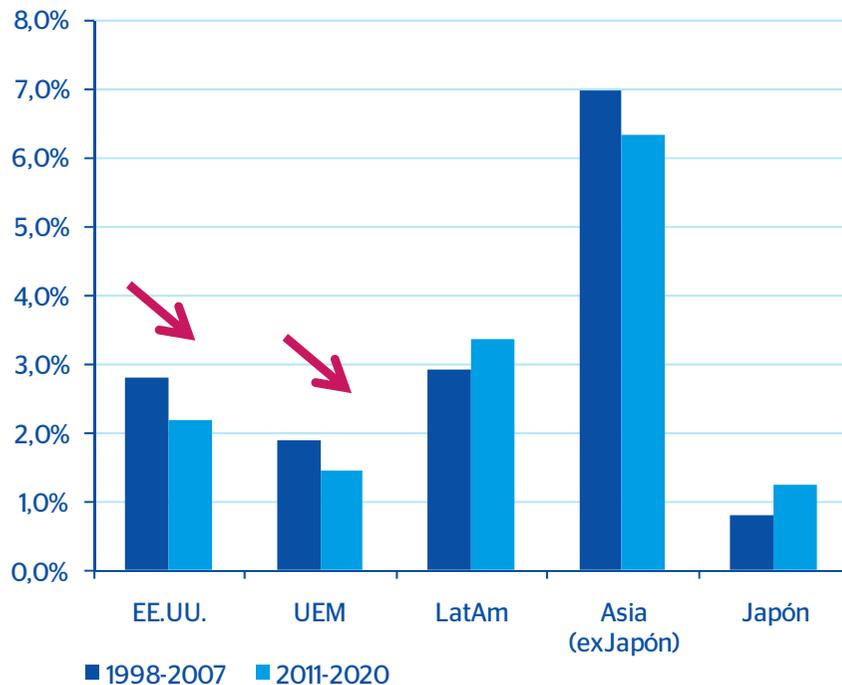
Es necesario facilitar la convergencia de los determinantes del crecimiento económico

Un proceso que llevará décadas

3. La posición relativa en la economía mundial

Crecimiento potencial

Fuente: BBVA Research



¿Periodo de menor crecimiento potencial?

Otros factores endógenos adicionales muy importantes generan mucha incertidumbre

El desapalancamiento del sector privado será un freno de la acumulación de capital físico

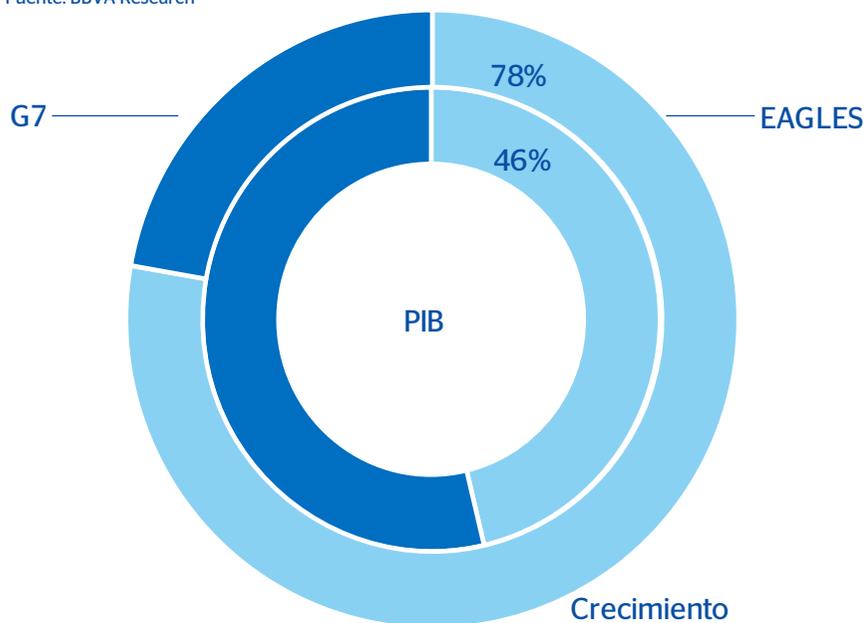
Crecimiento de la población en edad de trabajar (envejecimiento, inmigración) y capital humano

Otras reformas estructurales, cambios sectoriales y crecimiento de la PTF (competitividad)

3. La posición relativa en la economía mundial

Contribución actual al PIB y contribución al crecimiento en la próxima década

Fuente: BBVA Research



La economías desarrolladas tienen una posición actual superior a la que van a tener en el futuro

Los EAGLES representan el 46% del PIB conjunto con el G7 ...

... pero van suponer el 78% de todo el crecimiento durante la próxima década

Algunas economías (Corea) ya ha superado la renta per cápita de países como España



Conclusiones

- 1** Excesiva complacencia de los mercados, agentes, instituciones y gobiernos al interpretar los desequilibrios generados durante el periodo de expansión.
- 2** Los mercados sobrerreaccionan, son procíclicos y por sí solos no generan mecanismos de disciplina adecuados a corto y medio plazo.
- 3** La expansión y la crisis han generado importantes desequilibrios que van a ser una pesada losa durante muchos años en muchas economías desarrolladas.
- 4** Mayor integración financiera, fiscal y económica para propiciar un crecimiento equilibrado.
- 5** La solución pasa por las reformas estructurales e institucionales para acelerar la salida de la crisis y asegurar un mayor bienestar a largo plazo en una economía global más competitiva.

El Futuro de las Economías Desarrolladas tras la Gran Recesión

Rafael Doménech

Más allá de la Gran Recesión

Fundación Cañada Blanch y Universidad de Valencia, 28 de marzo 2012