

Europa: razones de la crisis, situación actual y perspectivas de futuro

Rafael Doménech

**La Economía Española en un Escenario Económico Mundial sin
Precedentes**

24 de enero de 2013

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

Índice

Sección 1**De la Gran Moderación a la Gran Recesión**

Sección 2

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

Sección 3

¿Dónde estamos ahora?

Sección 4

¿Hacia dónde vamos? Una estrategia de recuperación a corto y medio plazo

Sección 5

¿Hacia dónde vamos? Una estrategia de crecimiento a largo plazo

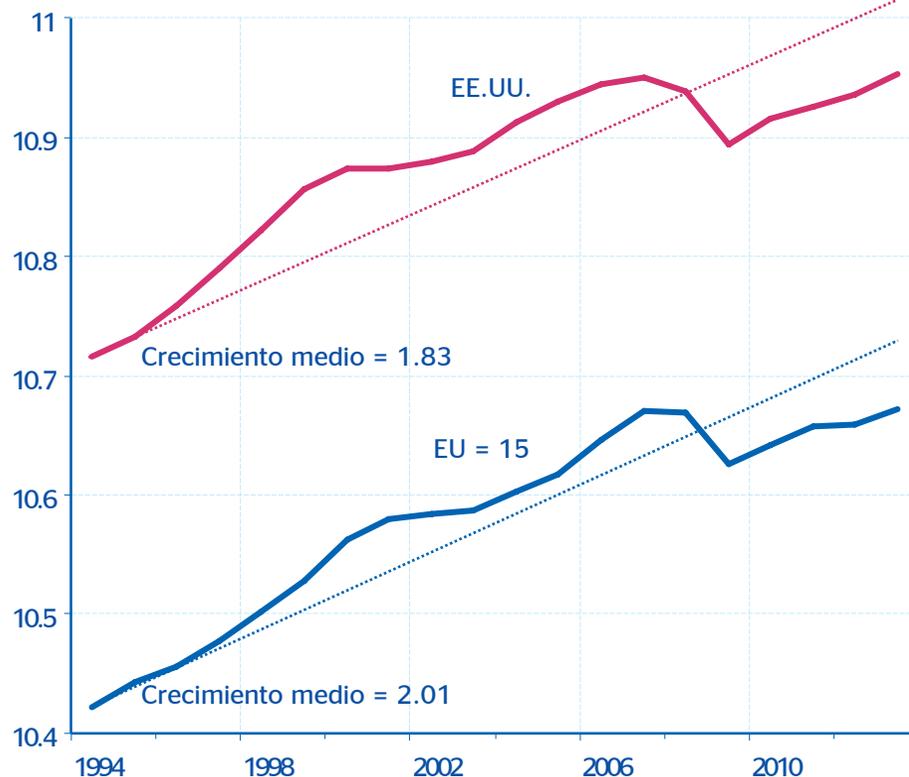
Sección 6

Conclusiones

De la Gran Moderación a la Gran Recesión

PIB por persona en edad de trabajar (logs)

Fuente: BBVA Research



Componente tendencial estimado de 1970 a 2012

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

J. Andrés y R. Doménech (2012): "El Futuro del Euro tras la Gran Recesión".

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

Tipos de interés a corto plazo

Fuente: Main Economic Indicators, OCDE

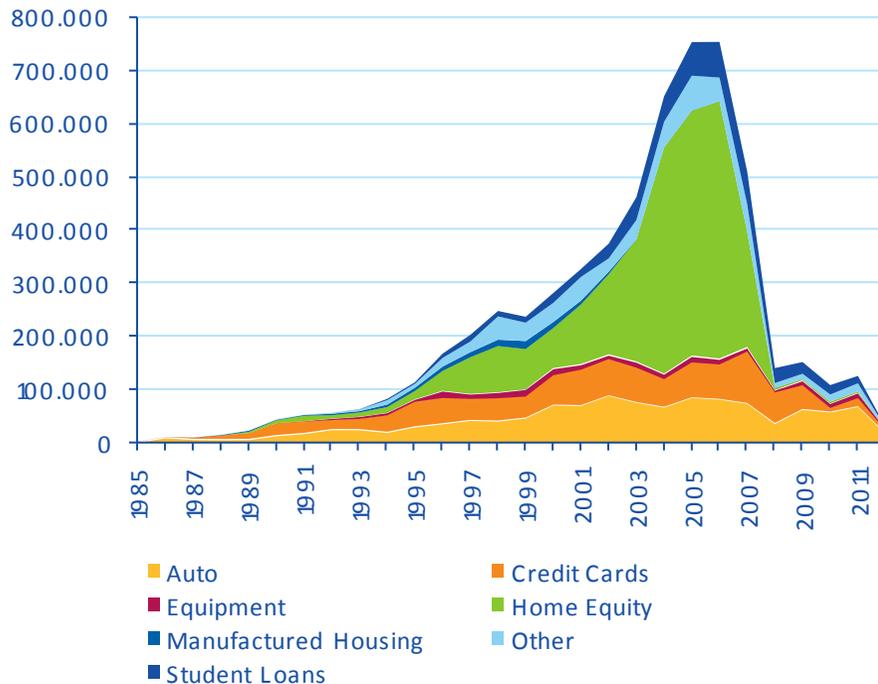


- Irrupción de países exportadores con costes de producción muy reducidos
- La política de “benign neglect” respecto a los elevados precios de los activos
- Evitar la recesión tras la explosión de la burbuja tecnológica, reunificación alemana

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

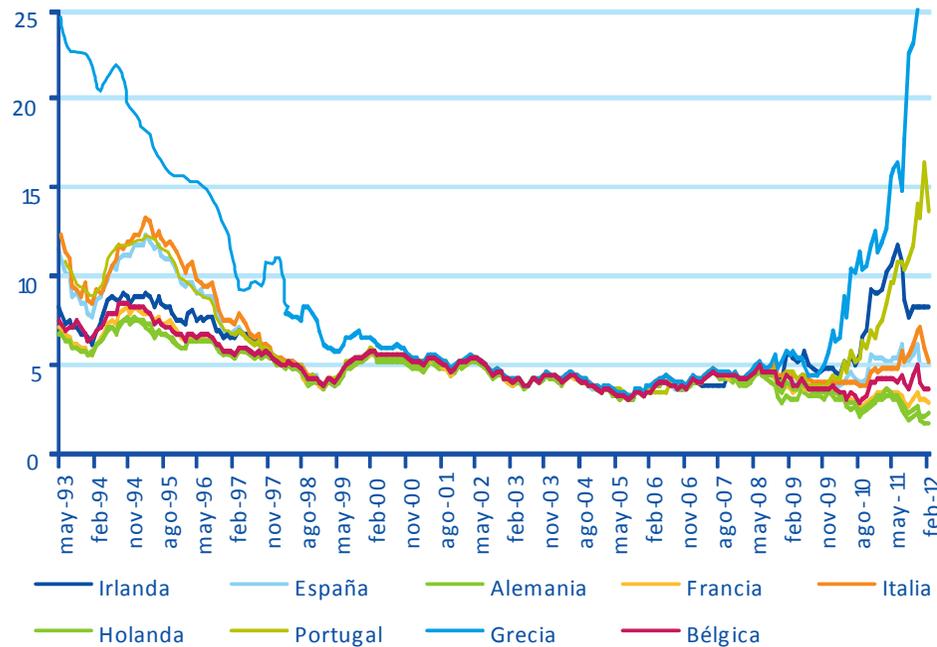
Enorme liquidez para financiar los activos que
servían como subyacentes

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

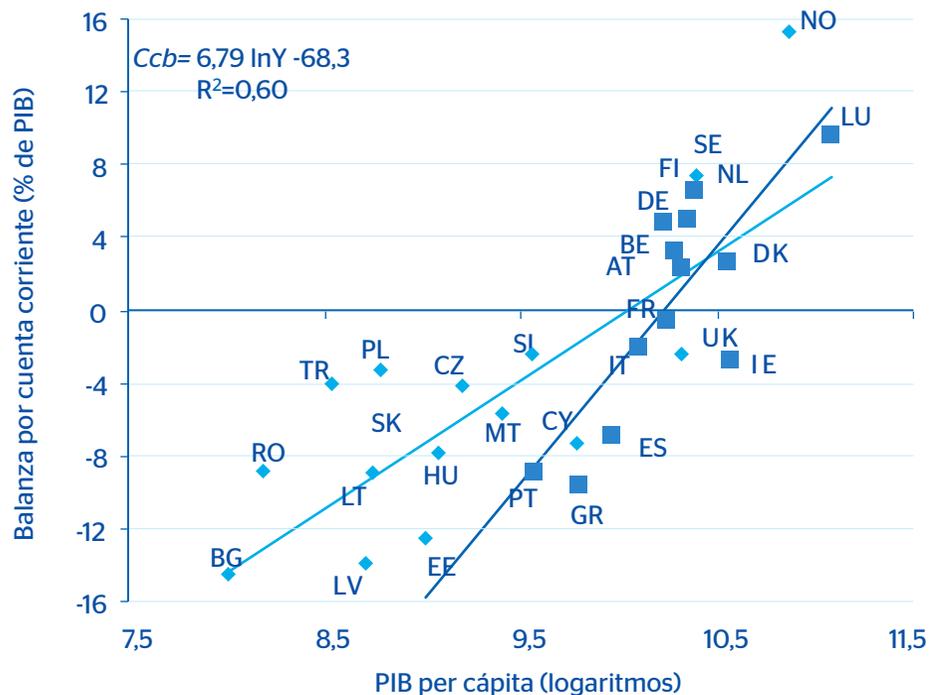
Expectativa de que la UEM aseguraba la convergencia económica

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

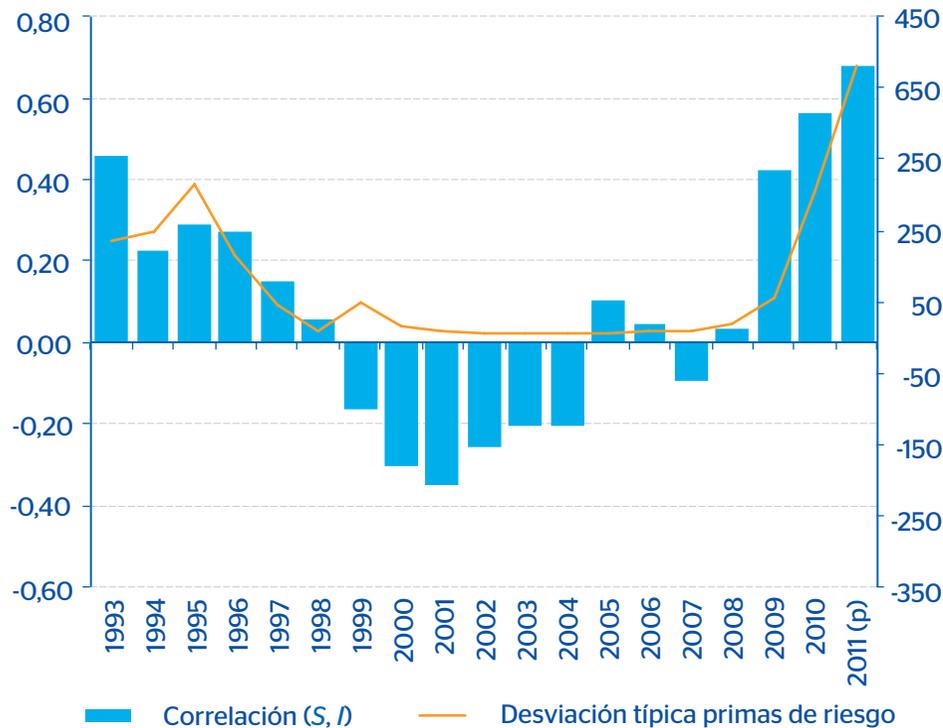
La balanza por cuenta corriente reflejaba las expectativas de convergencia económica ...

... 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



La expectativa de convergencia económica generó unos enormes flujos de capital

Desaparición de la paradoja Feldstein-Horioka

La correlación entre la tasa de ahorro (*S*) y la tasa de inversión (*I*) pasó a ser nula o negativa

Índice

Sección 1

De la Gran Moderación a la Gran Recesión

Sección 2

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

Sección 3

¿Dónde estamos ahora?

Sección 4

¿Hacia dónde vamos? Una estrategia de recuperación a corto y medio plazo

Sección 5

¿Hacia dónde vamos? Una estrategia de crecimiento a largo plazo

Sección 6

Conclusiones

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

A pesar de que para el conjunto de la eurozona los desequilibrios eran en 2011 y 2012 menores que en EE.UU. o Reino Unido ...

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 ...

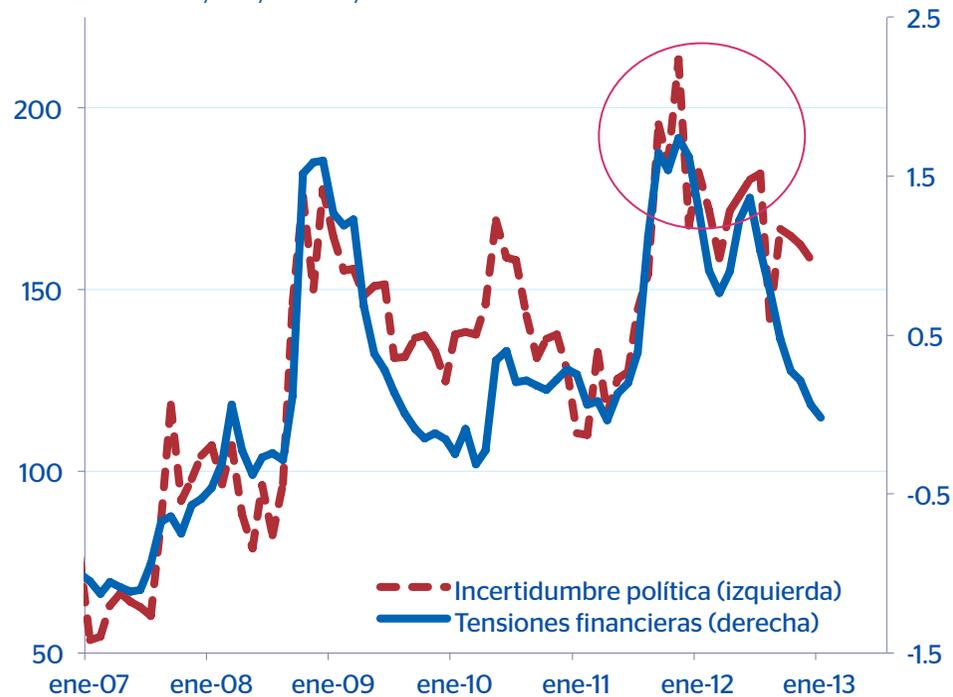
... para el sector público, sector privado o sector exterior

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

... Europa ha llegado a estar al borde del abismo

Eurozona: Índices de incertidumbre política y financiera

Fuente: BBVA Research y PolicyUncertainty.com

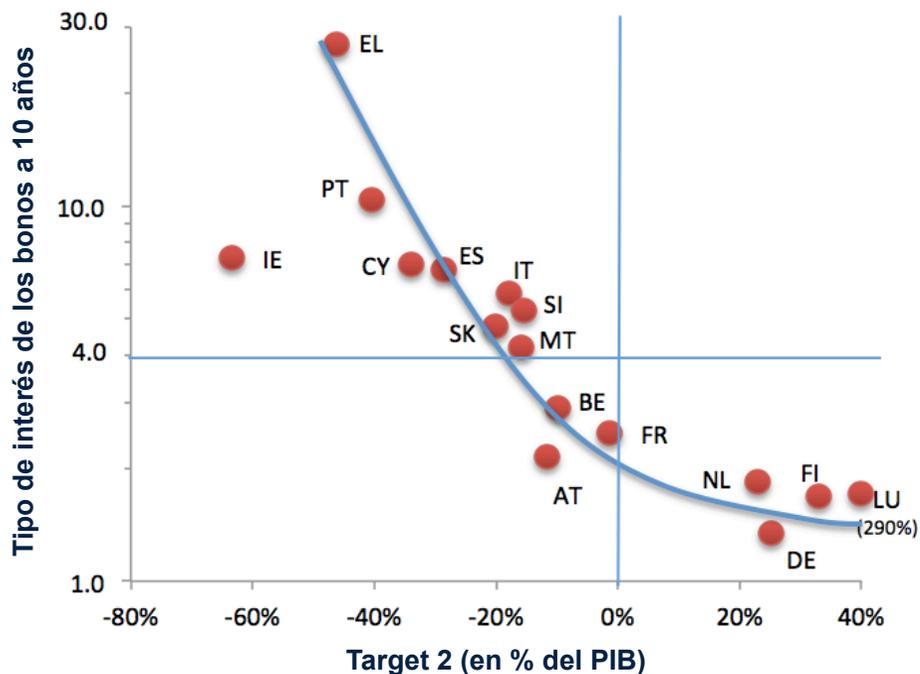


¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

... Europa ha llegado a estar al borde del abismo

Tipos de interés y TARGET2

Fuente: BCE y BBVA Research



Las diferencias en las tasas de interés y la dependencia del BCE: dos caras de una misma moneda

Fragmentación financiera insostenible dentro de una unión monetaria ...

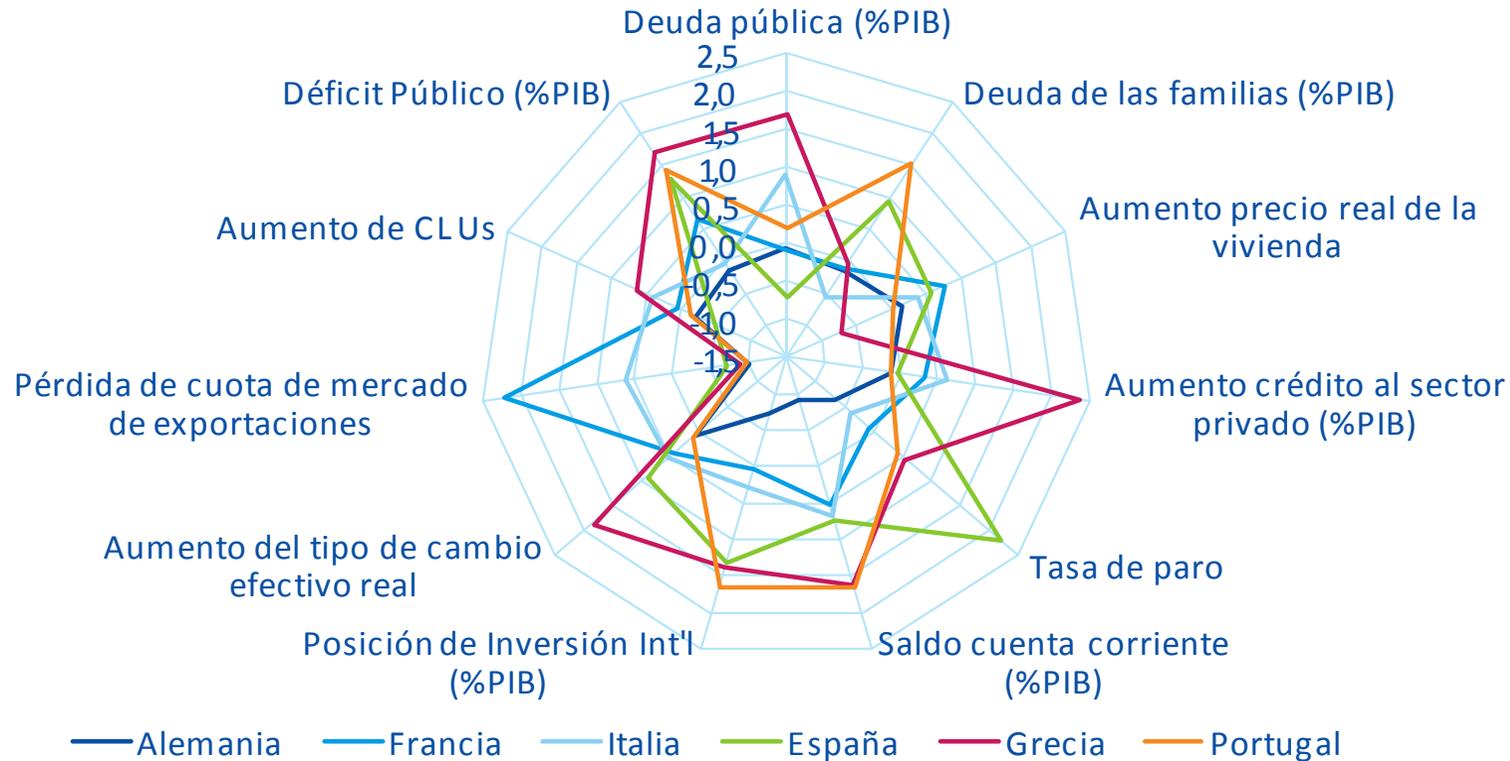
... con un elevado coste económico

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

Desequilibrios macroeconómicos en Europa periférica (*six pack*)

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

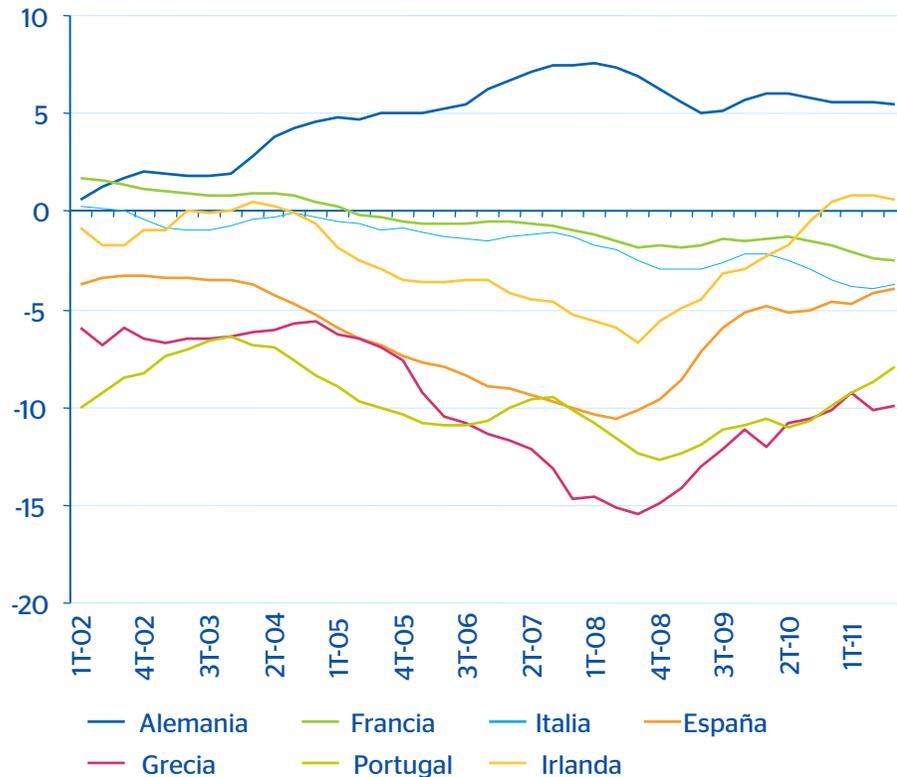
Fuente: BBVA Research, Eurostat y Haver



¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

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

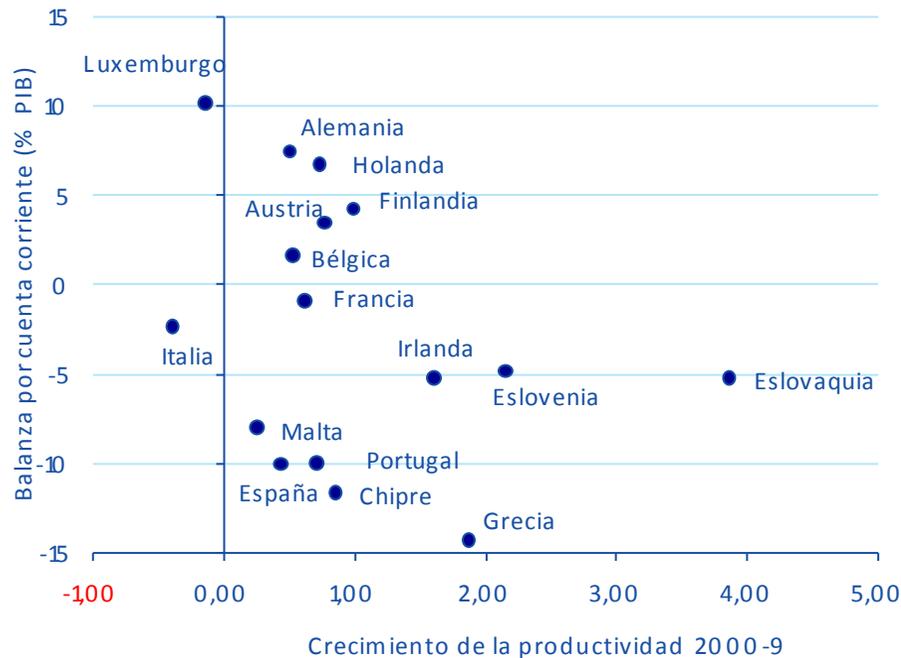
Una asignación del ahorro que se consideraba óptima (“consenting adults”, Obstfeld, 2012) ...

... y que dio lugar a un *sudden stop*

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

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

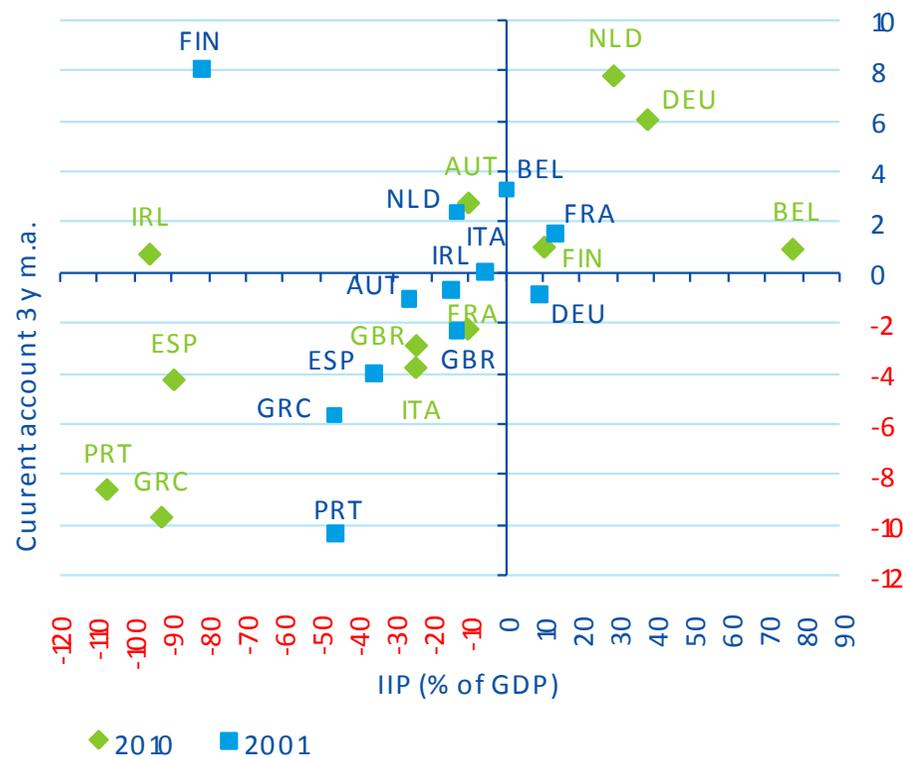
En unos países fue la caída del ahorro y en otros el exceso de inversión ...

... con predominio de la financiación bancaria.

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

Balanza por cuenta corriente y posición internacional neta

Fuente: BBVA Research en base a Eurostat

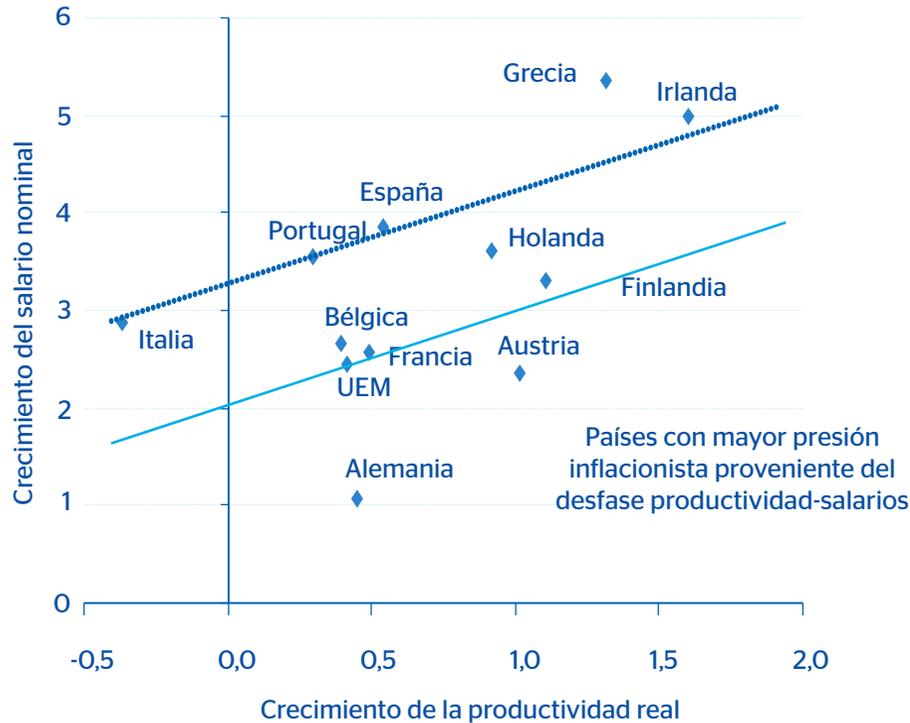


- Persistencia del desequilibrio en la balanza por cuenta corriente
- El balance ahorro/inversión no respondía al volumen de la posición exterior neta acumulada
- Elevados niveles de deuda neta en países como Grecia, Irlanda, Portugal o España

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

Crecimiento de los salarios nominales y de la productividad real

Fuente: BBVA Research en base a Eurostat



Los mecanismos de mercado no funcionaron para corregir estos desequilibrios

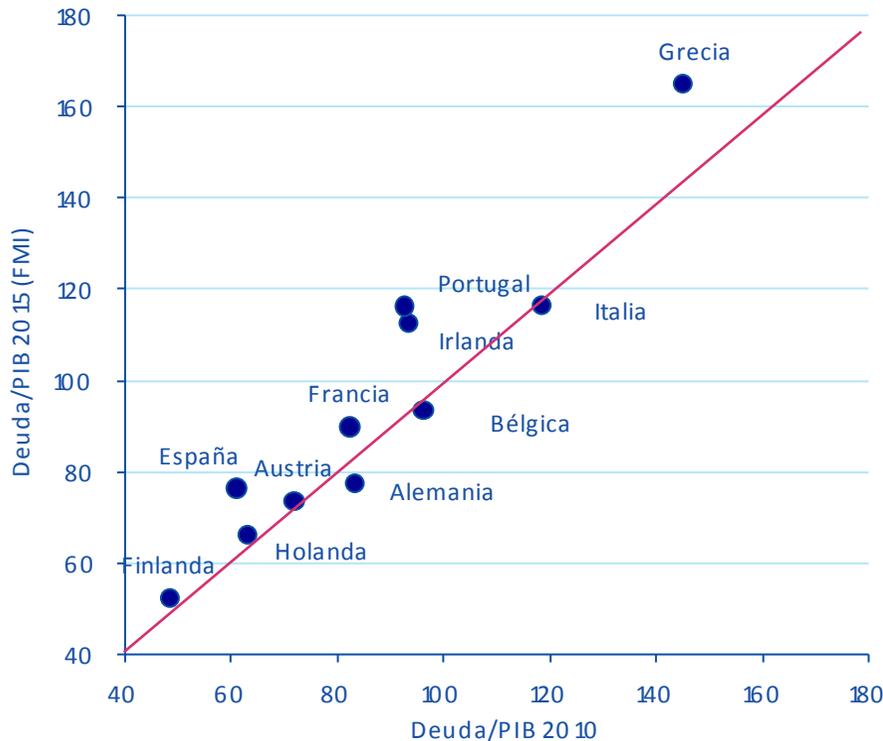
Financiación externa: producción de no comerciables y aumento de los costes laborales

Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

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

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

Desequilibrios macroeconómicos en UEM (mecanismo de alerta)

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	-10,8	9,9
Tipo de cambio real	1,29	0,95	-2,95	-5,03	3,94	0,55	-14,1	-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	-14,7	0,13	6,64
Crédito privado	13,1	5,8	3,1	-4,5	-0,7	14	2,4	3,6	-0,7	6,4	3,3	6,8
Deuda privada	233	244	128	34,1	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

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

Capacidad estructural en las economías desarrolladas

Fuente: FMI, BBVA Research y Hall and Soskice (2001)

	Liberal Market Economies			Coordinated Market Economies									Mixed market Economies				Avge.
	UK	USA	IRL	GER	FRA	NLD	BEL	AUT	FIN	DEN	SWE	JAP	SPA	ITA	POR	GRE	
Medium Term																	
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
Infraestructure	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

Índice

Sección 1

De la Gran Moderación a la Gran Recesión

Sección 2

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

Sección 3

¿Dónde estamos ahora?

Sección 4

¿Hacia dónde vamos? Una estrategia de recuperación a corto y medio plazo

Sección 5

¿Hacia dónde vamos? Una estrategia de crecimiento a largo plazo

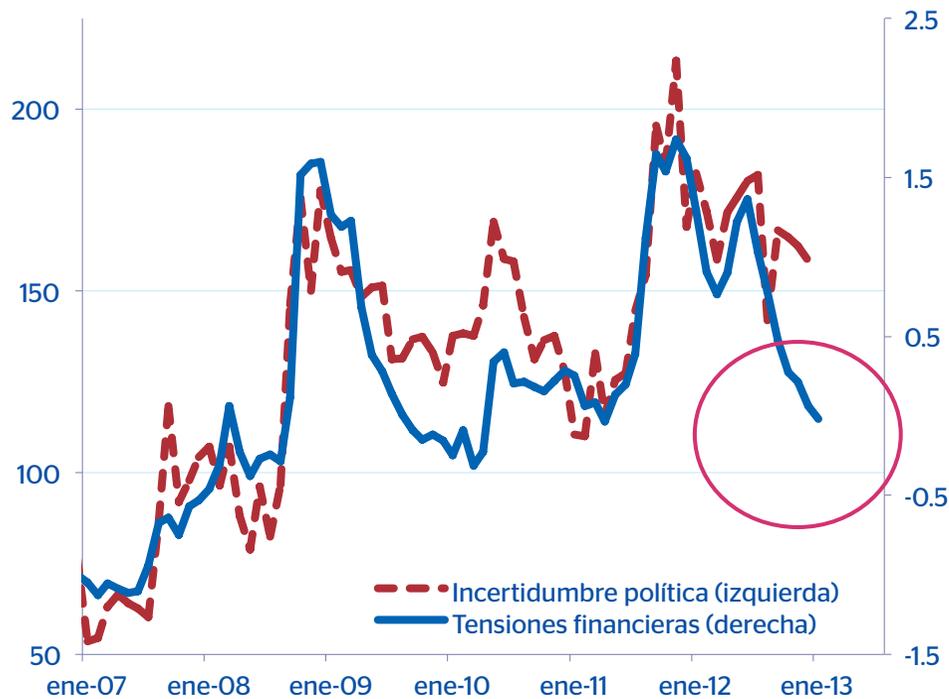
Sección 6

Conclusiones

¿Dónde estamos ahora?

Eurozona: Índices de incertidumbre política y financiera

Fuente: BBVA Research y PolicyUncertainty.com



La reacción del BCE y del Consejo Europeo

BCE “lo que sea necesario” para preservar el euro
+
Consejos Europeos de junio y diciembre ->

-> una menor aversión al riesgo, que ha alentado la entrada de capitales en la zona euro y entre países europeos

La demanda de no residentes de deuda pública periférica en el mercado secundario reapareció tentativamente

Los bancos y las empresas no financieras de países periféricos han vuelto a emitir deuda

¿Dónde estamos ahora?

Una hoja de ruta hacia una unión fiscal y financiera (Consejos Europeos de junio y diciembre)

Unión fiscal

Los avances en la unión fiscal se retrasan tras la cumbre de diciembre

Más allá del Tratado de Estabilidad y del “six pack” ...

... sin compromiso para mutualización de deuda o control presupuestario centralizado

Unión bancaria

Regulaciones y supervisor europeo de bancos sistémicos en 2014

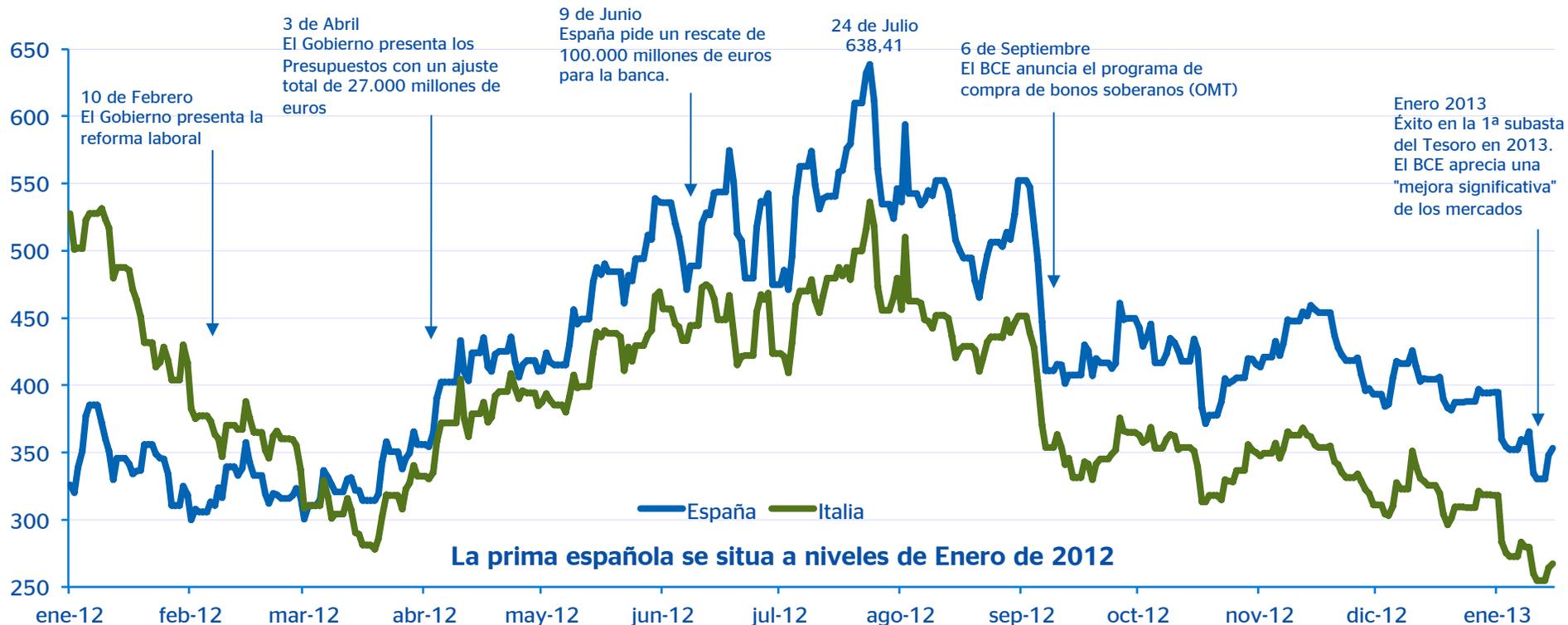
Mecanismo europeo de resolución (SRM) y recapitalización directa a desarrollar en 2013

Sin compromisos en la creación de un Fondo de Garantía de Depósitos Europeo

¿Dónde estamos ahora?

Prima del riesgo de España e Italia Diferencial con el bono alemán a 10 años

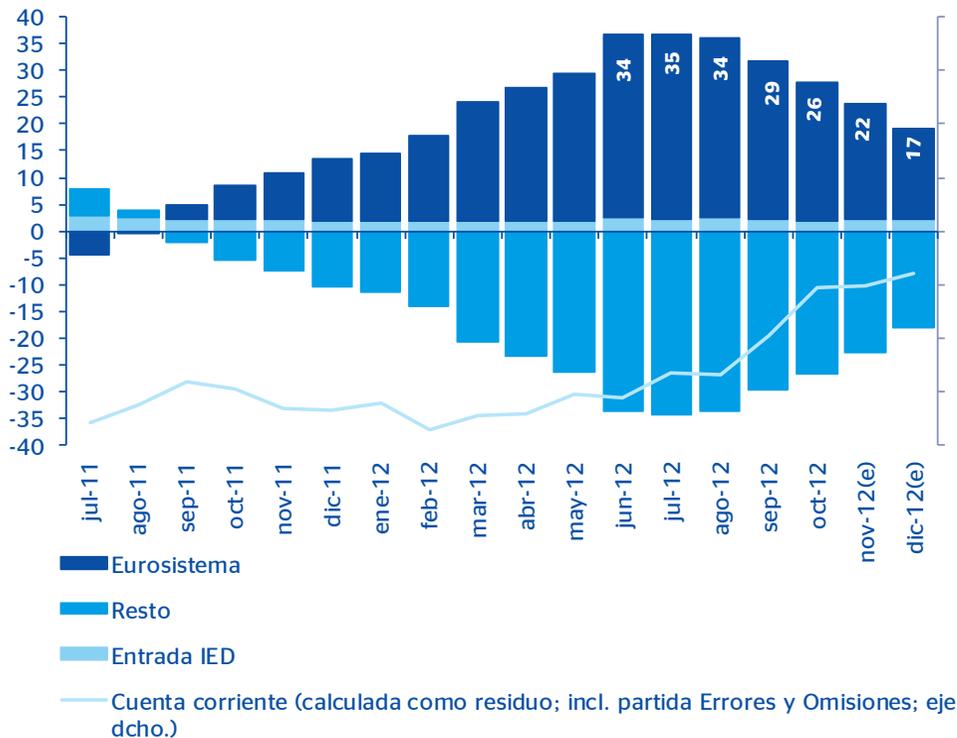
Fuente: El País, Bloomberg



¿Dónde estamos ahora?

España: Balanza de pagos y flujos de capital

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



España como ejemplo (1)

Los anuncios del BCE han contribuido a evitar que ocurriera un evento de riesgo sistémico

Asegurar el funcionamiento de la política monetaria en la eurozona

Disminuir la presión al alza en la prima de riesgo y los flujos de capital en España

Reducir la aversión al riesgo: se ha visto una reapertura limitada de los mercados de deuda privada

Índice

Sección 1

De la Gran Moderación a la Gran Recesión

Sección 2

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

Sección 3

¿Dónde estamos ahora?

Sección 4

¿Hacia dónde vamos? Una estrategia de recuperación a corto y medio plazo

Sección 5

¿Hacia dónde vamos? Una estrategia de crecimiento a largo plazo

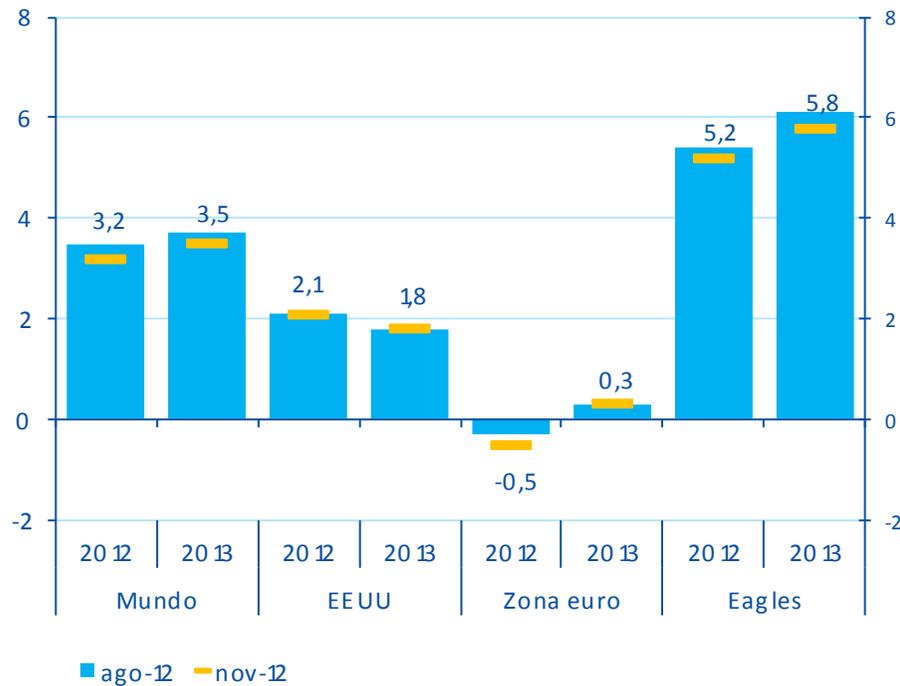
Sección 6

Conclusiones

¿Hacia dónde vamos? Expectativas a corto plazo

Crecimiento del PIB por áreas (% a/a)

Fuente: BBVA Research



Un mundo a tres velocidades

Emergentes: fuerte crecimiento con suave desaceleración

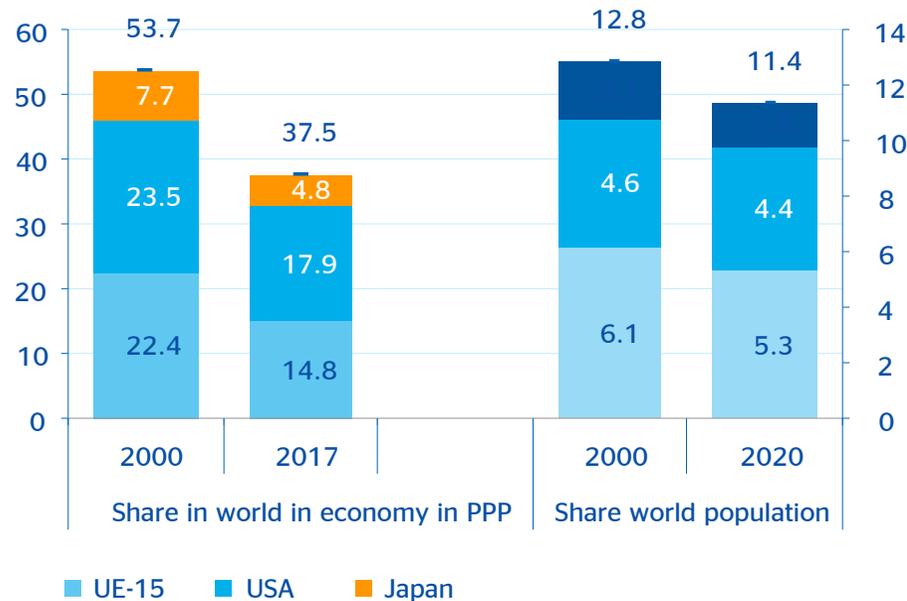
EE.UU.: lenta recuperación basada en una política monetaria expansiva (QE3)

Zona euro: recuperación lenta, heterogénea y vulnerable, con dudas sobre los efectos de la consolidación fiscal en el crecimiento

¿Hacia dónde vamos? Expectativas a largo plazo

Porcentajes en el PIB y la población mundial

SFuente BBVA Research



En 2020 Europa (EU15) será una región con un menor tamaño relativo debido a :

(1) Menor crecimiento de la población (2) menor crecimiento de la población per cápita que las economías emergentes

La demografía es difícil de cambiar, pero la renta per cápita es más sensible a los cambios de política económica

¿Hacia dónde vamos?

Una descomposición útil:

$$PIB \equiv \frac{PIB}{L^{15-64}} L^{15-64} = \frac{PIB}{L^d} \frac{L^d}{L^{15-64}} L^{15-64}$$

Crecimiento del PIB = crecimiento de la productividad +
crecimiento del empleo +
crecimiento de la población en edad de trabajar

El crecimiento de la población en edad de trabajar será reducido en Europa

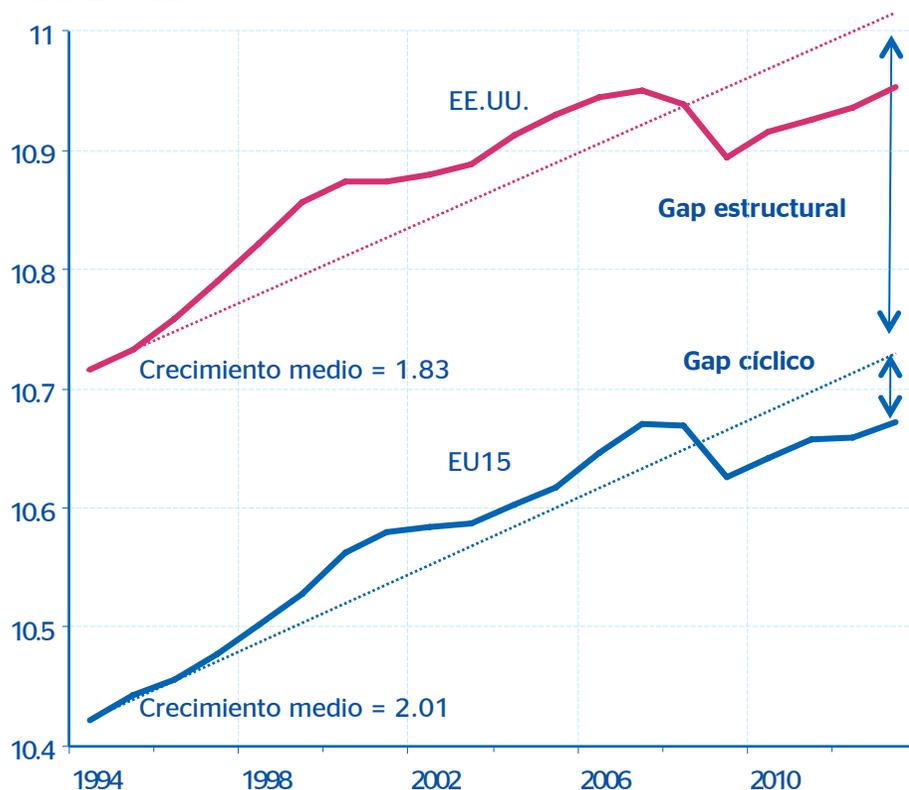
El reto es aumentar (1) el crecimiento de la productividad (2) el crecimiento del empleo por encima del de la población en edad de trabajar

Estos dos retos requieren primero cerrar el gap cíclico y, segundo, aumentar el crecimiento potencial, para cerrar el gap con EE.UU.

¿Hacia dónde vamos?

PIB por persona en edad de trabajar

Fuente: BBVA Research



Componente tendencial estimado de 1970 a 2012

Gap cíclico de la EU15 respecto a la tendencia de la largo plazo: alrededor del 5%

Gap estructural a largo plazo con respecto a EE.UU.: alrededor del 25%

¿Qué se necesita?: una estrategia (1) de recuperación a corto y medio plazo, y (2) de crecimiento a largo (convergencia con EE.UU.)

Una estrategia de recuperación a corto y medio plazo

1. Una hoja de ruta hacia una UEM más genuina

2. Corrección de los desequilibrios en una Europa muy heterogénea

El reto a corto plazo: anclar expectativas sobre el futuro de la UEM, romper la relación entre riesgo soberano y bancario, reducir la fragmentación financiera y eliminar las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda.

Equilibrio entre ajustes y crecimiento: un ajuste **Timely, Targeted and Permanent** (vs al estímulo **TTT**)

1. Una hoja de ruta hacia una UEM más genuina

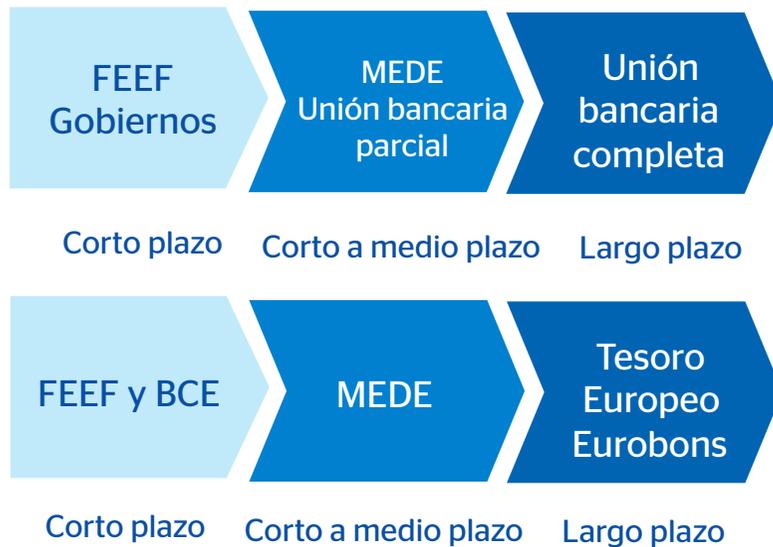
Respuesta supranacional a fallos de coordinación y errores nacionales

(a) Integración financiera: coordinación y regulación financiera supranacional

(b) Integración fiscal: presupuesto comunitario y transferencias transitorias

(c) Integración económica: convergencia en los factores de crecimiento -> estrategia de largo plazo

1. Una hoja de ruta hacia una UEM más genuina



Esta solución tiene beneficios pero también costes -> será un proceso lento y tortuoso

Problema 1: ¿Cómo distribuir los costes a corto plazo entre los miembros?

Problema 2: ¿Cómo diseñar una solución temporalmente consistente y las condiciones para ir cubriendo etapas?

(a) Integración financiera

Es difícil gestionar crisis financieras 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: unión bancaria

(b) Integración fiscal

Pacto por el Euro: Tratado de Estabilidad, EFSD+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. 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)

2. 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 ...

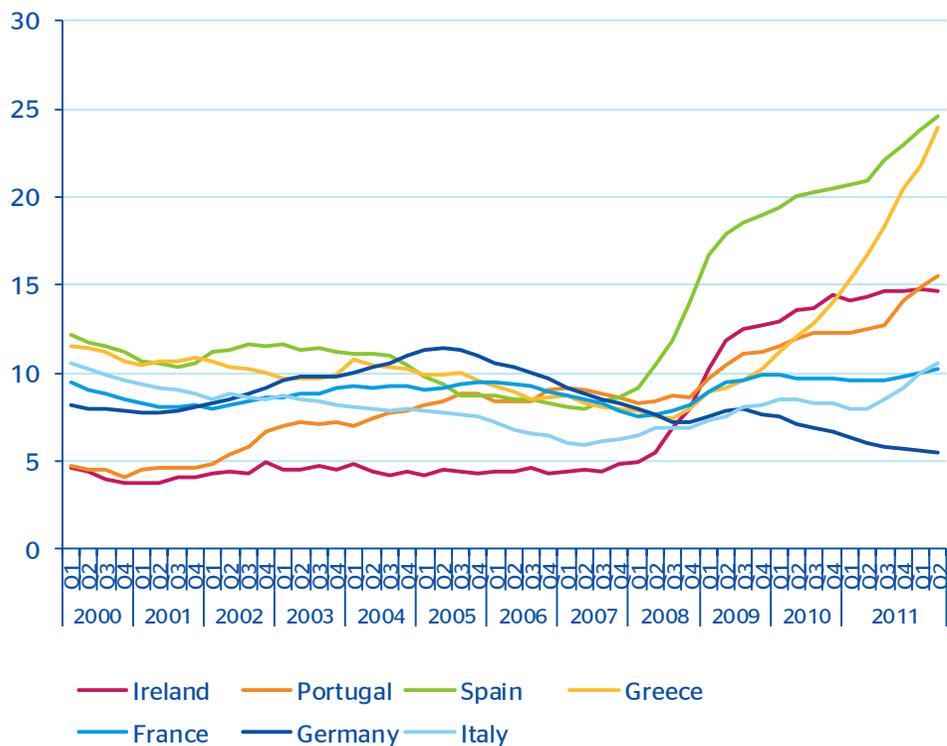
... sobre todo en el caso del sector privado, mientras el ajuste fiscal sigue pendiente

Mejores perspectivas de crecimiento potencial

2. La reducción de los desequilibrios acumulados

Tasas de desempleo

Fuente: BBVA Research, Haver



El reto: del ajuste al crecimiento

Objetivo a corto plazo: evitar una mayor destrucción de empleo → ajustar horas de trabajo + ajuste salarial + flexibilidad interna

Reasignación de factores productivos a los sectores y empresas más dinámicos y con mayor potencial de crecimiento exterior

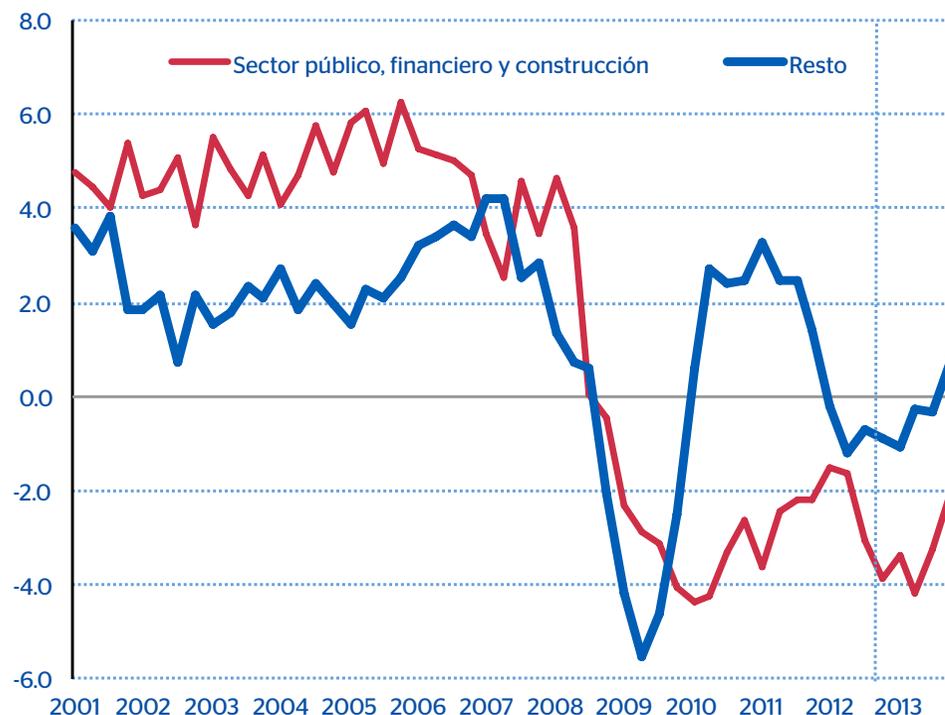
Eliminar barreras al crecimiento con una regulación y un entorno económico más favorable a la inversión y creación de empleo

2. La reducción de los desequilibrios acumulados

España: crecimiento del valor añadido

(% a/a)

Fuente: BBVA Research a partir de INE



España como ejemplo (2)

Los sectores productivos distintos de construcción, financiero y público siguen mostrando un crecimiento potencial superior al 2%

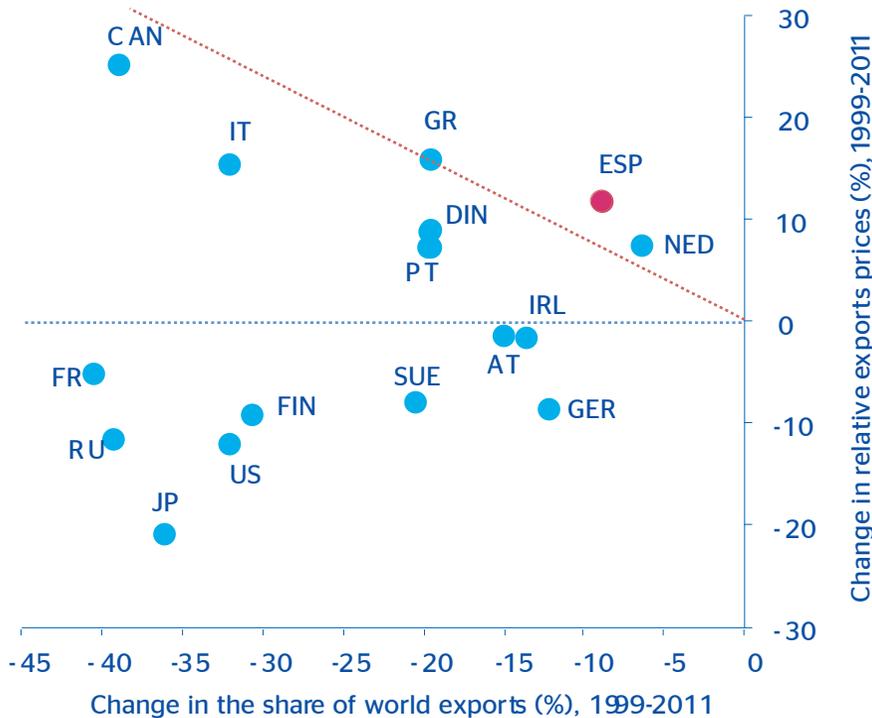
Necesitamos las reformas estructurales para reasignar factores productivos a esa parte de la economía (2/3) más dinámica

Cuanto antes apliquemos las reformas necesarias antes reduciremos la tasa de desempleo y mayor será el crecimiento potencial

2. La reducción de los desequilibrios acumulados

Cambio en cuotas de exportación y precios relativos

Source: BBVA Research



Heterogeneidad en la competitividad internacional

Los precios de exportación no son los principales determinantes de las cuotas. Y los CLUs aun menos

No hay un patrón claro entre los determinantes de la productividad agregada y la competitividad internacional -> dualidad interna entre empresas

En un mundo globalizado, la competitividad internacional es crucial a corto, medio y largo plazo

M. Cardoso, M. Correa-López y R. Doménech (2012): "Export shares, price competitiveness and the Spanish paradox". Vox EU.

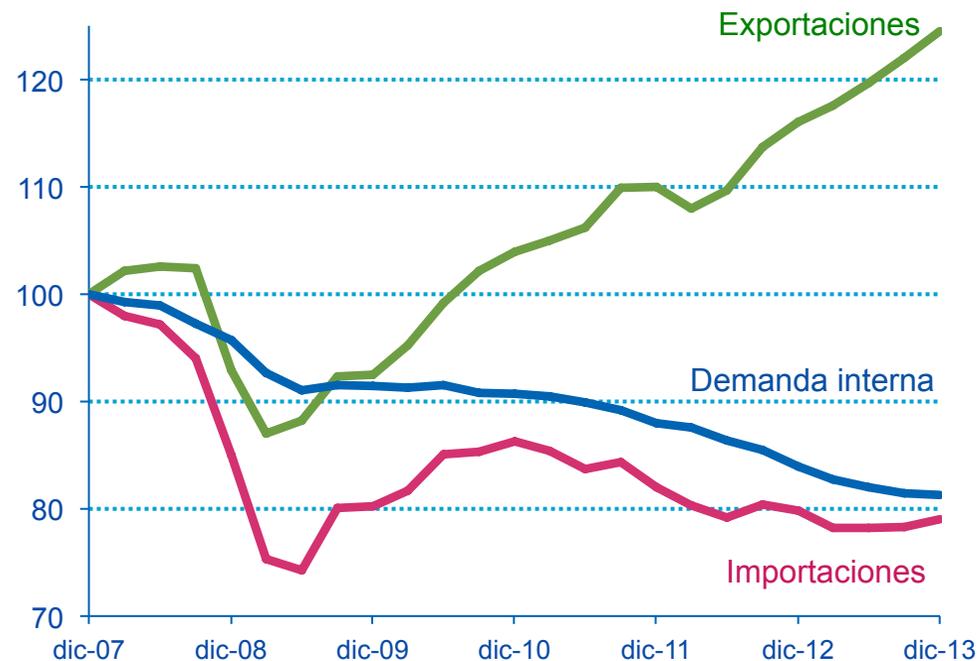
$$\Delta(ex_t - ex_t^w) = \Delta s_t^x - \sigma \Delta(p_t^x - p_t^w)$$

2. La reducción de los desequilibrios acumulados

Demanda interna, exportaciones e importaciones

(4T2007=100)

Fuente: BBVA Research



España como ejemplo (3)

Segunda fase de la crisis: contracción de la demanda interna similar a la observada en 2008 y 2009 ...

... pero con una significativa mejora de las exportaciones, que evita una caída mayor del PIB

Una economía dual para las empresas

Significativa corrección del déficit de la balanza por cuenta corriente

Índice

Sección 1

De la Gran Moderación a la Gran Recesión

Sección 2

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

Sección 3

¿Dónde estamos ahora?

Sección 4

¿Hacia dónde vamos? Una estrategia de recuperación a corto y medio plazo

Sección 5

¿Hacia dónde vamos? Una estrategia de crecimiento a largo plazo

Sección 6

Conclusiones

Una estrategia de crecimiento a largo plazo

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

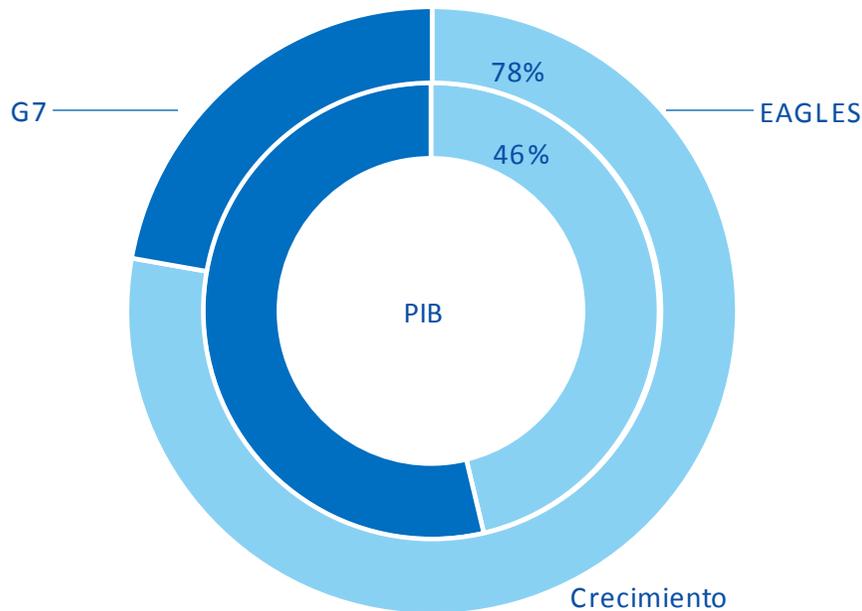
Es necesario facilitar la convergencia de los determinantes del crecimiento económico

Más allá de agenda 2020: un proceso que llevará décadas

Una estrategia de crecimiento a largo plazo

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

Fuente: BBVA Research



La posición relativa en la economía mundial

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 ...

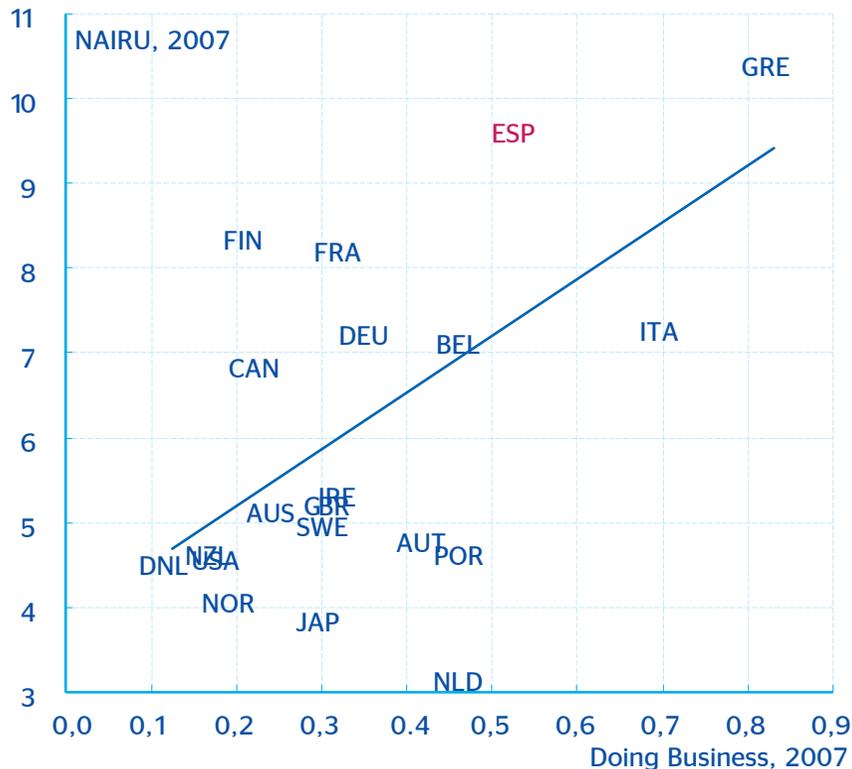
... pero van suponer el 78% de todo el crecimiento durante la próxima década

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

Una estrategia de crecimiento a largo plazo

Doing Business y desempleo estructural

SFuente: BBVA Research based on OECD and Doing Business

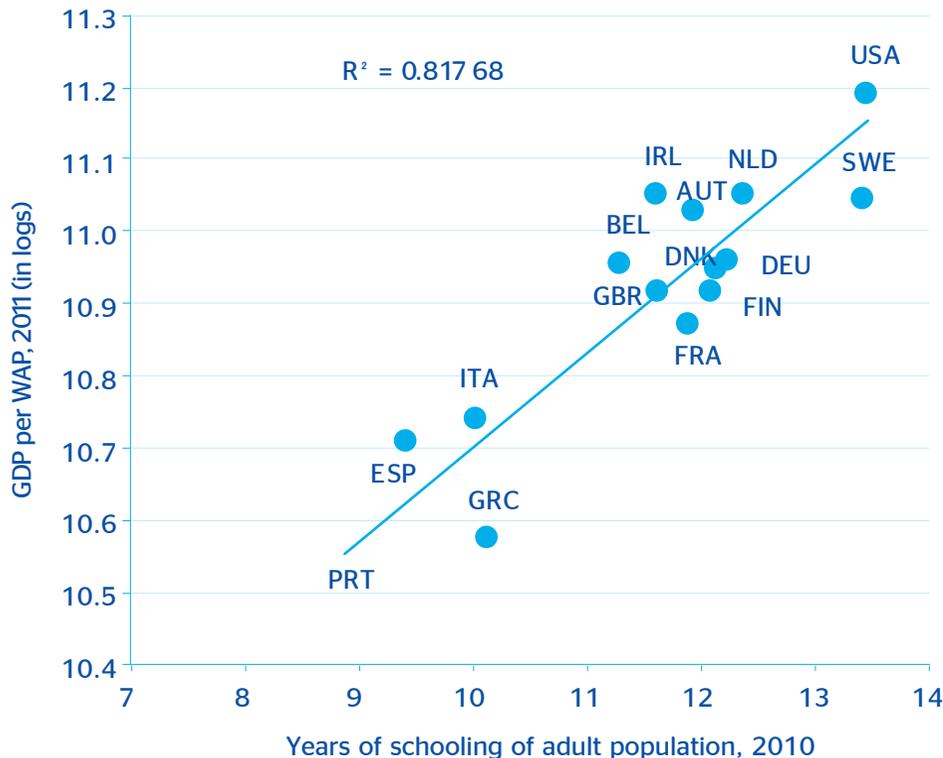


- Las instituciones son cruciales para el crecimiento a largo plazo (e.g., Acemoglu y Robinson, 2012)
- Enormes diferencias entre los países europeos
- Interacción con otros determinantes del crecimiento a largo plazo

Una estrategia de crecimiento a largo plazo

Años de escolarización y PIB per cápita

Fuente: de la Fuente and Doménech (2012)



El capital humano es uno de los principales determinantes del PIB por persona en edad de trabajar y de otras variables (U, I+D+i, etc.)

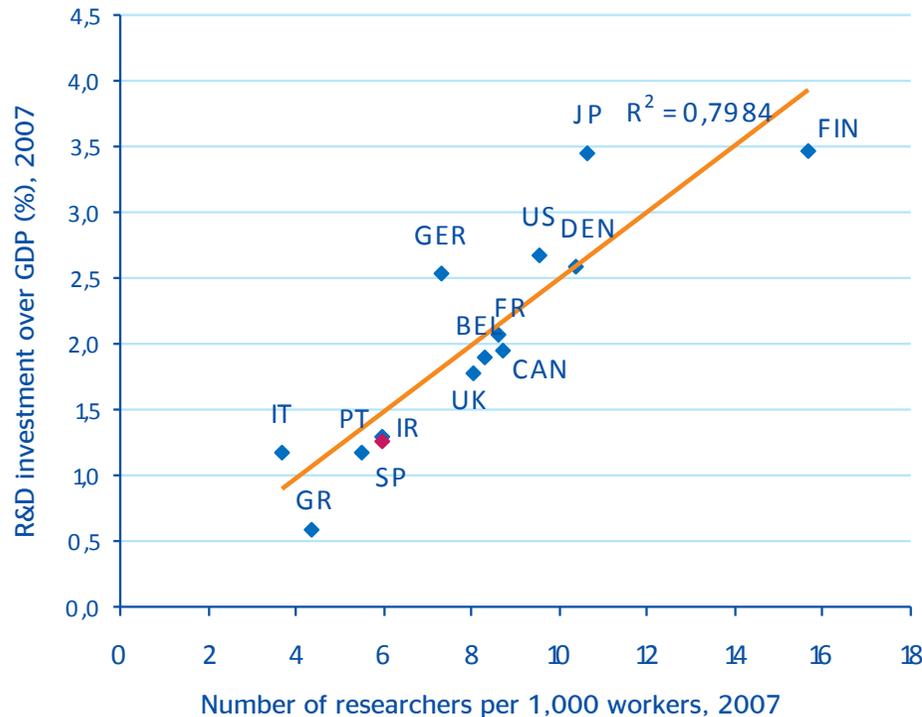
Enormes diferencias entre los países europeos

Aumentar el capital humano en algunos países va a ser un proceso muy lento (demografía) -> *on-the-job training* (reforma del mercado de trabajo y FP)

Una estrategia de crecimiento a largo plazo

Capital humano e I+D

Fuente: BBVA Research en base a OCDE



The black-box of growth

El capital humano y las actividades de I+D+i están íntimamente ligadas: el capital humano es el factor de producción básico en las actividades de I+D+i

De nuevo, enormes Enormes diferencias entre los países europeos

Coordinación de las políticas nacionales y europeas

Índice

Sección 1

De la Gran Moderación a la Gran Recesión

Sección 2

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

Sección 3

¿Dónde estamos ahora?

Sección 4

¿Hacia dónde vamos? Una estrategia de recuperación a corto y medio plazo

Sección 5

¿Hacia dónde vamos? Una estrategia de crecimiento a largo plazo

Sección 6

Conclusiones

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 muchos países
- 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.

Europa: razones de la crisis, situación actual y perspectivas de futuro

Rafael Doménech

**La Economía Española en un Escenario Económico Mundial sin
Precedentes**

24 de enero de 2013