

Los retos del entorno económico global

Reunión Anual SAE – Apoyo Consultoría

Lima, 21 de septiembre de 2010

Principales mensajes

Los retos de la economía mundial

- **La economía mundial enfrenta cuatro grandes retos en su salida de la crisis:**
 1. Recuperar la **confianza en Europa** a través de una consolidación fiscal creíble y reformas en el marco institucional de la UE, que se ha mostrado poco adaptado para mantener la necesaria coordinación de políticas.
 2. Proseguir en la **reestructuración de los sistemas financieros**, necesaria para atender al incremento de la demanda de crédito del sector privado cuando este recupere su dinamismo.
 3. Recuperar el **dinamismo autónomo del sector privado**, dado el agotamiento del espacio para mayores apoyos desde las políticas macroeconómicas.
 4. Mantener el **dinamismo de las economías emergentes** en un contexto de lenta recuperación de los países industrializados (EEUU, Europa).
- El escenario central de previsiones apunta a un **bajo crecimiento en las economías desarrolladas**, pero sin recaída en la recesión (double dip).
- La lenta recuperación de las economías industrializadas implicará un **entorno mundial de bajos tipos de interés y debilidad del dólar** (excepto frente al euro).
- **América Latina ha superado con éxito los shocks de la última década**, incluyendo la recesión y crisis financiera global actual. A futuro, el dinamismo de Asia será un factor de impulso, que debe aprovecharse manteniendo políticas económicas prudentes.

Esquema

Los cuatro retos para la economía mundial

1

Recuperar la confianza en Europa: ajuste fiscal e institucional

2

Superar los problemas del sector financiero y restaurar la liquidez de los mercados

3

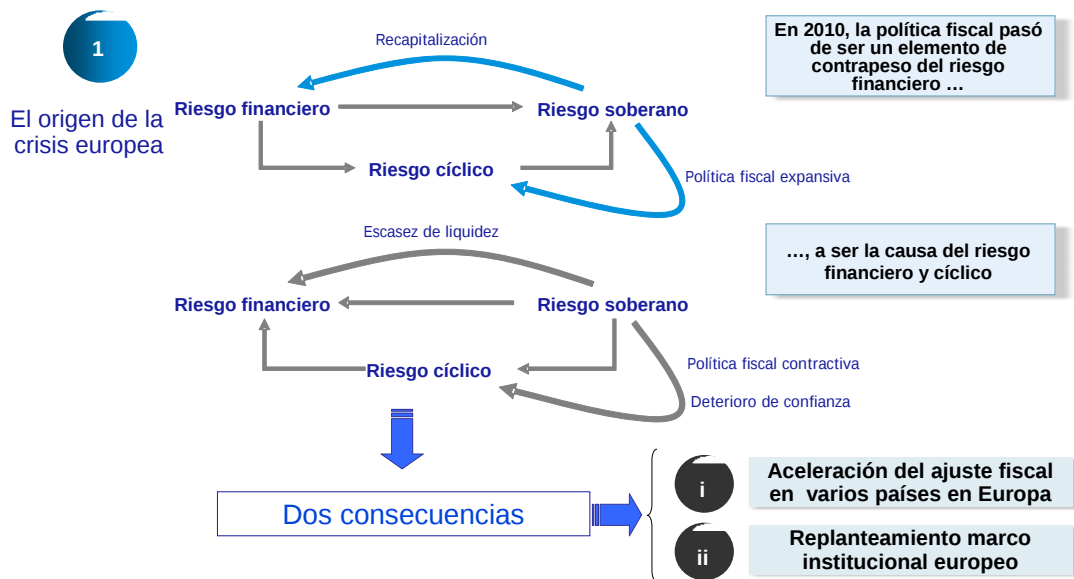
Armonizar el desapalancamiento con un ciclo de salida suave y sin recaída

4

Mantener el crecimiento en las economías emergentes

Sección I

Primer reto: recuperar la confianza en Europa



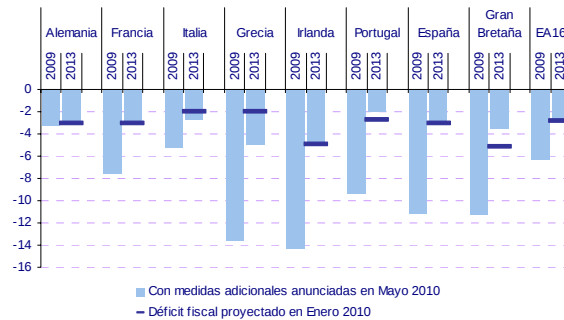


Ajuste fiscal
rápido en la
UE.

- Los planes de consolidación fiscal en Europa se están llevando a cabo conforme a los programas presentados a la Comisión Europea a inicios de 2011

Europa: déficits fiscales (% PIB)

Fuente: Planes presentados por los gobiernos nacionales a la CE en Enero de 2010, anuncios en Mayo y Junio. Las cifras de Reino Unido se refieren a déficit del Tratado



La crisis fiscal ha afectado a la economía europea principalmente a través de una menor confianza.

Por ello la consolidación fiscal es un requisito para reestablecer la confianza.

El efecto negativo de la consolidación fiscal sobre el crecimiento puede ser atenuado

Efecto de las consolidaciones fiscales sobre el crecimiento

Negativo

Reducción de la demanda agregada

Positivo

Efecto riqueza: menores impuestos y tipos de interés

Aumento de la confianza

El impacto positivo de la consolidación fiscal es mayor si:

Ajuste actual

Es acompañado de reformas estructurales

Es de gran tamaño y percibido como permanente (creíble)

Está centrado en gasto más que en ingresos

Se inicia desde una posición macroeconómica débil



Sección I

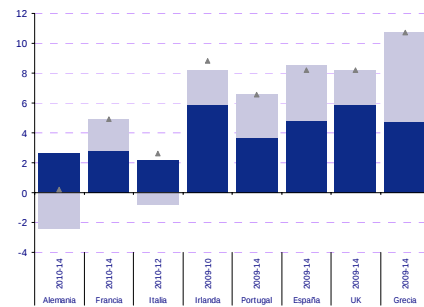
Primer reto: recuperar la confianza en Europa: ajuste fiscal

El efecto del ajuste fiscal sobre el crecimiento en Europa será menor de lo que se supone

- La consolidación fiscal en Europa se basa en gran parte en reducción del gasto.
- Es probable que el impacto negativo sobre la actividad económica europea sea limitado y transitorio.

Ajuste acumulado 2009-2013 por tipo de medida: Gastos vs ingresos (% del PIB)

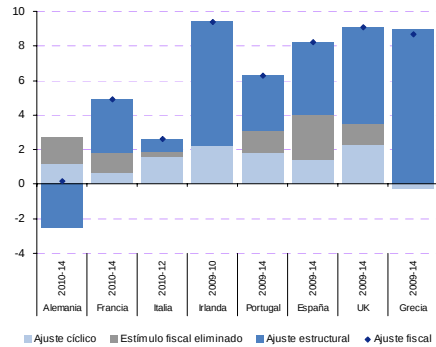
Fuente: BBVA Research



Fuente: BBVA Research

Ajuste acumulado 2009-2013 por tipo de medida: cíclica, estructural y retirada de estímulos (% del PIB)

Fuente: BBVA Research



Sección I

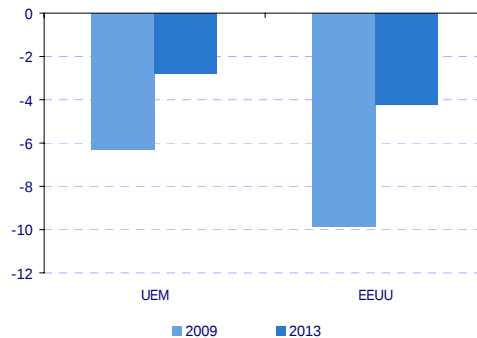
Primer reto: recuperar la confianza en Europa: ajuste fiscal

Fuera de Europa, los planes de consolidación están menos avanzados, pero no son menos necesarios

- En EEUU, también con impulso fiscal sustancial y altos niveles de deuda, se están retrasando la reducción del déficit y la estabilización de los niveles de deuda.
- Riesgo: incrementos repentinos de los tipos a largo plazo y consiguiente caída de la demanda privada.

EEUU vs. UEM: Déficit fiscales

Fuente: BBVA Research



Europa más penalizada por los mercados que EEUU por:

Menor crecimiento potencial

Menor margen de aumento de ingresos tributarios

Tipo de cambio fijo

Debilidad instituciones de política económica común

Sección I

Primer reto: recuperar la confianza en Europa: cambios institucionales

ii

Cambios
institucionales
en Europa, aún
por definir

Dos retos de medio plazo...

Recuperar la disciplina fiscal

Recuperar la disciplina de mercado

...y distintas propuestas:

	Posición "alemana"	Otros: Van Rompuy, BCE, CE
Coordinación de políticas económicas	Aprobación preliminar de cuentas nacionales por la CE ("semestre europeo", ya aprobado)	
Institución	Fondo Monetario Europeo	Institución independiente dentro de la Comisión
Sanciones	Condiciones estrictas, pérdida temporal o permanente de fondos estructurales, derechos de voto	Pérdida temporal de fondos estructurales, derechos de voto
Coste de financiación de emergencia	Altos tipos de interés	Sin determinar, probablemente menores que propuesta alemana
Desequilibrios	Control de cuenta corriente y otros desequilibrios privados	
Mecanismos de solución de crisis	Insolvencia para estados en quiebra; expulsión del euro	Por definir, expulsión excluida

Esquema

Los cuatro retos para la economía mundial



Recuperar la confianza en Europa: ajuste fiscal e institucional



Superar los problemas del sector financiero y restaurar la liquidez de los mercados



Relanzar el dinamismo del sector privado en EEUU



Mantener el crecimiento en las economías emergentes

2

Crisis Soberana

+

Avances lentos en
reestructuración financiera
en EuropaAvances lentos
en el proceso
de
reestructuración
del sistema
financiero
europeo

Tensiones financieras

Pruebas de estrés
al sistema financiero:
punto de giro

a

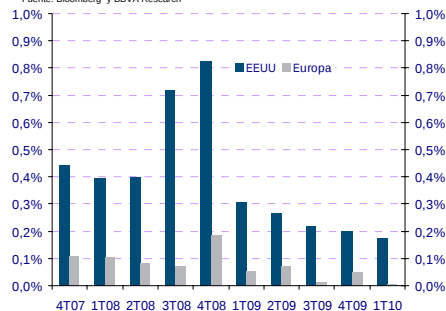
Reducción de
tensiones

b

Diferenciación

EEUU y Europa: write-downs sobre total de activos

Fuente: Bloomberg y BBVA Research



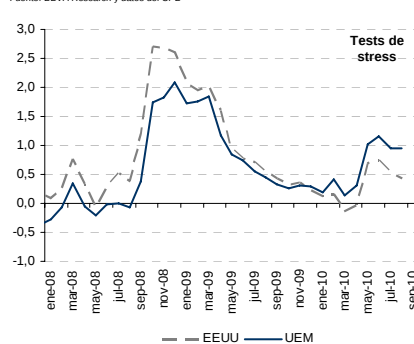
a

Reducción de
tensiones
financieras, en
precios y
cantidades

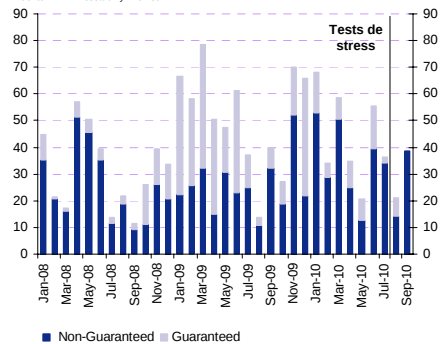
- La publicación de los test de estrés (junto con otras medidas de apoyo por parte de la UE y el BCE) representan un punto de giro al iniciar la moderación de las tensiones financieras a partir de finales de julio.
- En general, se recupera el acceso a los mercados, aunque de forma selectiva.

Índice de tensiones financieras

Fuente: BBVA Research y datos del CPB

Emisión de deuda por bancos Europeos
(mm EUR)

Fuente: BBVA Research y Thomson



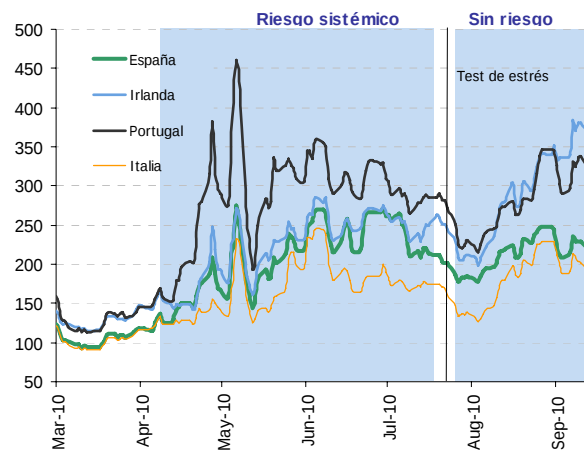
b

Diferenciación
a partir de los
tests de estrés

- La creciente diferenciación posterior a los test de estrés reduce el riesgo sistémico en Europa.
- Aumenta la diferenciación entre países, tanto en precios como en acceso a los mercados.

CDS soberano en países europeos

Fuente: BBVA Research y Datastream



b

La diferenciación es clave para entender el deterioro relativo reciente de Irlanda y la resistencia de España

Indicadores

Problemas en Irlanda	Irlanda	España	
Elevado tamaño del sistema financiero	649%	328%	activos/PIB
Problemas de solvencia	20%	1.5%	inyecciones de capital ya realizadas/PIB
Poca credibilidad stress tests (I): baja cobertura	50%	100%	% de activos del sistema cubiertos)
Poca credibilidad stress tests (II): supuestos de pérdidas optimistas	1%	4%	pérdidas, % de activos
Inyecciones de capital pendientes después de stress tests	14	2	Mm EUR
Liquidez (I): Fuerte dependencia del BCE	5.7%	2.6%	% de activos, promedio desde 2008
Liquidez (II): fuertes vencimientos en el corto plazo	2.2%	1.2%	vencimientos hasta dic. 2010, % de activos
Ajuste lento del sector público	10%	6%	déficit en 2011, % del PIB

Esquema

Los cuatro retos para la economía mundial



Recuperar la confianza en Europa: ajuste fiscal e institucional



Superar los problemas del sector financiero y restaurar la liquidez de los mercados



Relanzar el dinamismo del sector privado en EEUU



Mantener el crecimiento en las economías emergentes

Sección III

Tercer reto: armonizar desapalancamiento y salida sin recaída en EEUU

3

Riesgos de
recaída de la
actividad en
EEUU

3 elementos de preocupación cíclica en EEUU

a

Agotamiento de los estímulos públicos

b

Recuperación sin empleo

c

Desapalancamiento aún en marcha



d

Bajos tipos de interés

Dólar débil
(Euro aún más débil)

e



Lastres reales y financieros en Europa

a

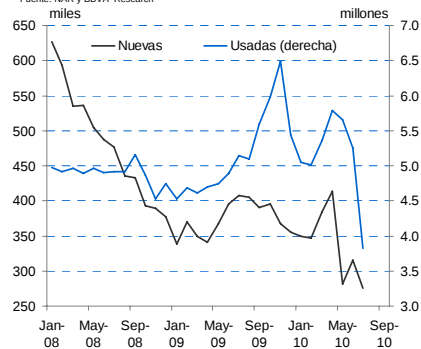
Agotamiento
de los
estímulos
públicos

Agotamiento de los estímulos públicos

- Mercado inmobiliario residencial experimenta una fuerte contracción con el fin de los estímulos fiscales: el sector privado se mantiene muy dependiente de las ayudas públicas.
- Escaso espacio para nuevos estímulos

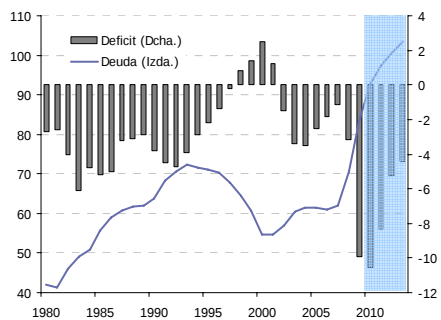
EE.UU.: venta de viviendas nuevas y usadas

Fuente: NAR y BBVA Research



EE.UU.: deuda y déficit público

Fuente: CBO y BBVA Research



b

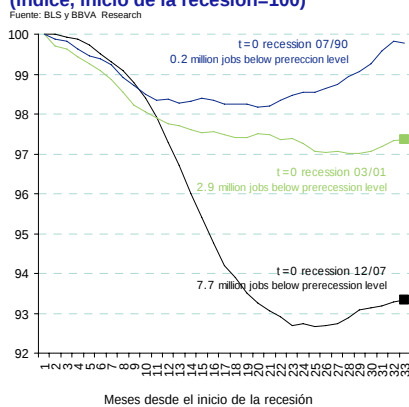
Recuperación
sin creación
de empleo

Recuperación sin empleo

- La creación de empleo en el sector privado no ha sido suficiente para apoyar a la demanda de los hogares en el proceso de recuperación económica

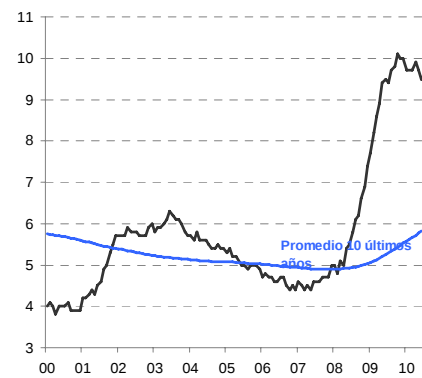
Empleo en el sector privado en las últimas recesiones (índice, inicio de la recesión=100)

Fuente: BLS y BBVA Research



EE.UU.: tasa de paro

Fuente: BLS y BBVA Research



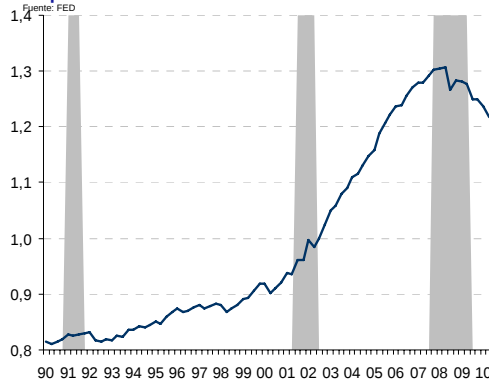
c

Desapalancamiento aún en marcha

Desapalan-
camiento
del sector
privado

- Avances en el proceso de desapalancamiento de los hogares. Aún distante de haber concluido, lo que representará un lastre sobre el consumo

EE.UU.: Ratio de deuda de hogares sobre renta disponible
Fuente: FED



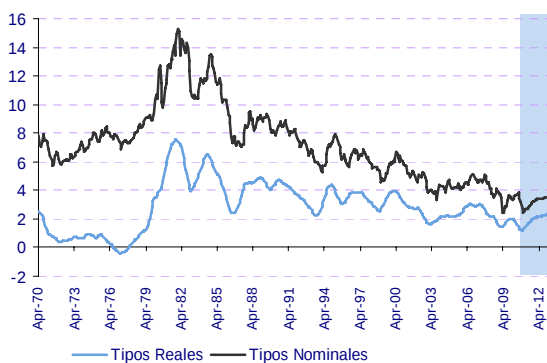
d

Bajos tipos de interés

Este
contexto se
traducirá en
bajos tipos
de interés
(cortos y
largos) y
depreciación
del dólar y
euro

- El contexto de debilidad cíclica en Europa y EEUU obligarán a los bancos centrales a mantener tipos de interés oficiales muy bajos durante un período prolongado.
- Posibilidad de nuevas rondas de Quantitative Easing.

EEUU: Tipo de interés real y nominal a largo plazo (10-años)
Fuente: Datastream and BBVA Research



e

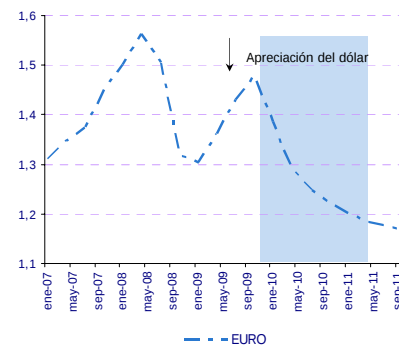
Este contexto se traducirá en bajos tipos de interés (cortos y largos) y depreciación del dólar y euro

Dólar débil (Euro aún más débil)

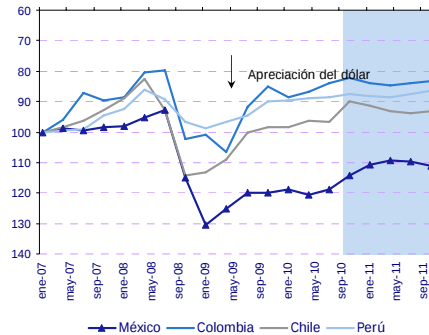
- La recuperación más rápida de EEUU llevará a una salida de la política monetaria antes que en la zona del euro. Ambos factores pesarán sobre el tipo de cambio del euro frente al dólar.
- El mayor dinamismo cíclico de las economías emergentes y el más rápido endurecimiento del tono de sus políticas monetarias implicará una continuada depreciación del dólar frente a la mayoría de sus monedas.

Tipo de cambio dólar/euro

Fuente: BBVA Research

Tipos de cambio de Latam frente al dólar
(índice ene 2007=100)

Fuente: BBVA Research



Los cuatro retos para la economía mundial



Recuperar la confianza en Europa: ajuste fiscal e institucional



Superar los problemas del sector financiero y restaurar la liquidez de los mercados



Relanzar el dinamismo del sector privado en EEUU



Mantener el crecimiento en las economías emergentes

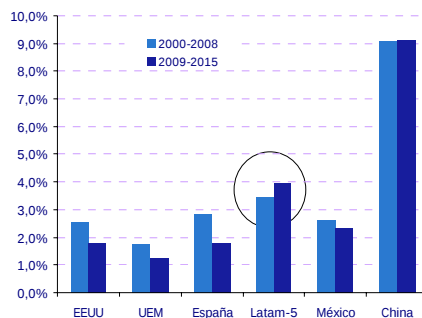
4

Divergencia en la recuperación de las economías emergentes respecto a las desarrolladas

- La crisis económica ha afectado especialmente la capacidad de crecimiento de las economías desarrolladas, que experimentarán una salida lenta de la crisis.
- Por el contrario, las economías emergentes siguen reforzando su potencial de crecimiento por los avances en los procesos de reforma y políticas económicas prudentes

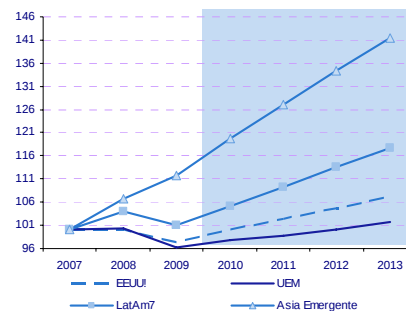
Crecimiento Potencial (% anual)

Fuente: BBVA Research



Ec. Desarrolladas vs Emergentes: Niveles de PIB, 2007=100

Fuente: Datastream, Previsiones BBVA Research



4

Por qué hay un mayor dinamismo en las economías emergentes?

Ausencia de desequilibrios macroeconómicos notables (salvo Europa del Este)

Políticas económicas prudentes en el pasado y margen para políticas contracíclicas actualmente

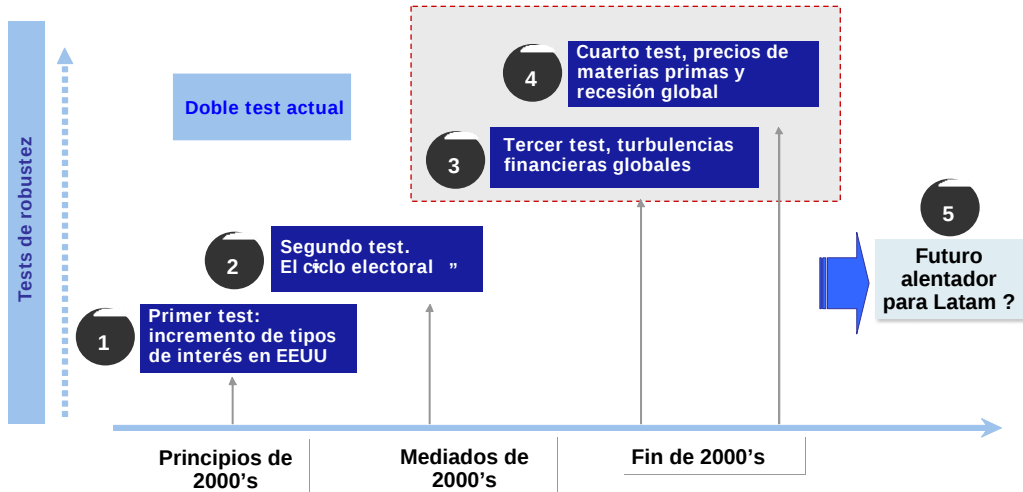
Sistema financiero sin gran exposición a contagio

Mayor dinamismo y salida más rápida de la crisis

En particular, América Latina ha superado con éxito las pruebas que ha enfrentado en los últimos 10 años

4

Latam ha superado una secuencia de tests exigentes desde los 90s



1

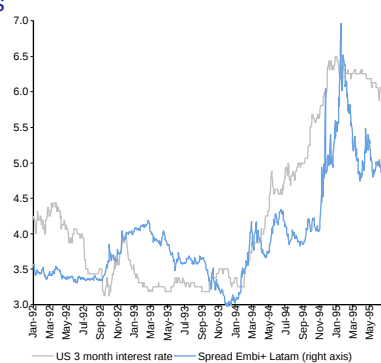
- Respuesta a un incremento de los tipos de interés globales: desacoplamiento basado en la robustez financiera

Primer test:
incremento
de tipos de
interés
globales

1994

Diferencial del EMBI Latam vs. Tipos de
interés a 3 meses en EEUU

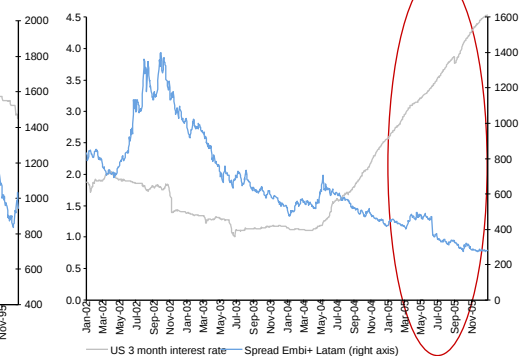
Fuente: JP Morgan, Datastream y BBVA Research



2004

Diferencial del EMBI Latam vs. Tipos de
interés a 3 meses en EEUU

Fuente: JP Morgan, Datastream y BBVA Research

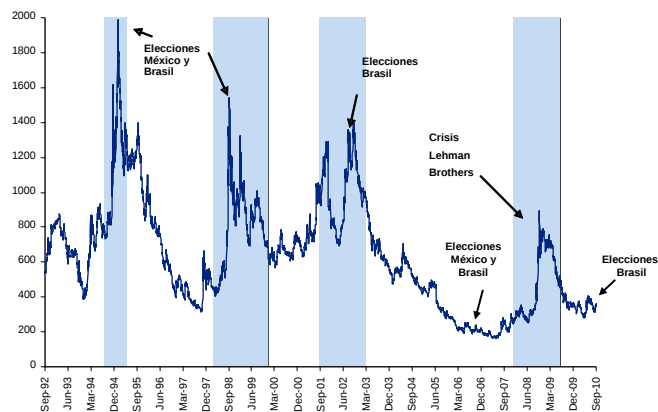


2

- Las elecciones presidenciales están perdiendo el impacto negativo que solían tener sobre las primas de riesgo.

Segundo test:
el ciclo
electoral

Incertidumbre durante los periodos electorales
Diferencial del Embi en América Latina, pbs
Fuente: JP Morgan y BBVA Research

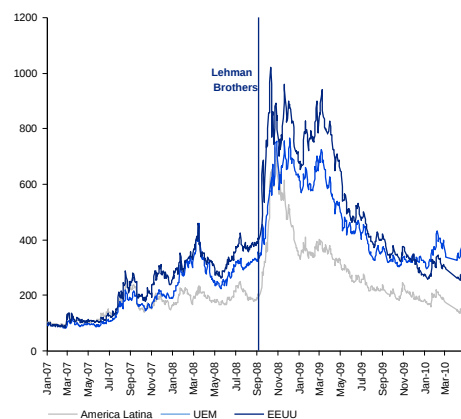


3

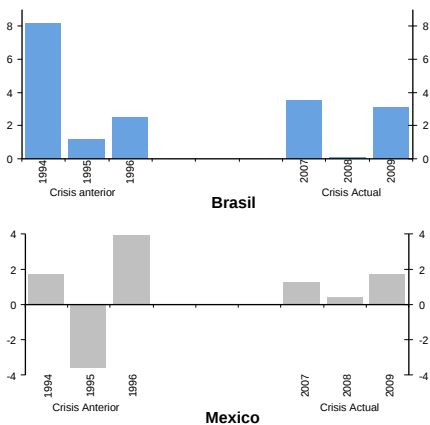
- La región ha soportado la crisis financiera global y ha salido reforzada financieramente: menores diferenciales y menor volatilidad de flujos, sin experimentar salidas netas de capitales

Tercer test:
las
turbulencias
financieras
globales

Índice de tensiones financieras BBVA Research
(Ene 2007=100)
Fuente: BBVA Research



Inversión de Cartera
Flujos netos de entrada, % del PIB
Fuente: BBVA Research



Sección IV

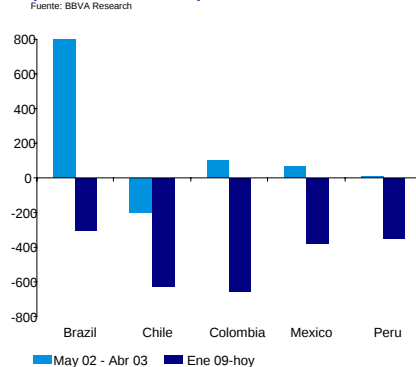
Cuarto reto: crecimiento en las economías emergentes. Foco en Latam

4

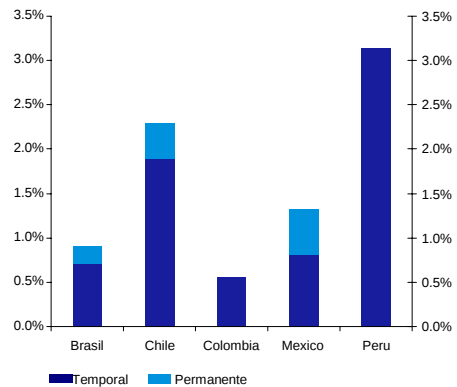
- La mayor resistencia de las economías, ganada en los últimos años, ha permitido por primera vez el uso de políticas contracíclicas en la región, en clara divergencia con la respuesta a crisis anteriores.

Cuarto test:
los precios de
las materias
primas y la
recesión global

Cambio en el tipo de interés durante la crisis (2002 frente a 2009)
Fuente: BBVA Research



LatAm, Estímulo fiscal % del PIB
Fuente: BBVA Research



Sección IV

Cuarto reto: crecimiento en las economías emergentes. Foco en Latam

5

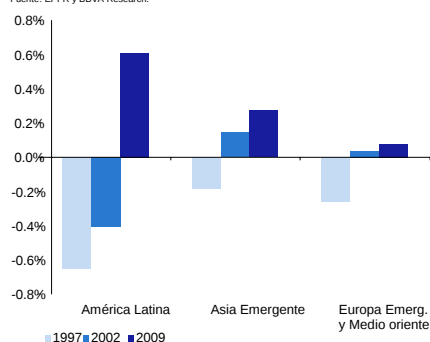
- Una región más abierta al exterior, tanto para comercio como inversión, se beneficia del dinamismo asiático
- La región incrementa significativamente su integración con Asia emergente durante la última década, principalmente a costa de sus socios tradicionales (EEUU).
- Las ganancias de competitividad se reflejan en el aumento de la cuota de mercado de las principales exportaciones.

Un futuro
prometedor si
se toma el
camino
adecuado:

1. Integración
comercial y de
flujos de
inversión.

Flujos de entrada de capitales a Economías Emergentes
(Flujos anuales como % de los Activos totales en la región)

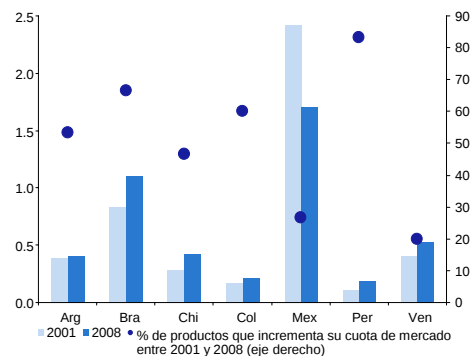
Fuente: EPFR y BBVA Research.



Cuota de mercado de las exportaciones*

Fuente: ONU y BBVA Research.

*Cuota de mercado de los 30 principales productos de exportación en cada país



5

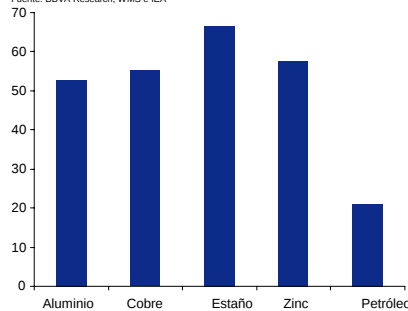
Un futuro prometedor si se toma el camino adecuado:

2. Impulso sostenido a la demanda de materias primas

- Los precios de las materias primas han sido muy resistentes a la crisis financiera.
- En la próxima década se producirá un fuerte impulso a la demanda de materias primas desde Asia debido al proceso de urbanización y rápida industrialización. Esto alimentará un nuevo ciclo de precios altos que parece iniciarse actualmente.
- El proceso guarda cierta similitud con la reconstrucción en Europa y Japón después de la segunda guerra mundial.

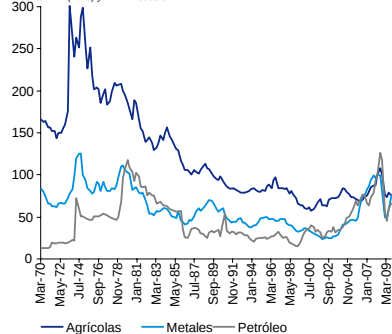
Asia: participación en el consumo mundial de materias primas (% del total)

Fuente: BBVA Research, WMS e IEA



Tendencias de largo plazo de precio de las materias primas (dólares de 2009)

Fuente: BID (2010) y BBVA Research



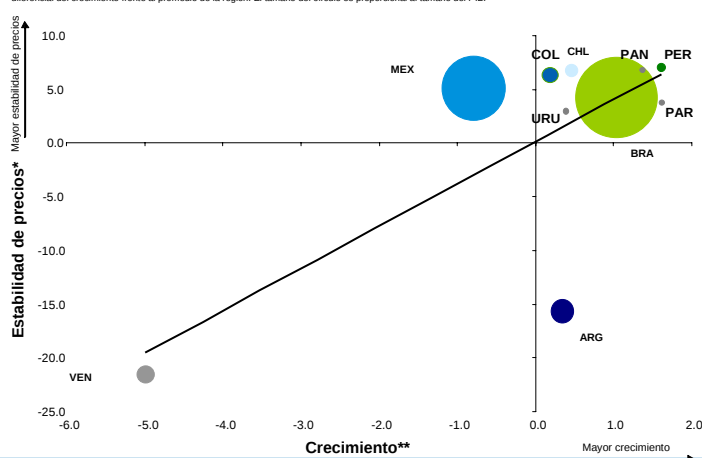
5

Pero América Latina no es homogénea: elevada diversidad en la región

- 2 gigantes (Brasil y México)
- Sudamérica Emergente de tamaño medio: combinan un buen desempeño en inflación y crecimiento (Chile, Colombia, Perú)
- Los países heterodoxos: la inflación sigue siendo un problema en Argentina y Venezuela

Estabilidad de precios y crecimiento en América Latina: 2010-2012

Fuente: BBVA Research. *Estabilidad de precios IPC 2010-2012: diferencial de la inflación interanual frente al promedio de la región. **Crecimiento de PIB 2010-2012: diferencial del crecimiento frente al promedio de la región. El tamaño del círculo es proporcional al tamaño del PIB.



Los dos gigantes de Latam

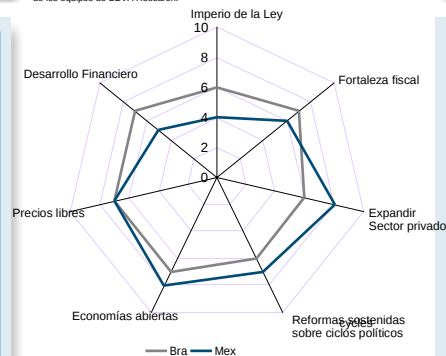
Brasil y México se han convertido en economías fiables, pero afrontan retos importantes para intensificar el crecimiento

Fortalezas

- Políticas fiables, gran tamaño de mercado y compromiso con la economía de mercado.
- Economías abiertas comercial y financieramente
- Aumento significativo de las clases medias como fuente de estabilidad y progreso económico
- Instituciones fiscales y monetarias sólidas
- Sistema financiero

Los dos gigantes de LatAm

Fuente: WB, WEF y BBVA Research. 1 (valoración negativa) y 10 (valoración positiva). Imperio de la Ley: World Bank Ranking 08, Fortaleza Fiscal: bajos niveles de CDS de Septiembre, Desarrollo Financiero: World Economic Forum Ranking 09 y resto de indicadores: evaluación de los equipos de BBVA Research.



Retos

- Ambas deben: reducir la economía informal, crear empleo, desarrollar los mercados financieros locales y aumentar el peso de la clase media
- México: reforzar el imperio de la ley y reformas para fomentar la competencia y reducir las vulnerabilidades fiscales.
- Brasil: Simplificar la estructura impositiva para fomentar la competitividad, ganar credibilidad para reducir los tipos de interés y evitar la interferencia excesiva del sector público en las actividades económicas

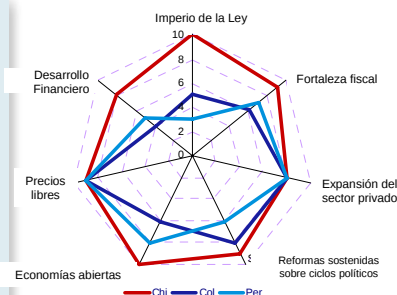
Países sudamericanos emergentes de tamaño medio

Fortalezas

- Democracias consolidadas
- Creciente importancia de las clases medias con un impacto positivo sobre los mercados y la política
- Mayor fortaleza de las instituciones económicas
- Estabilidad económica
- Economías cada vez más abiertas con crecientes lazos con Asia
- Clima favorable para la IED
- Enormes recursos naturales
- Sistema financiero

Países sudamericanos emergentes de tamaño medio

Fuente: WB, WEF y BBVA Research. 1 (valoración negativa) y 10 (valoración positiva). Imperio de la Ley: World Bank Ranking 08, Fortaleza Fiscal: bajos niveles de CDS de Septiembre, Desarrollo Financiero: World Economic Forum Ranking 09 y resto de indicadores: evaluación de los equipos de BBVA Research.



Retos

- Sectores informales aún grandes
- Baja calidad del sistema educativo puede suponer un problema en el medio plazo
- Cobertura de la Seguridad Social y asuntos pendientes de gobernanza en Colombia y Perú
- Ingresos fiscales demasiado dependientes de las rentas de los recursos naturales (Chile y Perú)
- Vulnerabilidad fiscal en Colombia

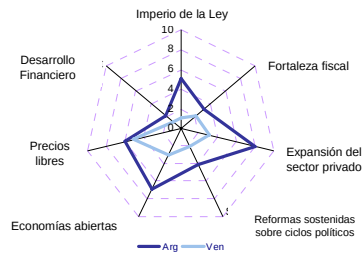
Los “países heterodoxos”

Fortalezas

- Ricos en recursos naturales
- Precios de activos muy bajos
- Argentina es aún el país líder de la región en capital humano y tiene un mercado financiero bien conectado y sofisticado
- Gran cantidad de activos externos propiedad del sector privado que podrían volver al sistema doméstico si cambian las condiciones
- Instituciones democráticas aún vigentes en ambos países
- Sistema financiero

Los países heterodoxos

Fuente: WB, WEF y BBVA Research. 1 (valoración negativa) y 10 (valoración positiva). Imperio de la Ley: World Bank Ranking 08. Fortaleza Fiscal: bajos niveles de CDS de Septiembre. Desarrollo Financiero: World Economic Forum Ranking 09 y resto de indicadores: evaluación de los equipos de BBVA Research.



Retos

- Las cuentas fiscales y externas siguen siendo muy vulnerables
- El proceso de toma de decisiones es arbitrario e impredecible que desanima la inversión
- Grandes distorsiones de precios relativos e inflación reprimida.
- Creciente debilitamiento de las instituciones económicas y políticas
- Ambos son ricos en recursos energéticos pero la oferta de energía se ha convertido en una restricción para el crecimiento económico

Principales mensajes

Los retos de la economía mundial

- **La economía mundial enfrenta cuatro grandes retos en su salida de la crisis:**
 1. Recuperar la **confianza en Europa** a través de una consolidación fiscal creíble y reformas en el marco institucional de la UE, que se ha mostrado poco adaptado para mantener la necesaria coordinación de políticas.
 2. Proseguir en la **reestructuración de los sistemas financieros**, necesaria para atender al incremento de la demanda de crédito del sector privado cuando este recupere su dinamismo.
 3. Recuperar el **dinamismo autónomo del sector privado**, dado el agotamiento del espacio para mayores apoyos desde las políticas macroeconómicas.
 4. Mantener el **dinamismo de las economías emergentes** en un contexto de lenta recuperación de los países industrializados (EEUU, Europa).
- El escenario central de previsiones apunta a un **bajo crecimiento en las economías desarrolladas**, pero sin recaída en la recesión (double dip).
- La lenta recuperación de las economías industrializadas implicará un **entorno mundial de bajos tipos de interés y debilidad del dólar** (excepto frente al euro).
- **América Latina ha superado con éxito los shocks de la última década**, incluyendo la recesión y crisis financiera global actual. A futuro, el dinamismo de Asia será un factor de impulso, que debe aprovecharse manteniendo políticas económicas prudentes.

Los retos del entorno económico global

Reunión Anual SAE – Apoyo Consultoría

Lima, 21 de septiembre de 2010

Apéndice Previsiones para la economía mundial

Recuperación
a varias
velocidades
tanto en las
economías
desarrolladas
como
emergentes

	Crecimiento del PIB		
	2009	2010	2011
EE.UU.	-2.6	2.7	2.3
UEM	-4.0	1.4	1.1
Alemania	-4.9	1.6	1.5
España	-3.7	-0.5	0.7
Francia	-2.5	1.2	1.3
LatAm 7	-2.9	3.9	4.3
Argentina	-2.1	3.6	3.9
Brasil	-0.2	5.3	4.7
Chile	-1.5	4.5	5.6
Colombia	0.8	5.2	5.0
México	-8.2	2.3	4.0
Perú	0.9	6.8	5.7
Venezuela	-3.3	1.1	1.7
Asia	1.8	6.4	5.5
China	9.1	9.9	9.0
Asia (Exc. China)	-0.8	5.1	4.1