

Perspectivas de la Economía Mundial y de España

Rafael Doménech

Cátedra BBVA

Universidad Pablo Olavide, Sevilla, 22 de noviembre de 2012

Mensajes principales

- 1 Tras la ralentización de 2012, **el crecimiento mundial se acelerará progresivamente** desde finales de año y durante 2013 gracias a las medidas monetarias en las economías desarrolladas y las de apoyo al crecimiento en los emergentes
- 2 **Los escenarios de riesgo son menos probables que hace tres meses si se mantienen los acuerdos y se aplican las medidas en los países desarrollados**, aunque persisten desafíos importantes en la zona euro y en EE.UU.
- 3 Las **economías emergentes** enfrentan el reto de gestionar la **entrada de flujos**
- 4 **España: se mantienen las perspectivas de una contracción** en 2012 y 2013, pero se ha observado una caída menos intensa en el tercer trimestre
- 5 El **esfuerzo fiscal da resultados** pero la recesión retrasa la consecución del objetivo
- 6 El cumplimiento de la agenda de **reformas estructurales**, más necesario que nunca

Índice

Sección 1

Economía mundial: aceleración progresiva apoyada en las políticas económicas

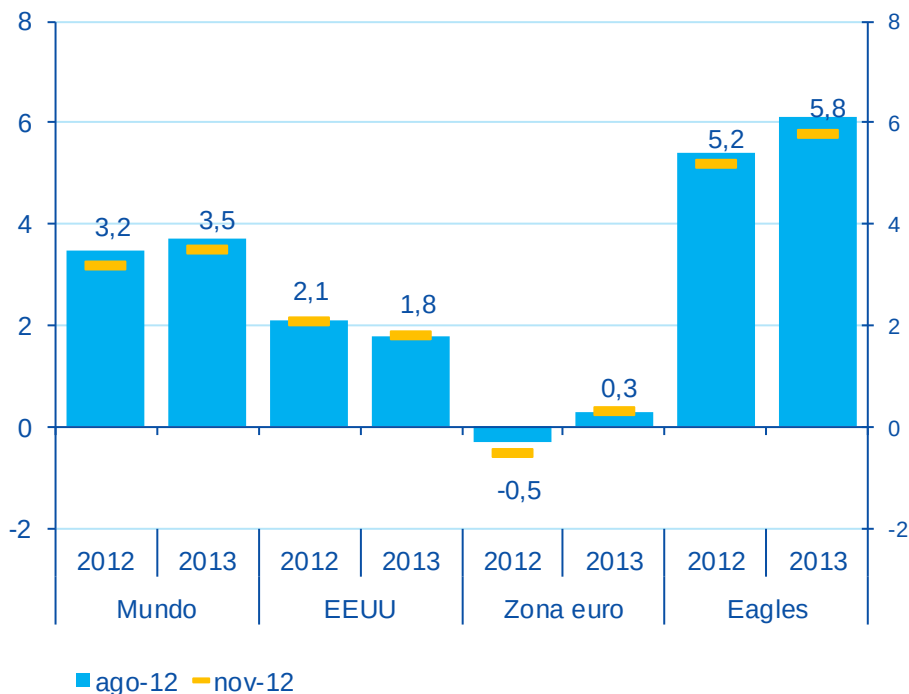
Sección 2

España: continúa el ajuste, el esfuerzo fiscal da resultados y la agenda de reformas es más necesaria que nunca

El crecimiento sigue siendo muy heterogéneo

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

Factores de riesgo

De todos ellos, la crisis de la Eurozona es el más importante

La crisis de la Eurozona

La recuperación en Estados Unidos
y el “fiscal cliff”

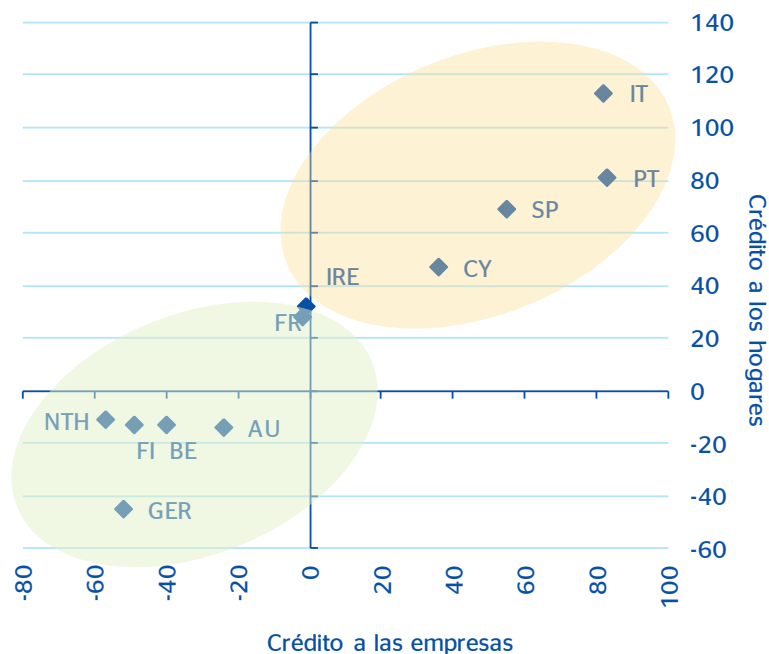
La incertidumbre sobre un aterrizaje brusco
en China y otros emergentes

Otros riesgos geopolíticos (Siria, Irán, etc.)

La crisis de la eurozona: fragmentación financiera

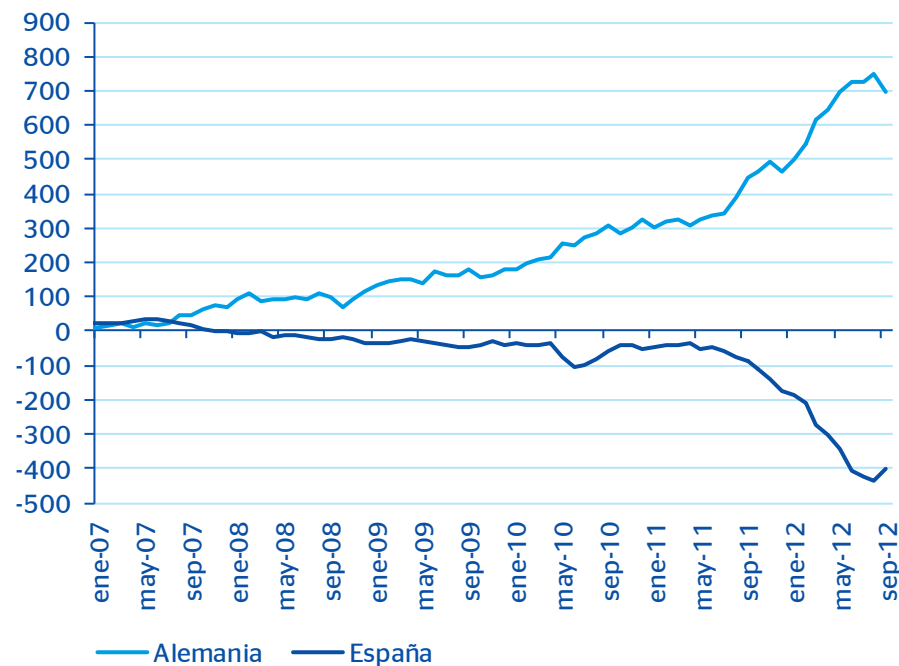
Cambio en el tipo de interés sobre los nuevos préstamos bancarios (pb, diciembre 2010 a julio 2012)

Fuente: BCE, FMI y BBVA Research



Posición TARGET2 respecto al Eurosistema posición acreedora (+) y posición deudora (-) (mM€)

Fuente: BBVA Research y Bancos Centrales

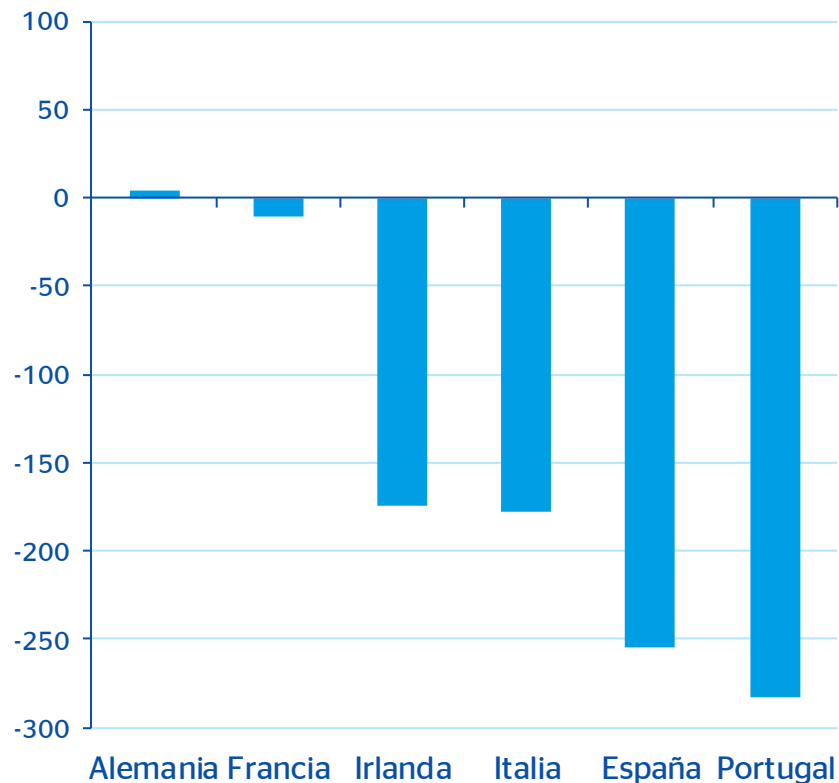


UEM: dos avances necesarios pero todavía insuficientes

Cambio en el rendimiento de la deuda pública a dos años, desde el discurso de Draghi (pb)

(Último dato: 5 de noviembre de 2012)

Fuente: BBVA Research y Bloomberg



BCE: “lo que sea necesario” para preservar el euro (OMT)

Hay entradas de capital a la zona euro, tanto en renta variable como en renta fija

La menor aversión al riesgo ha alentado algunas emisiones de deuda corporativa en la zona euro

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

Los bancos españoles y las empresas no financieras han vuelto a emitir deuda

UEM: dos avances necesarios pero todavía insuficientes

Una hoja de ruta hacia una Unión Económica y Monetaria más genuina
Thomas Sargent (2012): “Nobel Lecture: United States Then, Europe Now”

Unión fiscal

Tesoro europeo y Eurobonos: convenientes como mecanismo de mutualización de riesgos

La propuesta de bonos “azules” y “rojos” mantiene cierta disciplina de mercado

El ESM debería ser más eficiente en la reducción de la volatilidad de la prima de riesgo

Unión bancaria

Regulaciones y supervisor europeos

Un Fondo de Garantía de Depósitos Europeo

Un fondo de rescate europeo

Índice

Sección 1

Economía mundial:

aceleración progresiva apoyada en las políticas económicas

Sección 2

España: continúa el ajuste, el esfuerzo fiscal da resultados y la agenda de reformas es más necesaria que nunca

Principales cambios en el escenario

Determinantes del escenario económico

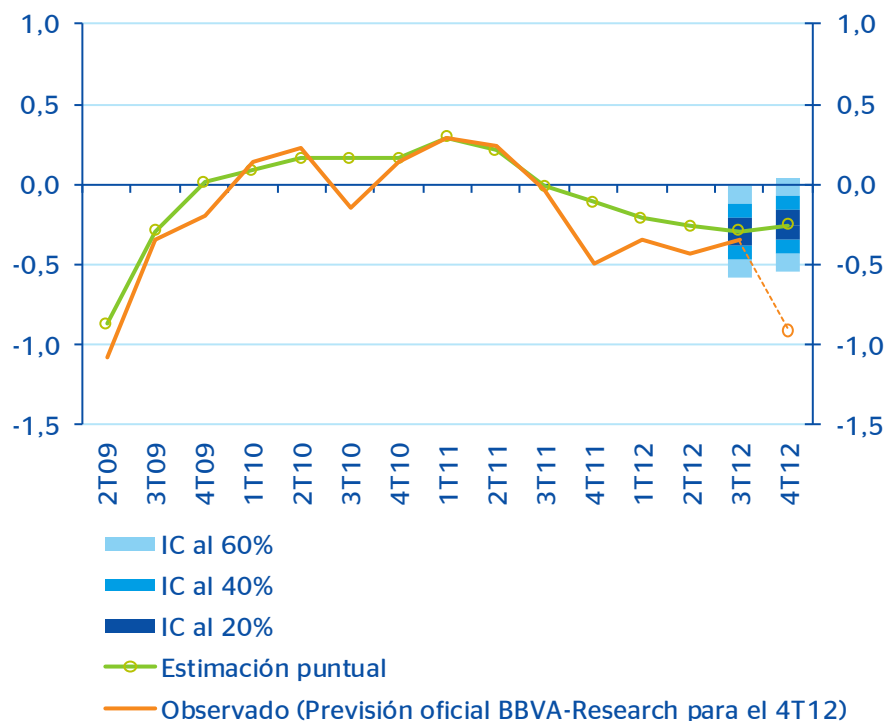
Fuente: BBVA Research

Previsión de crecimiento hace 3 meses		2012: -1,4% 2013: -1,4%
Nuevos factores	Empeoramiento marginal de las expectativas de crecimiento en Europa para 2012	
	Revisión a la baja de los datos históricos de la Contabilidad Nacional	
	Consolidación fiscal: la desviación del objetivo 2012 es más probable	
	Datos 2T12 en línea con nuestras expectativas y 3T12 mejor de lo esperado	
	Mejora la prima de riesgo y de los flujos de capital respecto a lo esperado hace tres meses	
	Reformas estructurales	
Se mantiene la previsión de crecimiento para 2012 y 2013		2012: -1,4% 2013: -1,4%

Todavía en recesión pero se estabiliza la caída

España: crecimiento observado del PIB y previsiones del modelo MICA-BBVA (% t/t)

Fuente: BBVA Research
Previsión actual: 5 de noviembre



En 3T12 la economía española continuó en recesión ...

... aunque la contracción fue menor a la que se esperaba hace tres meses

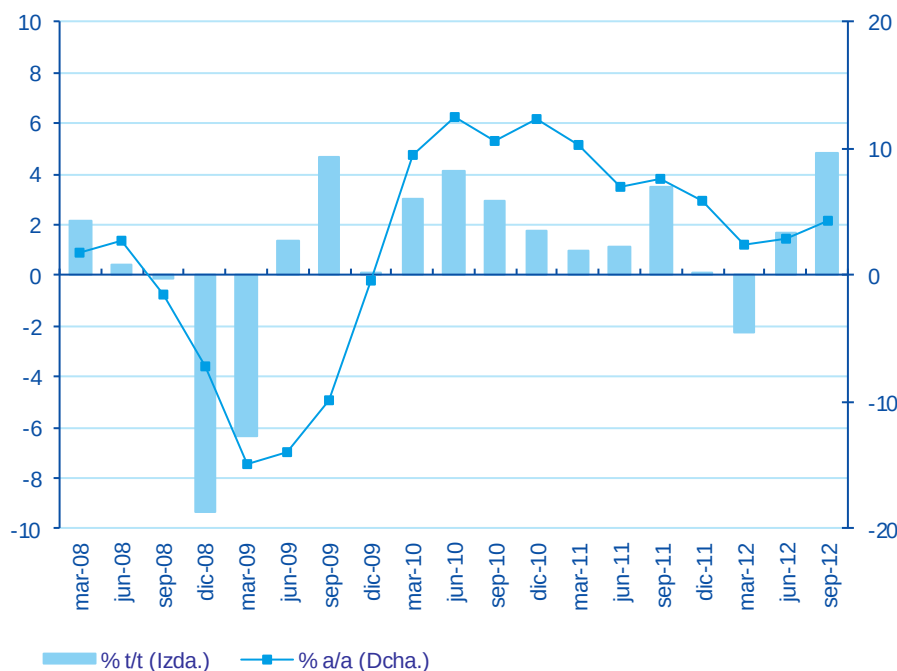
La información disponible indica que el crecimiento en 4T12 será nuevamente negativo aunque, de momento, no tan intenso como preveíamos

El empleo seguirá viéndose afectado por las perspectivas negativas de crecimiento

Las exportaciones continúan siendo el soporte

España: exportaciones de bienes y servicios (En términos reales.)

Fuente: BBVA Research a partir de INE



¿Que puede estar detrás de la sorpresa positiva?

Comportamiento positivo de las exportaciones españolas, en especial a países emergentes

Menor efecto de la consolidación fiscal o mayor adelantamiento del gasto por el incremento del IVA

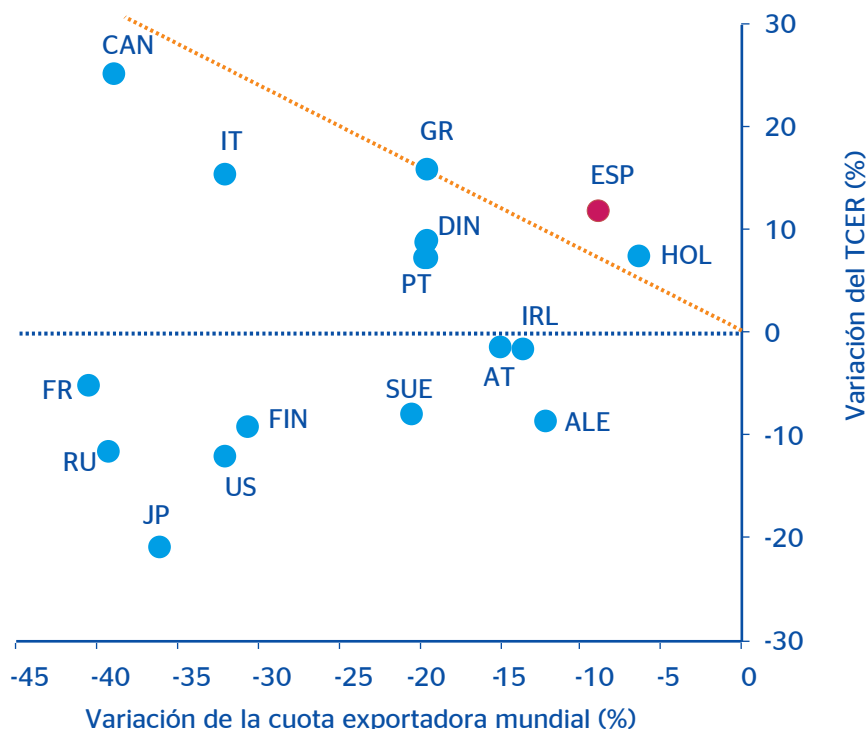
Resultados del Plan de Pago a Proveedores mejores de lo esperado

Impacto a corto plazo de la reforma laboral mayor al esperado

Las exportaciones continúan siendo el soporte

Variación acumulada en la cuota mundial de exportaciones y en sus precios relativos

Bienes y servicios, 1999-2011. Fuente: BBVA Research partir de Comisión Europea y OMC



$$\boxed{?} EX_t = S_t^x \left(P_t^x / P_t^w \right) EX_t^w$$

A diferencia de otros países, entre 1999 y 2011 la cuota exportadora de España apenas cayó un 8,9%

Eliminado el efecto de los precios relativos de exportaciones la cuota de España habría aumentado

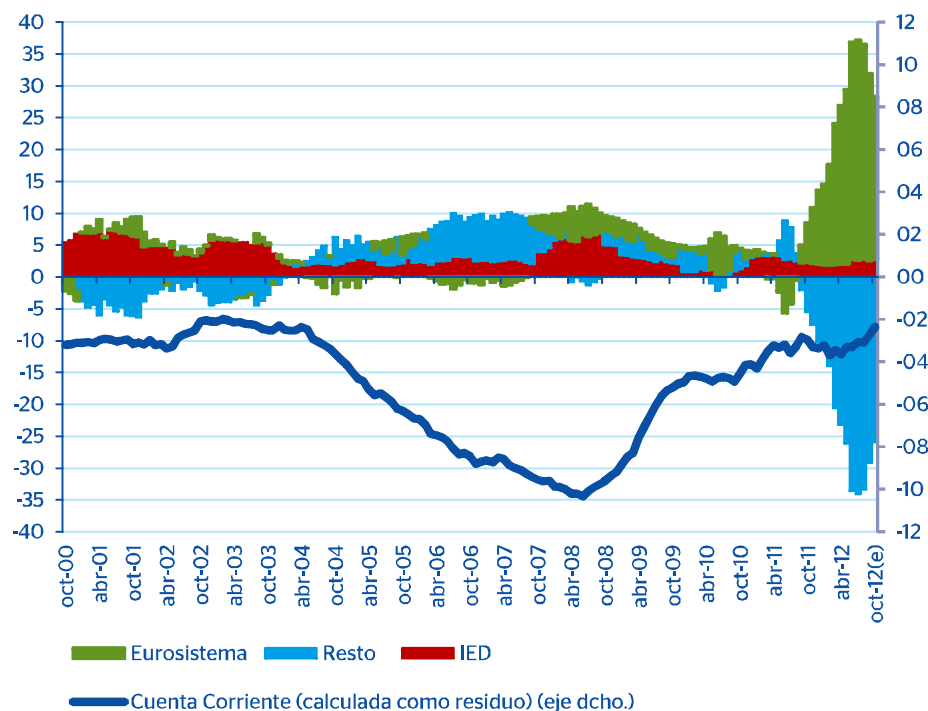
Los precios son importantes, pero otros determinantes en el ámbito empresarial lo son aún más

Mejora de la prima de riesgo y de los flujos de capital

España: Balanza de pagos y flujos de capital

(Acumulado a 12 meses, % del PIB)

Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España



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

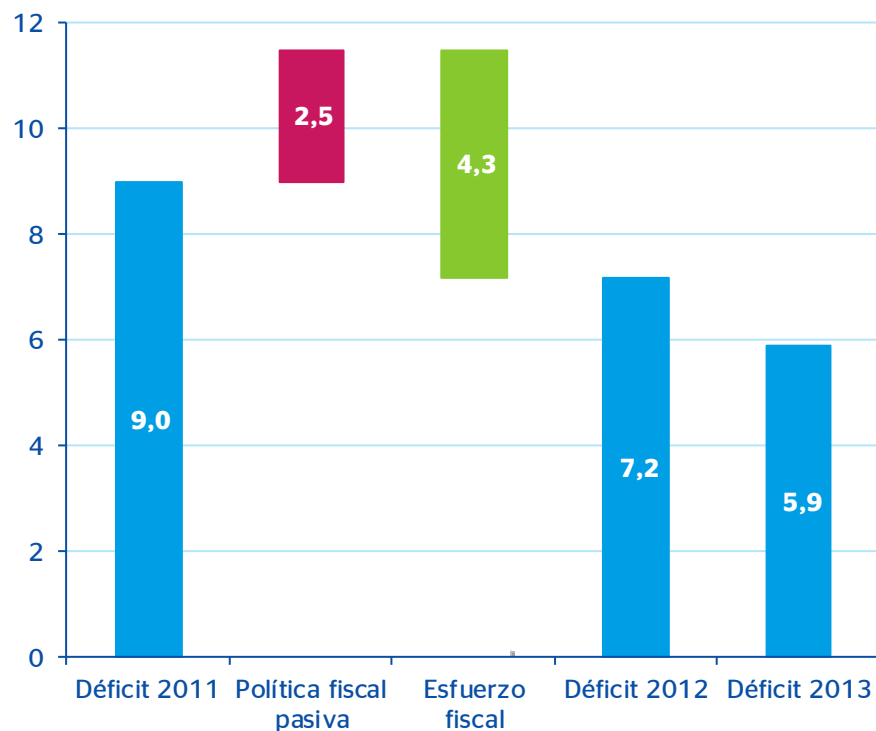
Disminuir la presión al alza en la prima de riesgo y los flujos de capital en España

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

Un esfuerzo fiscal significativo

AA.PP.: descomposición del déficit público excluidas las ayudas al sector financiero (% PIB)

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP



La consolidación fiscal está funcionando: el esfuerzo fiscal en 2012 será superior a 4pp del PIB

El deterioro económico necesariamente retrasa la consecución del objetivo nominal ...

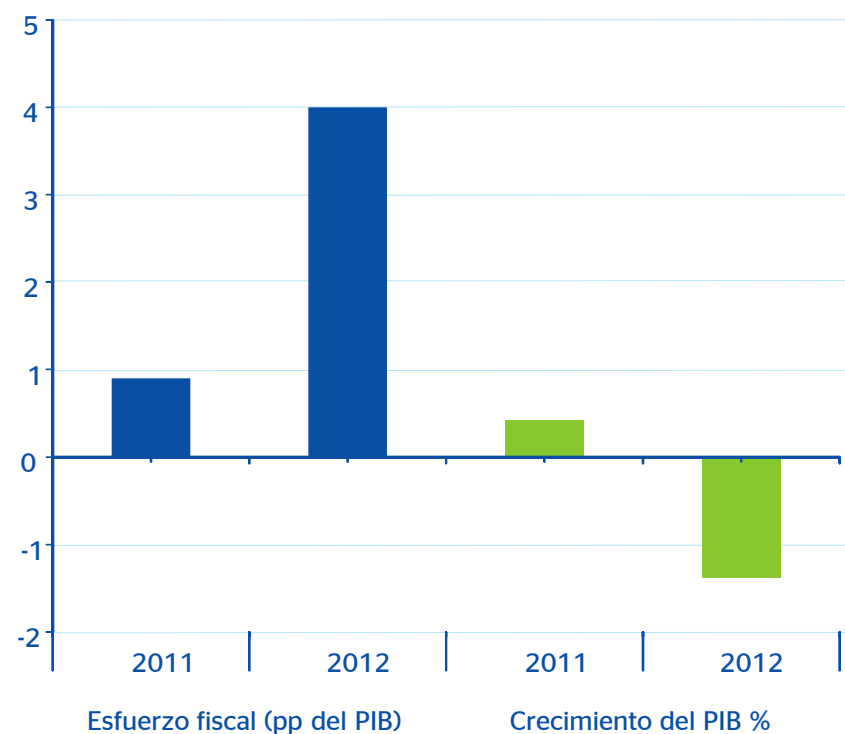
... aunque al ritmo actual y con rigor en el ajuste fiscal se alcanzaría el equilibrio estructural en 2014

Con todo, quedan importantes reformas por acometer, que incrementen la eficiencia de las AA.PP.

Un esfuerzo fiscal significativo

España: ajuste fiscal y crecimiento del PIB

Fuente: BBVA Research a partir de INE



En 2011 la economía española creció un 0,4% a pesar del tono contractivo de la política fiscal

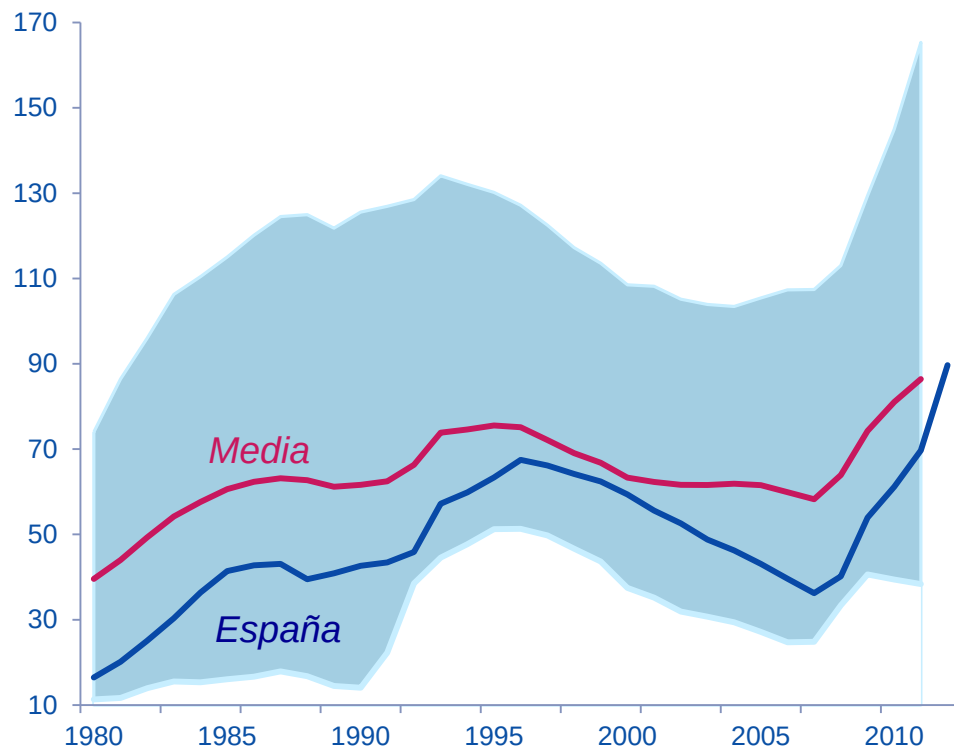
Pese al inédito ajuste de las cuentas públicas en 2012 (4.3pp del PIB de esfuerzo fiscal), la economía se contraerá en torno al 1,4%

Debate sobre los multiplicadores fiscales $\Delta PIB / \Delta (G-T)$

Sin alternativas al ajuste fiscal, solo cuán rápido y cómo

Deuda pública sobre PIB

Fuente: Doménech y García-Serrador (2012)



$$d = \frac{1+g}{r-g}(t-g)$$

[?]

Regla de oro modificada: $r > g$

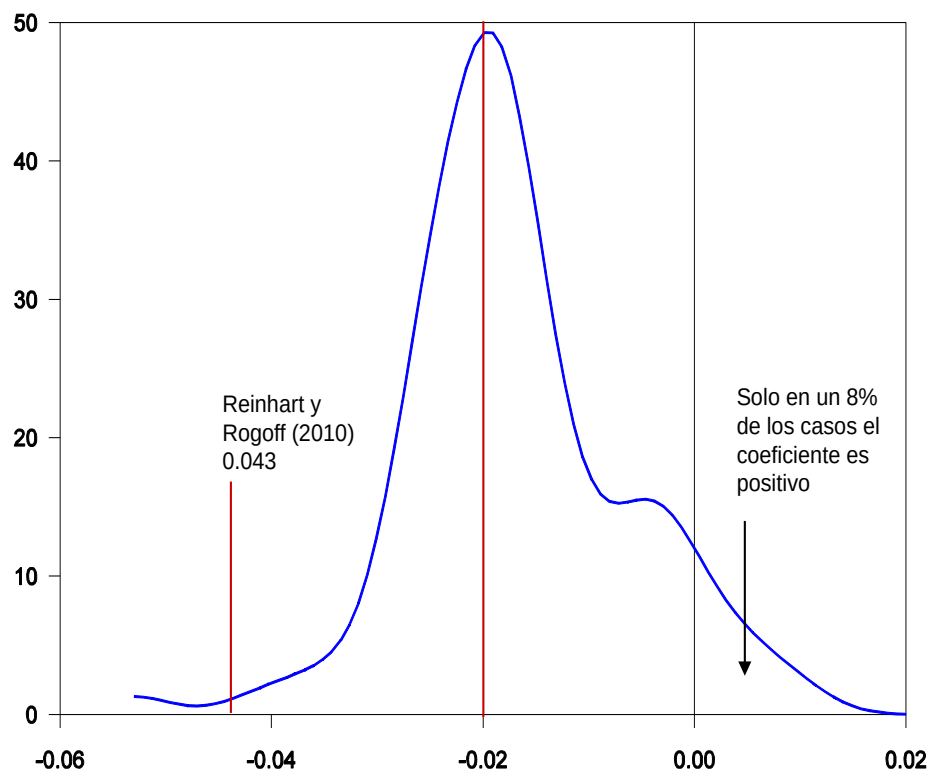
Dados r y g , para estabilizar un mayor nivel de deuda hace falta un mayor saldo presupuestario primario

Además, mayores niveles de deuda implican mayores tipos de interés y menor crecimiento

Sin alternativas al ajuste fiscal, solo cuán rápido y cómo

Efectos de un punto de deuda/PIB sobre el crecimiento

Fuente: Doménech y García-Serrador (2012) en base a Kumar y Woo (2010)



Efectos económicamente relevantes y estadísticamente significativos

No linealidad de los efectos, empiezan a ser significativos a partir del 60% de deuda sobre PIB

Importantes efectos a largo plazo

Sin alternativas al ajuste fiscal, solo cuán rápido y cómo

Efectos de una reducción de la deuda pública del 95 al 35 por ciento del PIB

(aumentos en puntos porcentuales)

Fuente: Doménech y García-Serrador (2012)

PIB	5.22
Consumo privado	4.54
Inversión	6.42
Empleo	2.89
Capital	6.42
Impuestos	-9.51

Por cada punto de aumento del déficit r aumenta 25-50 pb. Por cada 10 puntos de deuda r aumenta algo menos de 100 puntos básicos

Por cada punto de déficit el ahorro privado compensa 4 décimas y la inversión privada disminuye otras 4

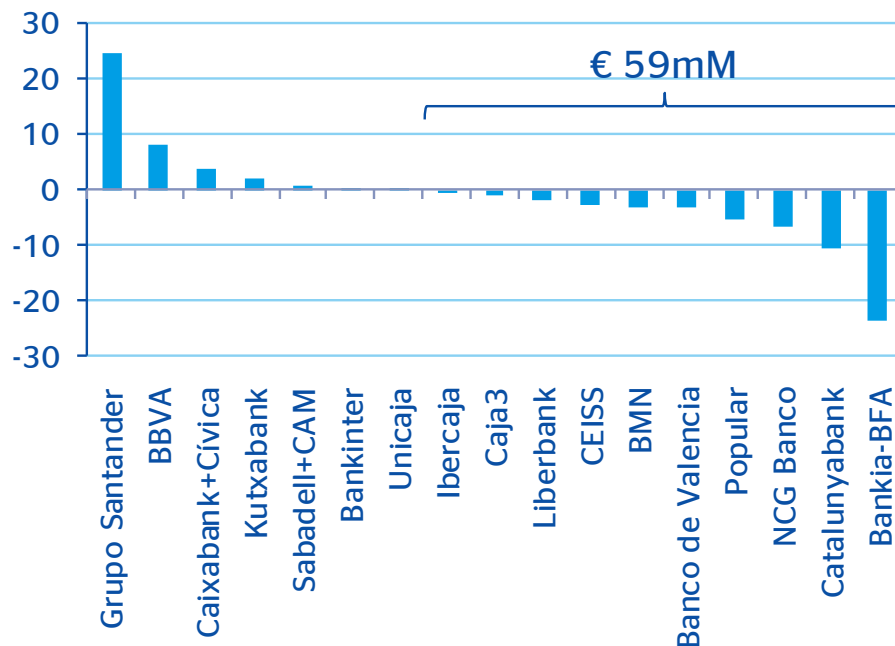
10 puntos más de deuda suponen 2 décimas menos de crecimiento

Volver al nivel de deuda precrisis en España supondría más de 5 pp de PIB y casi 3 pp de empleo

Avances en la reestructuración del sistema financiero

Necesidades de capital de las entidades financieras en el escenario adverso* (mM€)

Fuente: Banco de España



* No incluye fusiones en marcha ni el crédito fiscal (con él €54mM)

Pruebas de esfuerzo: se ha completado un paso más de la reestructuración bancaria

Planes de recapitalización: 40 mil millones de euros en inyecciones previstas de capital público

Se confirma la heterogeneidad del sistema: las instituciones solventes tienen el 70% de los activos

Proceso de transferencia de activos a la Sareb, con descuentos para intentar atraer capital privado y no consolidar como deuda pública

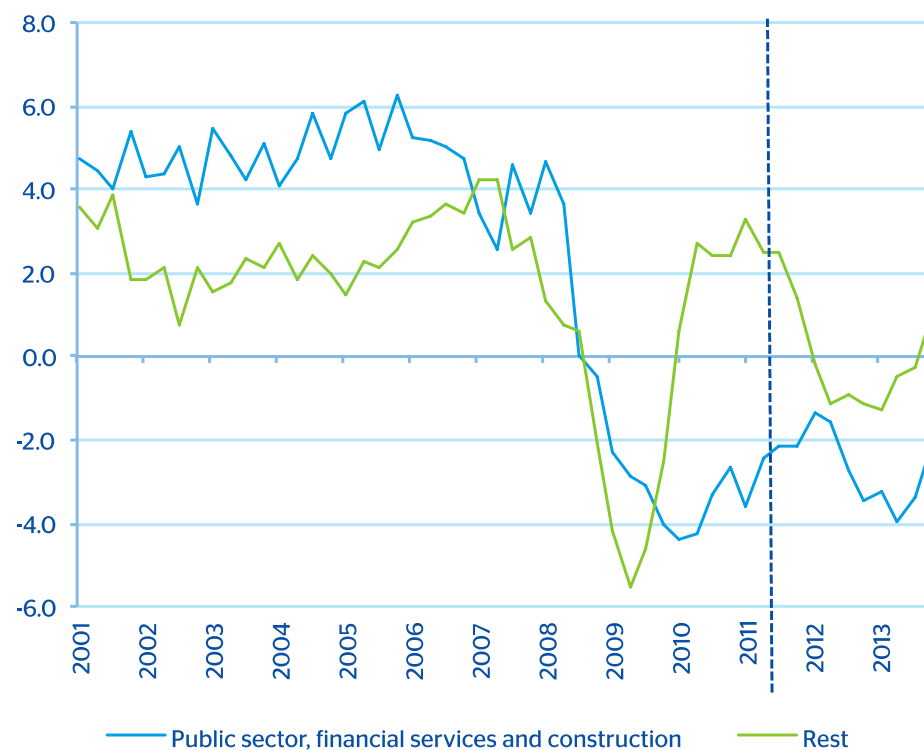
La agenda de reformas: más necesaria que nunca



La reasignación de factores productivos

España: crecimiento del PIB

Fuente: BBVA Research a partir de INE



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

¿Cuáles son las claves del crecimiento a largo plazo?

Crecimiento a largo plazo

Mapa de indicadores de crecimiento por Comunidades Autónomas

Fuente: BBVA Research

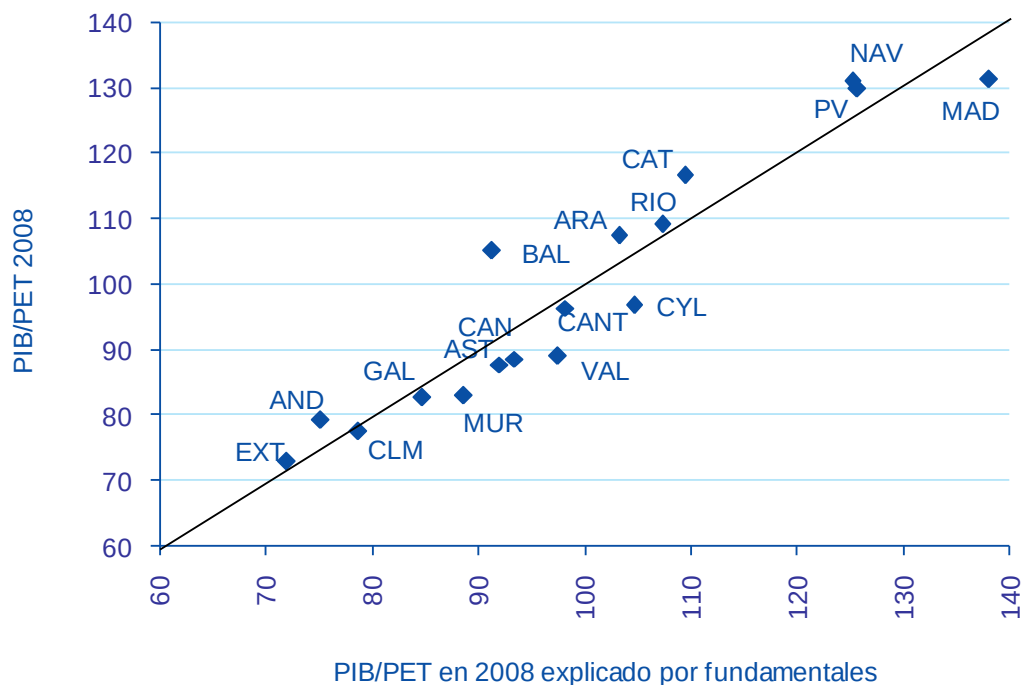
	PVAS	MAD	NAV	ARA	CANT	RIO	CYL	GAL	CAT	AST	CANA	CLM	VAL	MUR	BAL	AND	EXT
Indicador sintético de corto plazo	1	0	1	1	1	1	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	3
Inversión residencial (stock no vendido / parque de vivienda)	1	1	1	2	1	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	0
Precios Vivienda (a/a real)	3	1	2	0	2	1	2	2	1	2	2	2	2	2	2	1	3
Diversificación sectorial exterior	2	2	2	2	2	0	2	1	2	2	2	2	1	2	2	1	2
Apalancamiento en el sector privado	1	1	2	1	1	1	1	1	2	1	2	2	2	2	2	2	2
Tasa de desempleo	0	1	1	1	1	2	1	1	2	2	3	2	2	2	2	3	2
Deuda autonómica (% PIB)	1	1	2	2	1	2	1	2	3	1	1	2	3	2	2	1	2
PIB per cápita relativo	0	1	0	1	2	1	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	3
Apertura comercial (bienes y turismo)	1	2	0	2	2	2	2	1	1	2	1	2	2	1	1	2	3
Tasa de ahorro de los hogares	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	0	2	2	3	2	2
Índice de libertad económica	1	0	1	2	2	1	1	2	2	2	1	2	2	2	1	3	3
Capital humano	0	0	1	1	1	2	2	2	2	1	2	3	2	2	2	2	3
I+D / PIB	0	0	0	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2	3	2	2
Infraestructuras / PET	1	2	1	1	1	2	1	2	2	1	2	2	2	3	3	3	2
Indicador global	0,5	0,7	0,9	1,1	1,2	1,2	1,2	1,4	1,5	1,5	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,4

(*) Un valor mayor (o un color más claro) indican un mayor nivel de riesgo. 3 señala que el valor se encuentra por encima de 1,5 desviaciones típica frente a la media española. 2 y 1 señalan que el valor se encuentran entre 0 y 0,75 desviaciones típicas por encima o por debajo de la media española. 0 implica que el valor de la variable se encuentra más de 1,5 desviaciones típicas por debajo de la media española. Para el PIB per cápita relativo, la apertura comercial y la tasa de ahorro los valores están invertidos. Los indicadores globales se computan por promedio de los indicadores parciales.

Crecimiento a largo plazo

PIB por persona en edad de trabajar (España = 100)

Fuente: BBVA Research a partir de INE y A. de la Fuente



Capital humano, I+D y libertad económica/
instituciones (Acemoglu y Robinson, 2012) explican la
capacidad productiva

Se observan importantes diferencias en estos
determinantes de largo plazo ...

... cuya persistencia temporal es muy elevada

Perspectivas de la Economía Mundial y de España

Rafael Doménech

Cátedra BBVA

Universidad Pablo Olavide, Sevilla, 21 de noviembre de 2012

Escenario 2012-2013

España y Europa: previsiones macroeconómicas

Fuente: INE, Banco de España, Eurostat y previsiones BBVA Research

(Tasa de crecimiento a/a)	2009		2010		2011		2012 (p)		2013 (p)	
	España	UEM	España	UEM	España	UEM	España	UEM	España	UEM
G.C.F Hogares	-3,9	-0,9	0,6	0,9	-0,8	0,1	-2,1	-1,0	-2,9	0,0
G.C.F AA.PP	3,7	2,6	1,5	0,7	-0,5	-0,1	-3,6	-0,1	-6,9	-0,5
Formación Bruta de Capital Fijo	-18,0	-12,7	-6,2	-0,3	-5,3	1,6	-9,7	-3,6	-7,5	-0,6
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	-23,9	-18,7	2,6	6,3	2,3	4,2	-7,6	-5,3	-3,7	-0,8
Equipo y Maquinaria	-24,5	-18,8	3,0	6,4	2,4	4,3	-7,7	-5,3	-3,8	-0,8
Construcción	-16,6	-9,9	-9,8	-4,4	-9,0	-0,2	-11,8	-3,4	-10,0	-1,4
Vivienda	-23,1	-12,5	-10,1	-2,9	-6,7	0,9	-6,8	-1,9	-8,4	0,4
Otros edificios y Otras Construcciones	-9,1	-7,0	-9,6	-5,9	-11,0	-1,4	-16,3	-5,1	-11,7	-3,3
Variación de existencias (*)	0,0	-0,9	0,1	0,6	-0,1	0,1	0,0	-0,5	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	-6,6	-3,6	-0,6	1,2	-1,9	0,5	-4,0	-1,8	-4,7	-0,3
Exportaciones	-10,0	-12,4	11,3	11,0	7,6	6,4	3,8	3,1	8,2	3,2
Importaciones	-17,2	-11,0	9,2	9,4	-0,9	4,2	-4,7	0,1	-1,8	2,2
Saldo exterior (*)	2,9	-0,8	0,3	0,7	2,3	1,0	2,6	1,3	3,3	0,5
PIB pm	-3,7	-4,3	-0,3	1,9	0,4	1,5	-1,4	-0,5	-1,4	0,3
Pro-memoria										
PIB sin inversión en vivienda	0,5	-3,8	0,5	2,2	1,0	1,5	-1,0	-0,4	-0,9	0,3
PIB sin construcción	1,6	-3,6	1,6	2,7	2,1	1,7	0,3	-0,2	-0,2	0,4
Empleo total (EPA)	-2,3	-1,8	-2,3	-0,5	-1,9	0,5	-4,4	-0,8	-3,4	-0,3
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	20,1	9,6	20,1	10,1	21,6	10,2	25,0	11,4	26,1	11,8
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	-4,5	0,1	-4,5	-0,1	-3,5	0,0	-1,4	1,2	-0,5	1,2
Deuda Pública (% PIB) (**)	61,3	79,6	61,3	85,5	69,1	87,3	85,2	89,5	91,4	90,4
Saldo de las AA.PP (% PIB) (**)	-9,7	-6,3	-9,7	-6,2	-9,0	-4,1	-7,2	-3,2	-5,9	-2,3
IPC (media periodo)	1,8	0,3	1,8	1,6	3,2	2,7	2,5	2,5	2,3	1,8
IPC (fin de periodo)	3,0	0,4	3,0	2,0	2,4	2,9	3,5	2,4	1,3	1,6

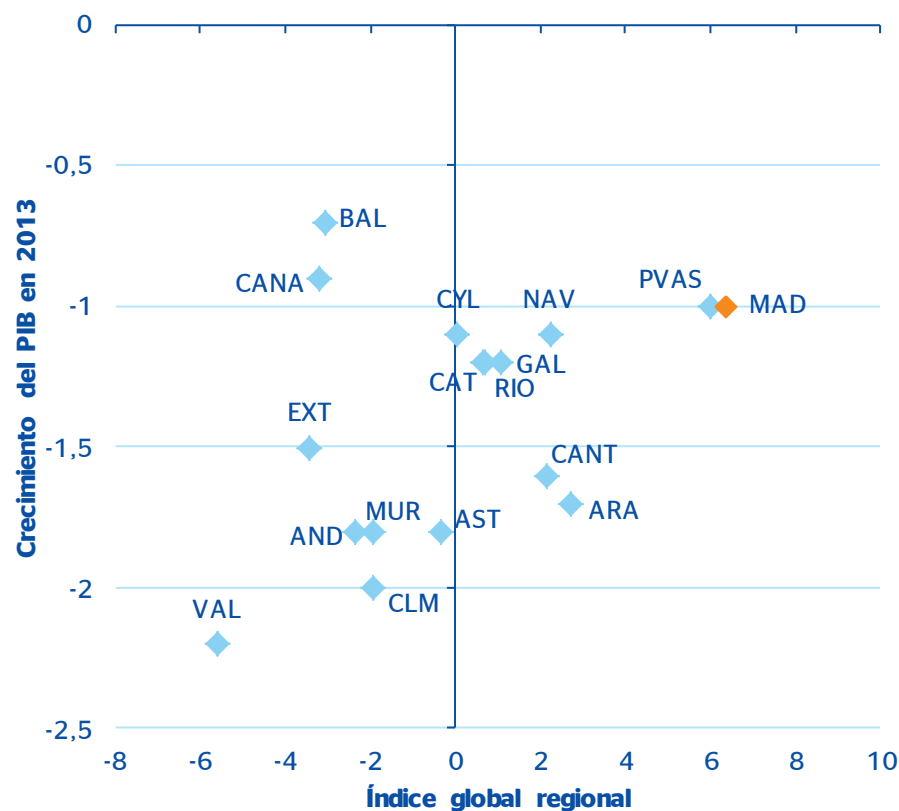
(*) contribuciones al crecimiento

(**) Excluyendo en España las ayudas a la banca

Perspectivas regionales

CC.AA.: Índice de atractivo regional y Crecimiento del PIB en 2013 (%)

Fecha: 31 de octubre de 2012
Fuente: BBVA Research



La recesión también afecta a Madrid, pero en menor medida

Menores desequilibrios y mejores dotaciones de factores posibilitan un comportamiento diferencial

Descomposición del aumento de deuda pública

AA.PP.: previsión de deuda a cierre de 2012

(% del PIB)

Fuente: BBVA Research a partir de BdE, MINECO y MINHAP

