

Algunas reflexiones sobre el escenario global y previsional

Jornadas Previsionales Consar

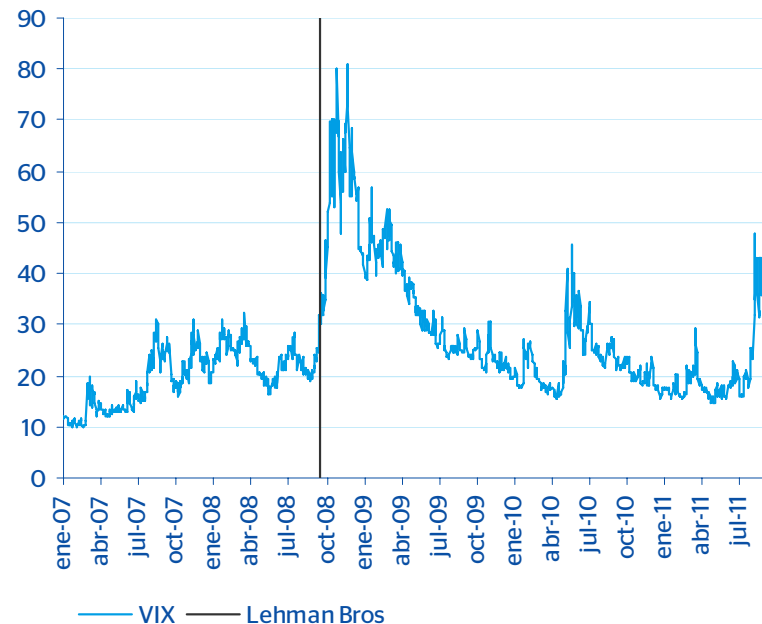
Barcelona, . 19 de Septiembre de 2011

Contexto de altísima incertidumbre

- La economía global ha experimentado un episodio de fuertes tensiones financieras en el último mes y medio
- El entorno actual está caracterizado, y previsiblemente lo seguirá estando en el corto plazo, por una elevada volatilidad, aversión al riesgo y huída de los capitales a activos refugio

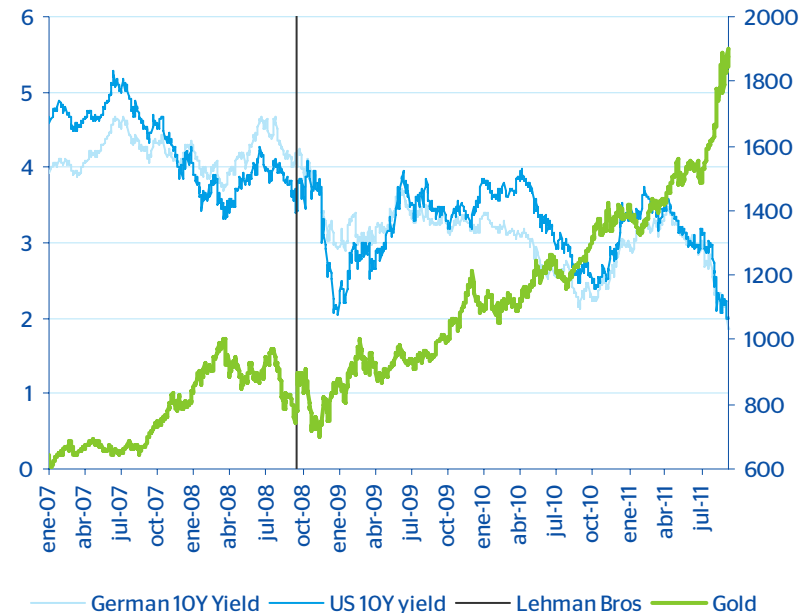
Aversión global al riesgo: Índice VIX

Fuente: Bloomberg and BBVA Research



Activos refugio: bonos del tesoro alemán y americano y oro

Fuente: Bloomberg and BBVA Research

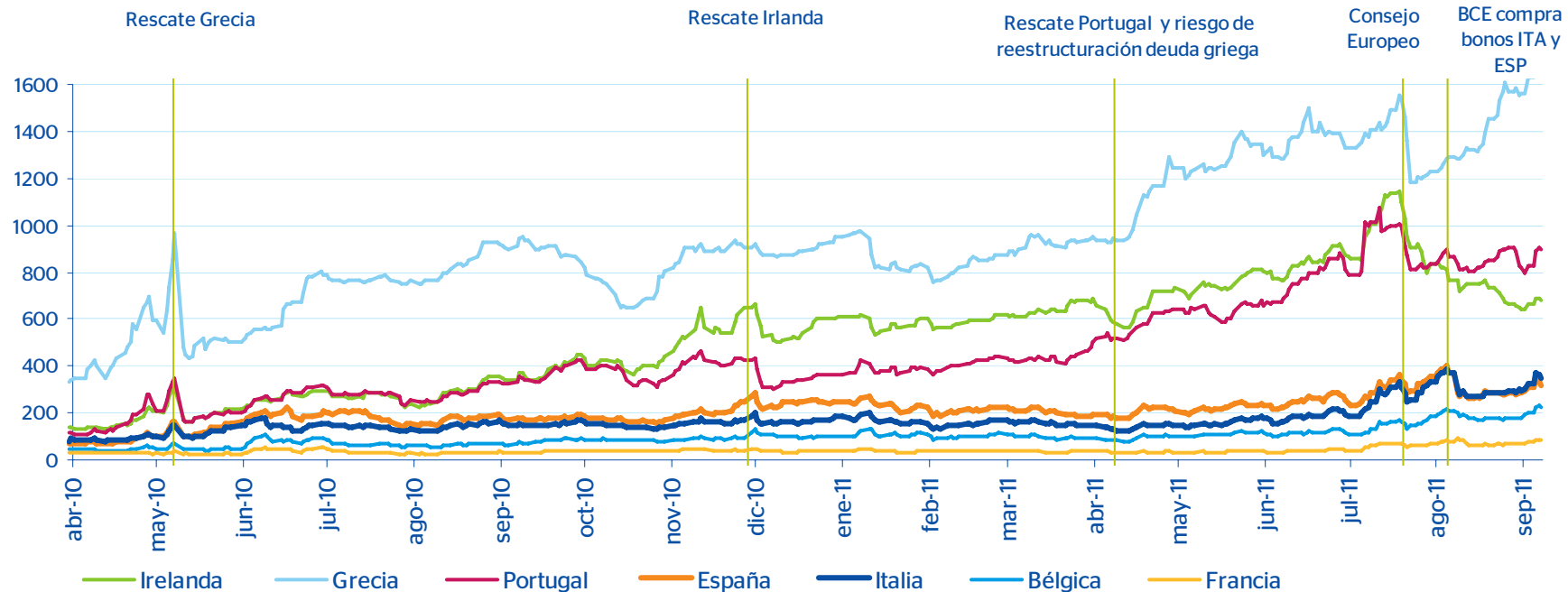


Intensificación de la crisis soberana

- Los resultados de la Cumbre de Jefes de Estado se quedan cortos: el mecanismo de rescate se flexibiliza pero hay dudas sobre su implementación y, sobre todo, se percibe como insuficiente.

Prima de riesgo: diferencial de los bonos a 10 años con Alemania (pb)

Fuente: Bloomberg and BBVA Research

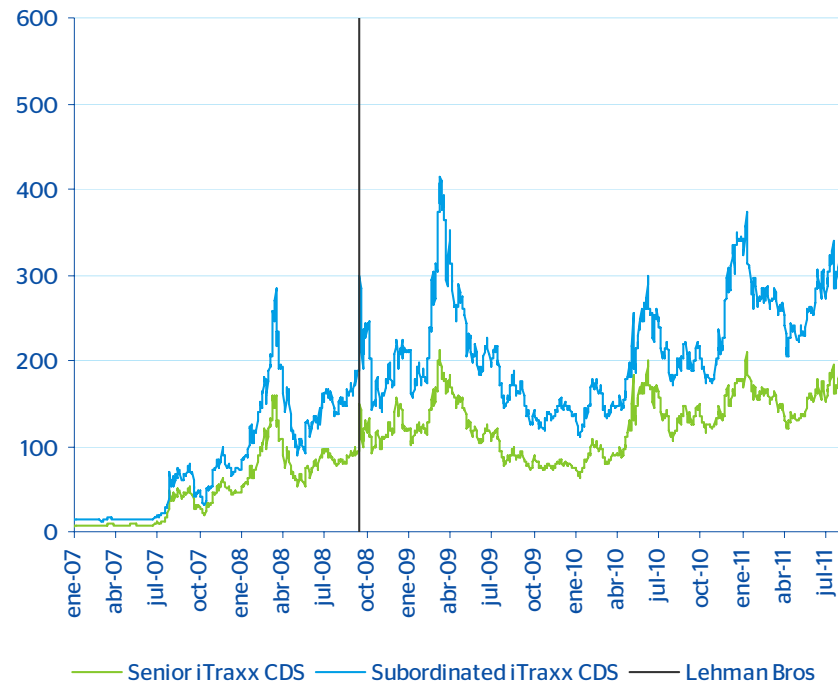


La crisis retroalimenta el riesgo bancario

- La dudas sobre la resolución de la crisis de deuda unido a la exposición de los bancos a deuda periférica contribuye a un deterioro de la percepción sobre el sistema bancario. El coste de aseguramiento se dispara y se tensión las condiciones de financiación en el interbancario.

Coste de aseguramiento de los bancos: CDS

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

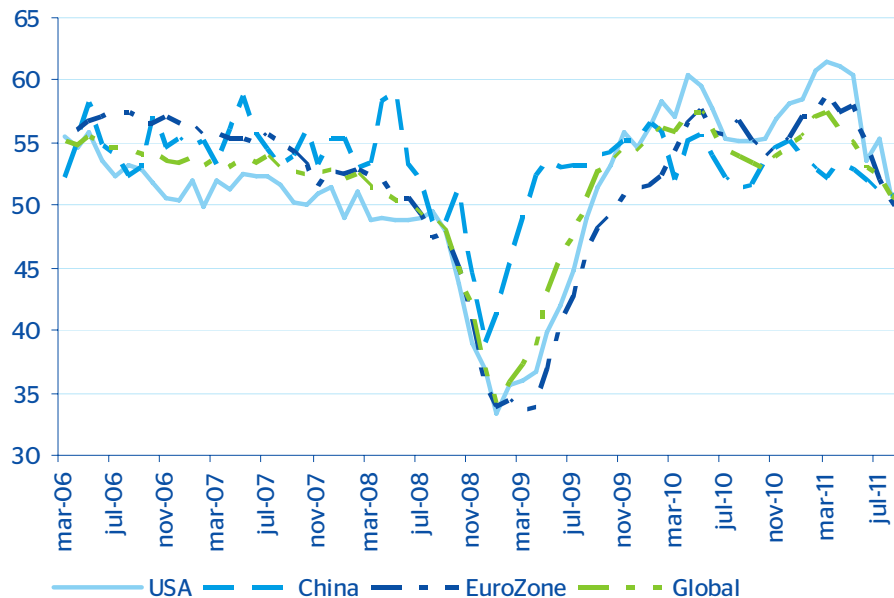


Deterioro de expectativas de crecimiento

- En Estados Unidos, el riesgo de recesión aumenta tras la sorpresa a la baja de los datos de actividad . La falta de consenso se manifiesta en el debate del techo de deuda que culmina con la rebaja de rating
- El riesgo cíclico unido al riesgo financiero se traduce en una caída de los indicadores de confianza a nivel global, sobre todo en las economías desarrolladas

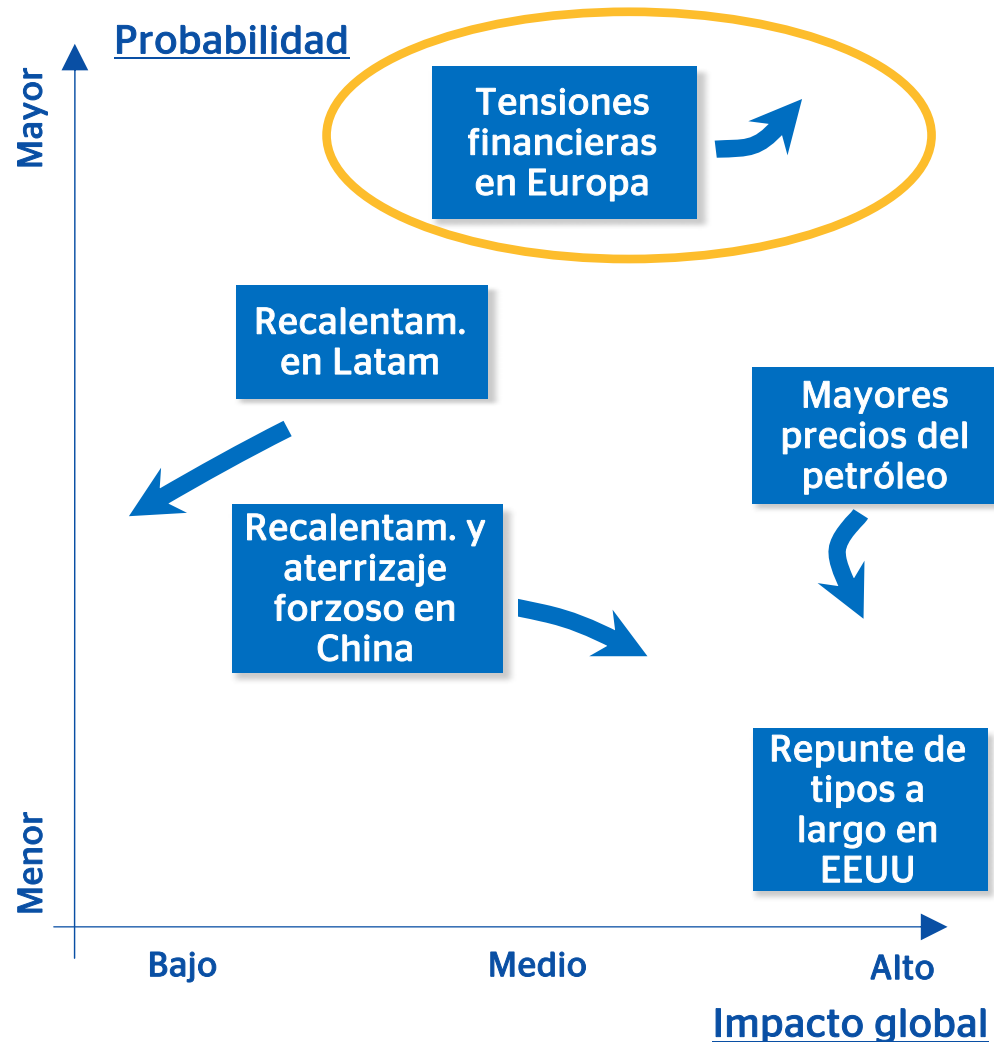
Indices de expectativas de actividad: EuroZona, Estados Unidos, China y Global

Fuente: Bloomberg y BBVA Research





La crisis Europea de deuda representa el principal riesgo global



El sentimiento del mercado

Eventos que han elevado las incertidumbres:

- Las dificultades de Grecia...
- Tensionamiento sobre bancos
- BCE y la renuncia de Jürgen Stark ...
- Indicadores desalentadores en Europa y EEUU en últimas semanas...
- Las dificultades para avanzar con los acuerdos de Julio (EFSF)
- Probabilidad de apoyo de ayudas al empleo en EEUU
- El poder de la FED y el QE3



Los problemas

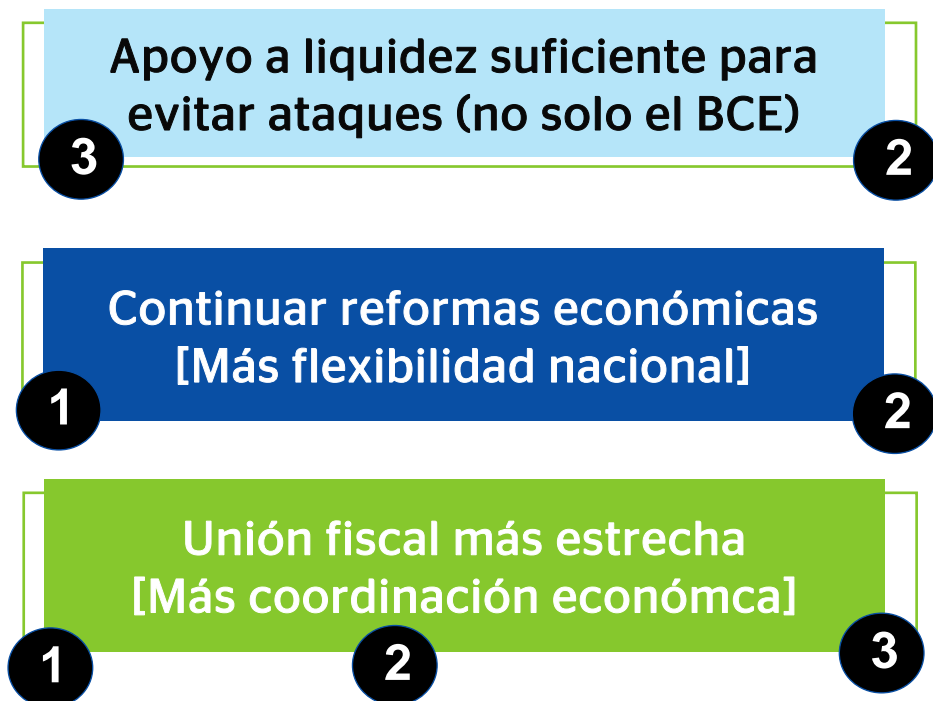
- 1 Capacidad de crecer
- 2 Instituciones políticas
- 3 Municiones para crisis

Europa: retos político-institucionales

Europa enfrenta, además de los retos de la consolidación fiscal en la periferia, el de avanzar en el proceso de integración fiscal, institucional y de reformas económicas.

Pero los costes políticos de ese “Gran Acuerdo” entre economías centrales y periféricas (apoyo por reformas) son muy elevados.

3 pilares para más avances



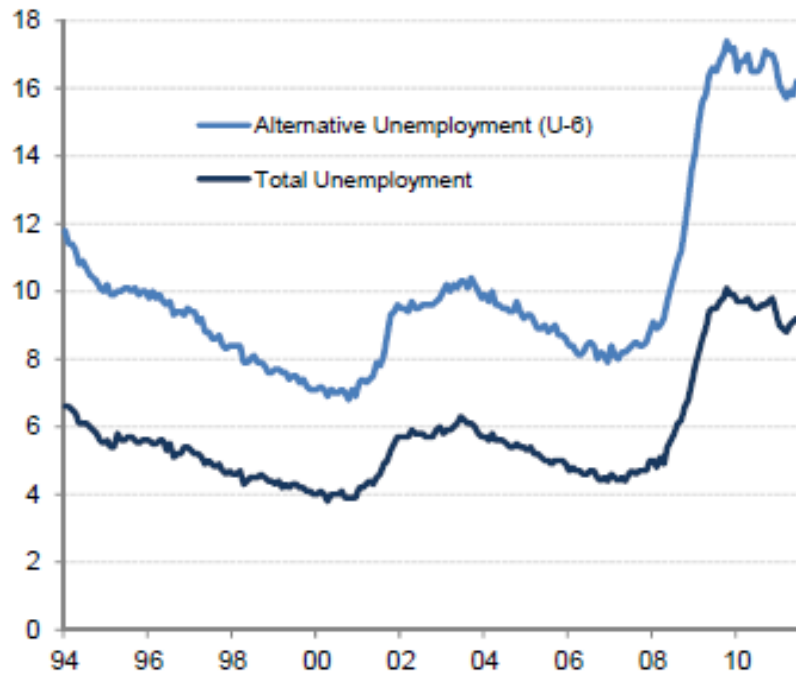
Lista de tareas por hacer





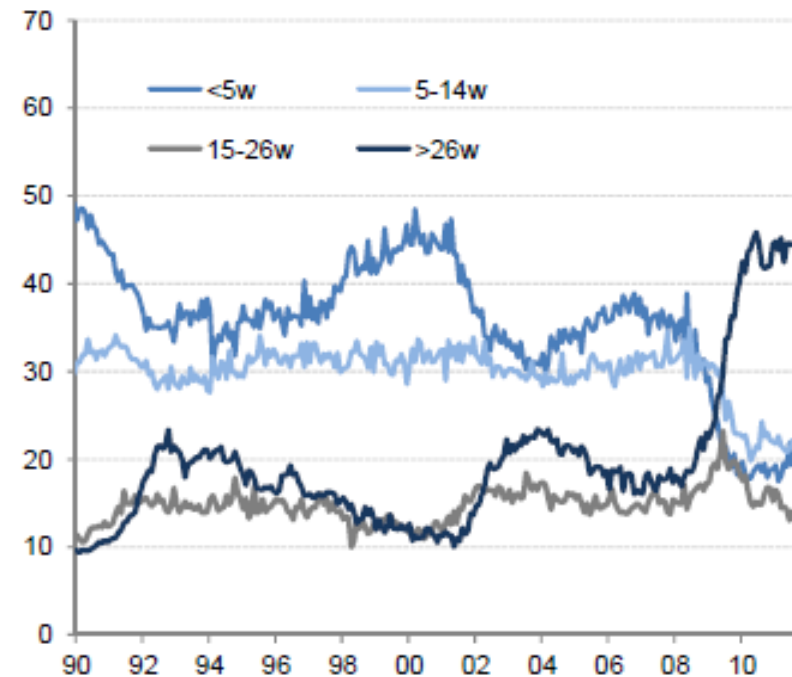
EEUU: la urgencia de crecer y crear empleo

Tasa de Desempleo
%



Source: BLS

Duración del Desempleo
% de Desempleados

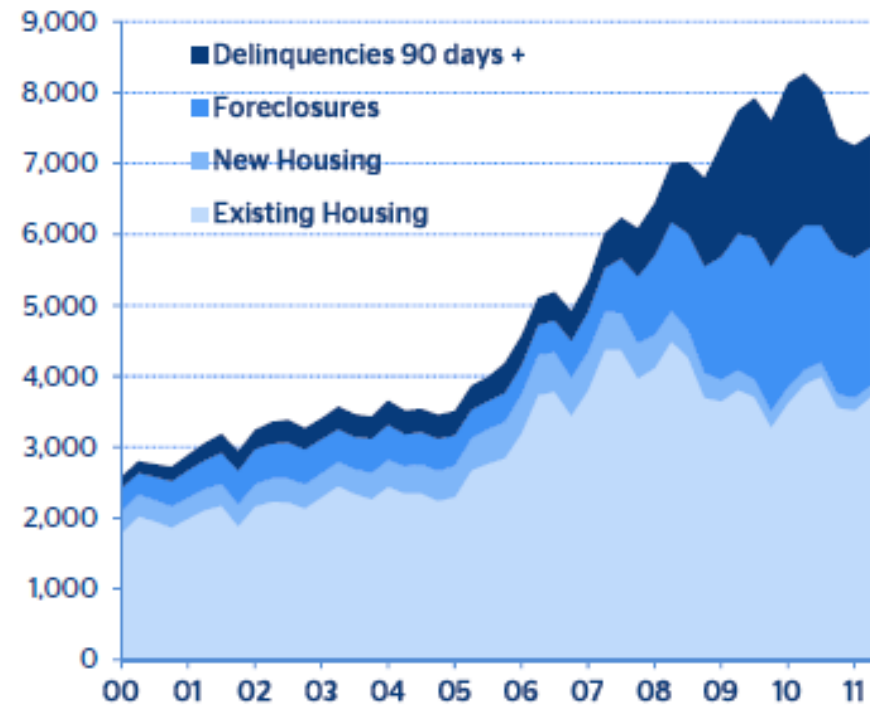


Source: BLS

EEUU: el “deleveraging” continúa



Viviendas en venta e “inventario sombra”
Miles de Unidades



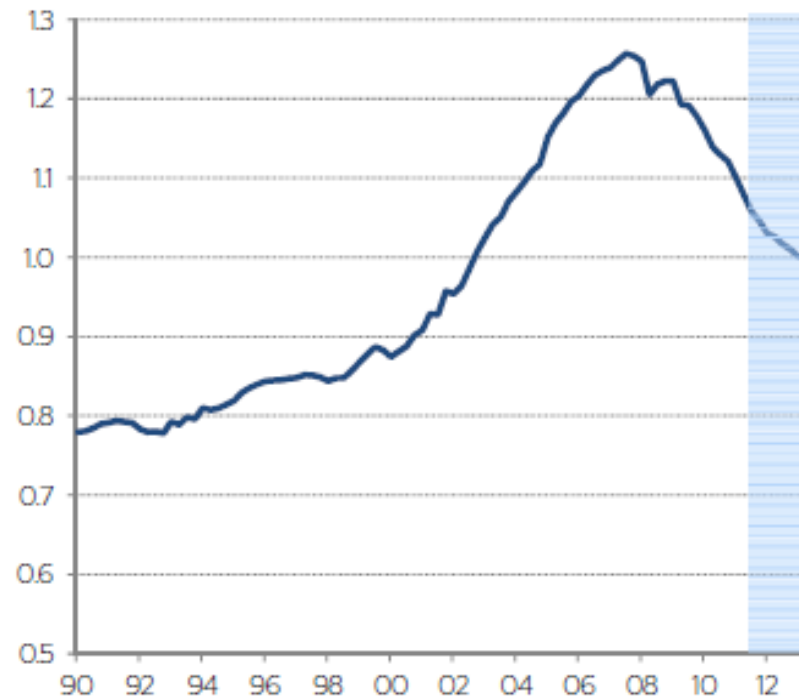
Source: Census, NAR, MBA and BBVA Research

EEUU: el “deleveraging” continúa

- El endeudamiento tiene un largo camino de reducción ...
- .. que tendrá impacto en el consumo...
- ¿Cuánto durará ese “deleveraging”?

Ratio Deuda/Ingresos

Fuente: BBVA Research



EEUU: el reto de alcanzar consensos políticos

EEUU tiene algo más de espacio que Europa periférica para conseguir una consolidación fiscal creíble (centrada especialmente en el largo plazo) y para relanzar el crecimiento. Uno de los principales escollos es la polarización política por el dominio de las posiciones más radicales.

Una mezcla explosiva

Posiciones de partida muy distantes entre los dos principales partidos

Grupos minoritarios muy poderosos dentro de cada partido

Las elecciones primarias en 2012 favorecen las posiciones radicales

Los votantes no reciben claros mensajes sobre lo que está en juego



Escenario probable

Acuerdos de corto plazo que posponen un solución definitiva de largo plazo (por ejemplo, con la reducción del déficit)

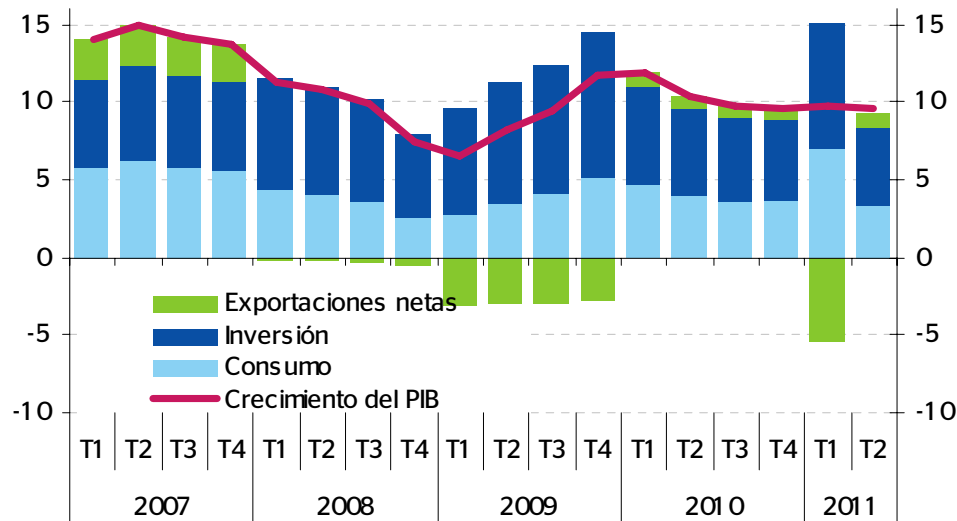
Riesgo no desdeñable de “accidentes” en el camino de las negociaciones

China: las políticas conducen a la economía a un aterrizaje suave

En China, se sigue moderando el crecimiento por las medidas restrictivas de política económica. Los datos del segundo trimestre confirman que se sigue en camino hacia un aterrizaje suave, a pesar del difícil entorno exterior en la primera parte del año. El incremento de precios de la vivienda se ha moderado en los últimos dos años. De acuerdo a nuestras estimaciones, los precios están sólo ligeramente sobrevalorados (7%).

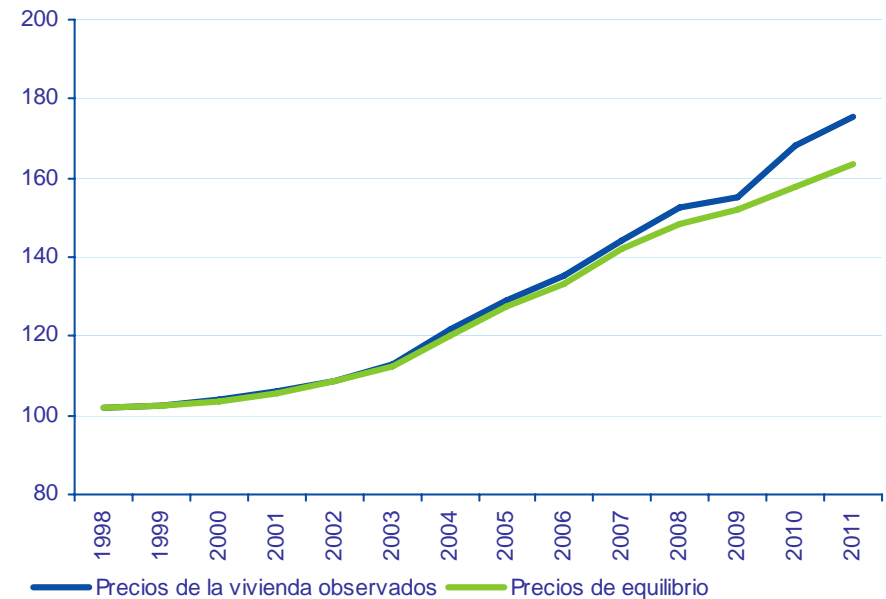
China: contribuciones al crecimiento del PIB (%it)

Fuente: BBVA Research.



China: precio de la vivienda observado y de equilibrio

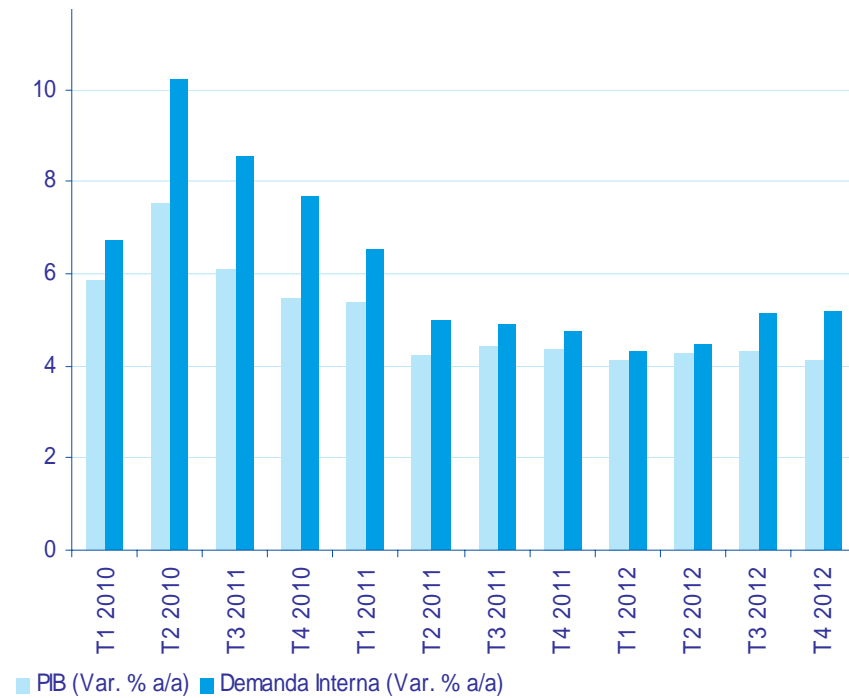
Fuente: BBVA Research.



En América Latina también se modera el riesgo de recalentamiento

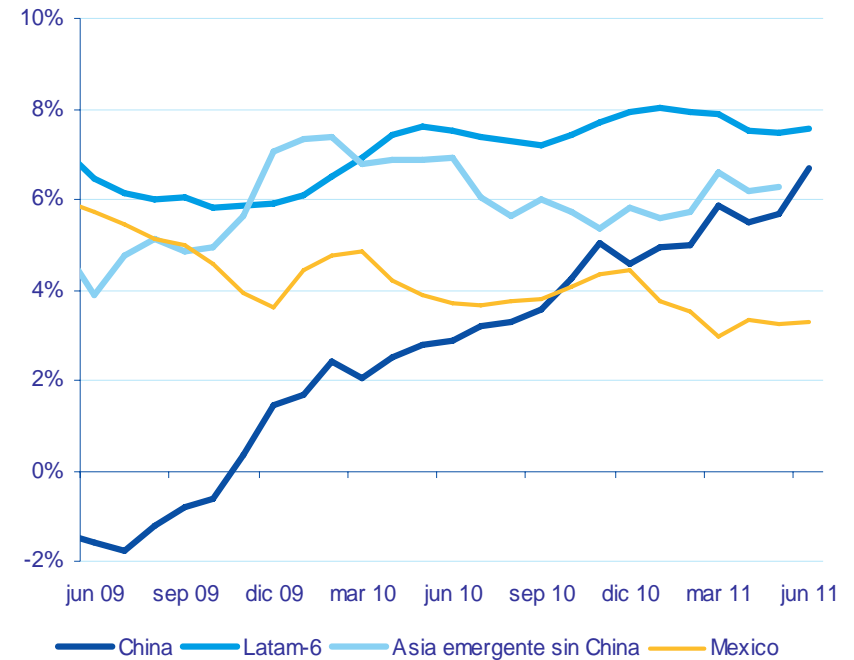
Latam: Crecimiento del PIB y de la demanda interna (%a)

Fuente: BBVA Research,



Inflación en economías emergentes (%a)

Fuente: BBVA Research,

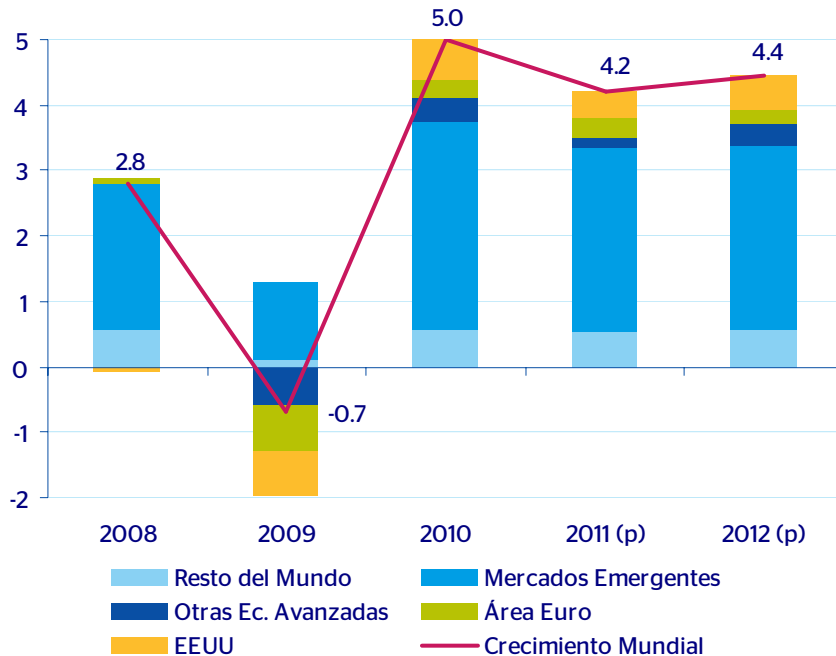




El crecimiento mundial continuará apoyado en las economías emergentes.

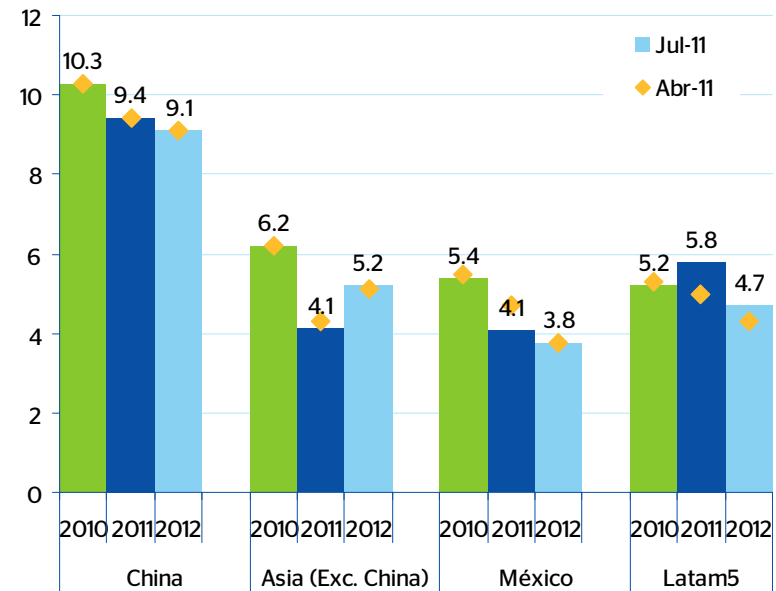
Contribuciones al crecimiento mundial (%)

Fuente: BBVA Research



Crecimiento en Asia y América Latina (%ia)

Fuente: BBVA Research



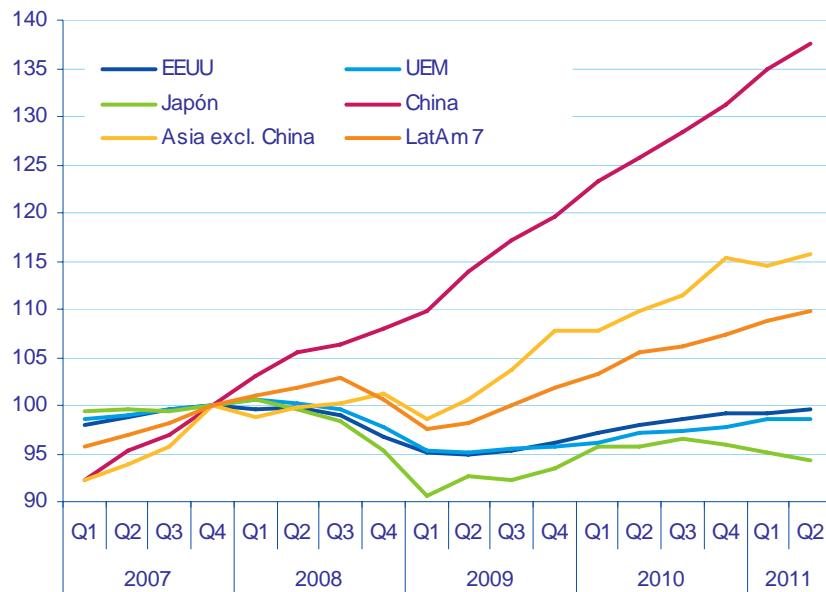
Grandes divergencias entre desarrollados y emergentes: en nivel de actividad ...

La crisis ha afectado con mucha mayor intensidad a las economías desarrolladas

Tres años después del inicio de la crisis, estas no han recuperado aún los niveles de actividad previos a la crisis, a diferencia de las economías emergentes.

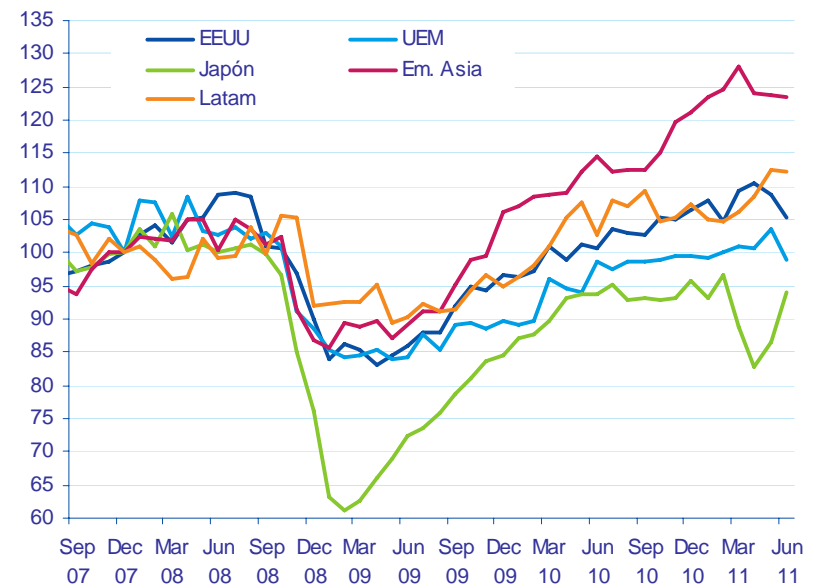
Nivel de PIB (2007Q4=100)

Fuente: BBVA Research



Exportaciones (Dic 2007=100)

Fuente: BBVA Research y CPB



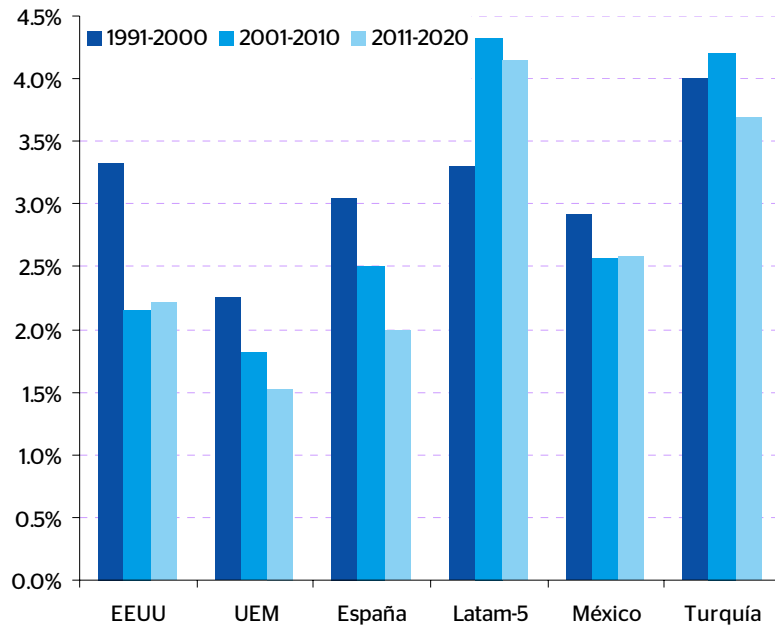


... y en potencial de crecimiento

La crisis deja huellas persistentes en el crecimiento, muy especialmente en países desarrollados.

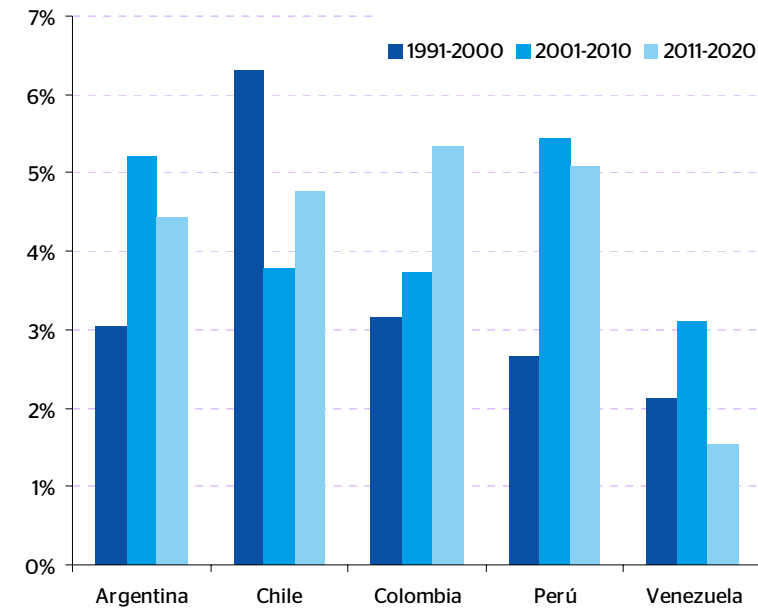
Crecimiento potencial (% promedio anual)

Fuente: BBVA Research



Crecimiento potencial en América del Sur (% promedio anual)

Fuente: BBVA Research



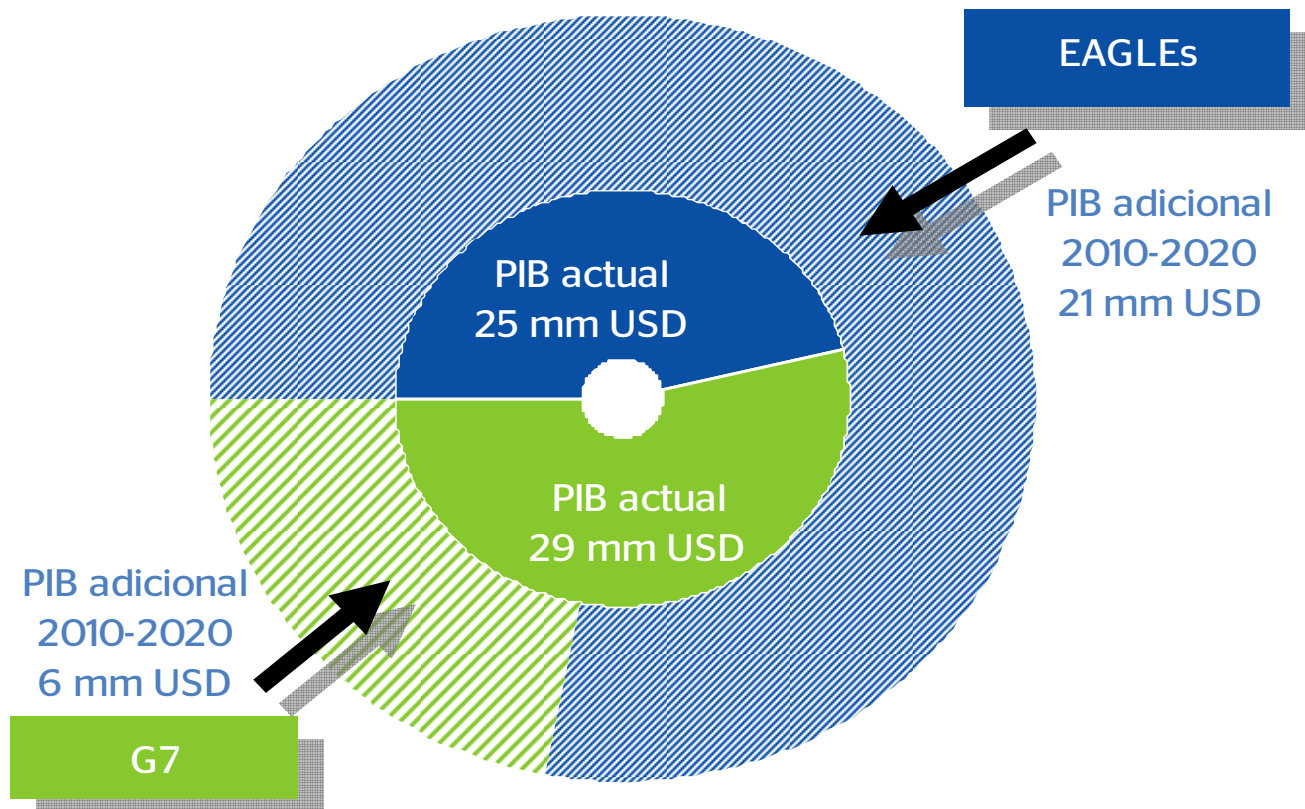


El potencial de los emergentes

BBVA-EAGLEs (Emerging and Growth-Leading Economies): las economías emergentes que lideran el crecimiento mundial y lo seguirán haciendo durante la próxima década

EAGLES vs G7: tamaño actual y “nuevo negocio”

Fuente: BBVA Research





En resumen: el mundo en estos momentos...

- Incertidumbres en los mercados
- Tiempo de los políticos y sus decisiones
- Emergentes será el factor de soporte de la economía global ... aunque afecta por un escenario de riesgo (
- Una solución global al problema requerirá ir cerrando desequilibrios

Reto global: Hacia la corrección de los desequilibrios exteriores

Después de una corrección temporal, se espera un nuevo incremento de los desequilibrios globales ya que no se han corregido las deficiencias estructurales

En general, existen razones domésticas, más allá de las multilaterales, para reducir superávits y déficits por cuenta corriente.

Razones para reducir déficits y superávits exteriores

En algunos casos, reflejan distorsiones internas inestables

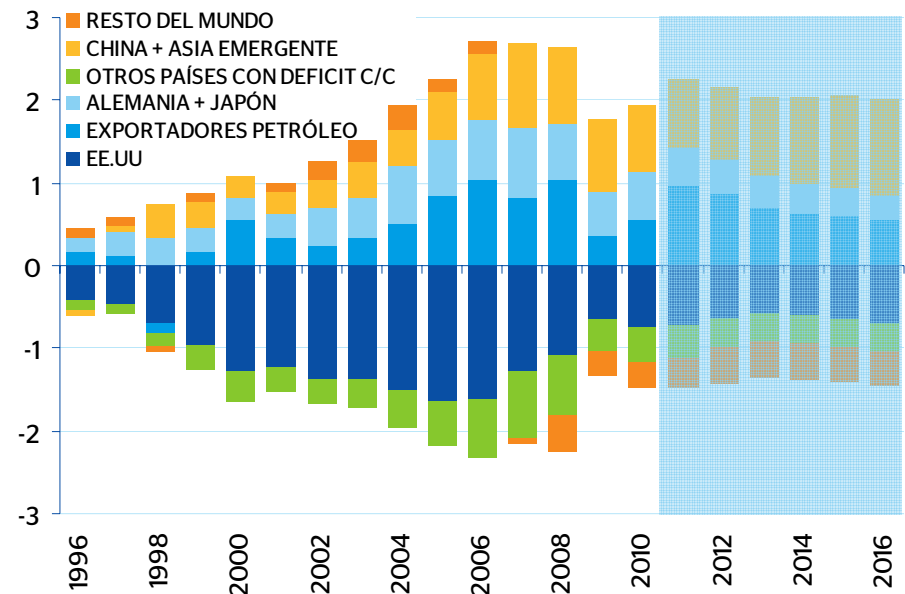
Preocupaciones por *sudden stops* de capital, con efectos sistémicos

Puede reflejar estrategias de subvaluación del tipo de cambio

Contribuye a sostener la demanda mundial a partir de los superavitarios

Desequilibrios globales (% del PIB mundial)

Fuente: BBVA Research y FMI



El reequilibrio exterior requiere sacrificios

La reducción de los desequilibrios globales no será fácil; implica en general un cambio en el modelo de crecimiento y buscar un sustituto al peso del consumidor de EEUU

Lo importante es tratar de alinear los incentivos individuales de los países con la reducción de las vulnerabilidades globales.

Cambio de modelo de crecimiento

Economías superavitarias, con crecimiento basado en el sector exterior
[China, Japón, Alemania]

Economías deficitarias, con crecimiento basado en demanda interna

[EEUU, Europa periférica, UK]

Medidas principales

Promover demanda interna

China: desarrollo de sistemas previsionales y sistema financiero

Alemania, Japón: liberalización de mercado de productos y servicios

Producción en “comercializables”

Acelerar el proceso de desapalancamiento

Reparar y reforzar sistemas financieros

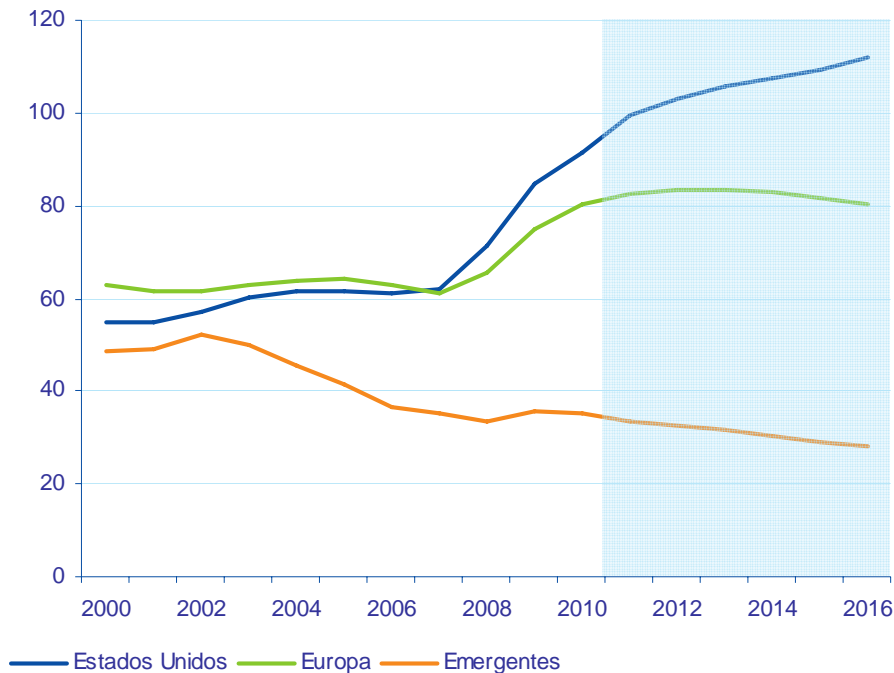


... y de implementar la consolidación fiscal a largo plazo en los países desarrollados

Las economías desarrolladas salen de la crisis con unos niveles de deuda pública sin precedentes en tiempos de paz.
Y a esto se le suma las consecuencias del envejecimiento de sus poblaciones sobre los sistemas de salud y pensiones.

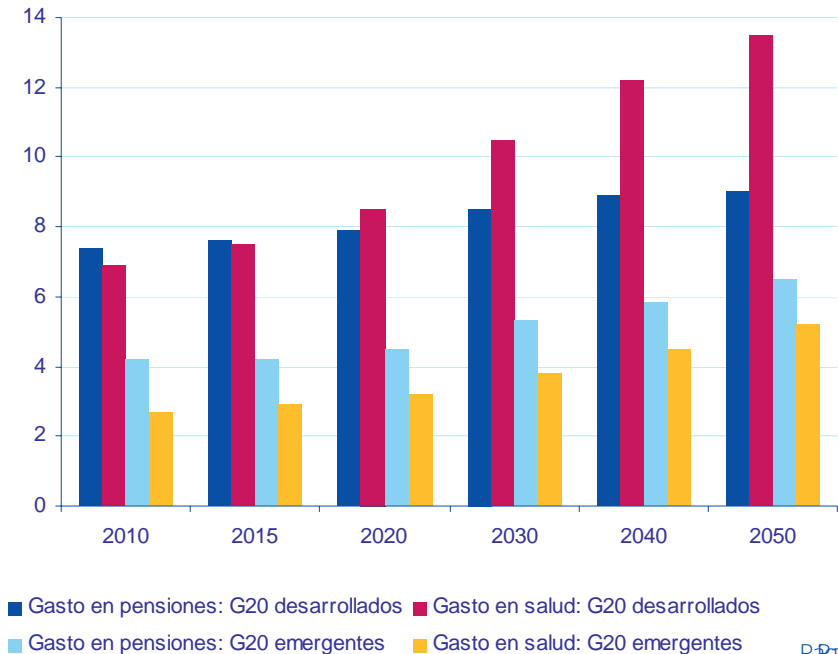
Deuda pública bruta (%PIB)

Fuente: BBVA Research y FMI



Gasto en salud y pensiones (%PIB)

Fuente: BBVA Research y FMI



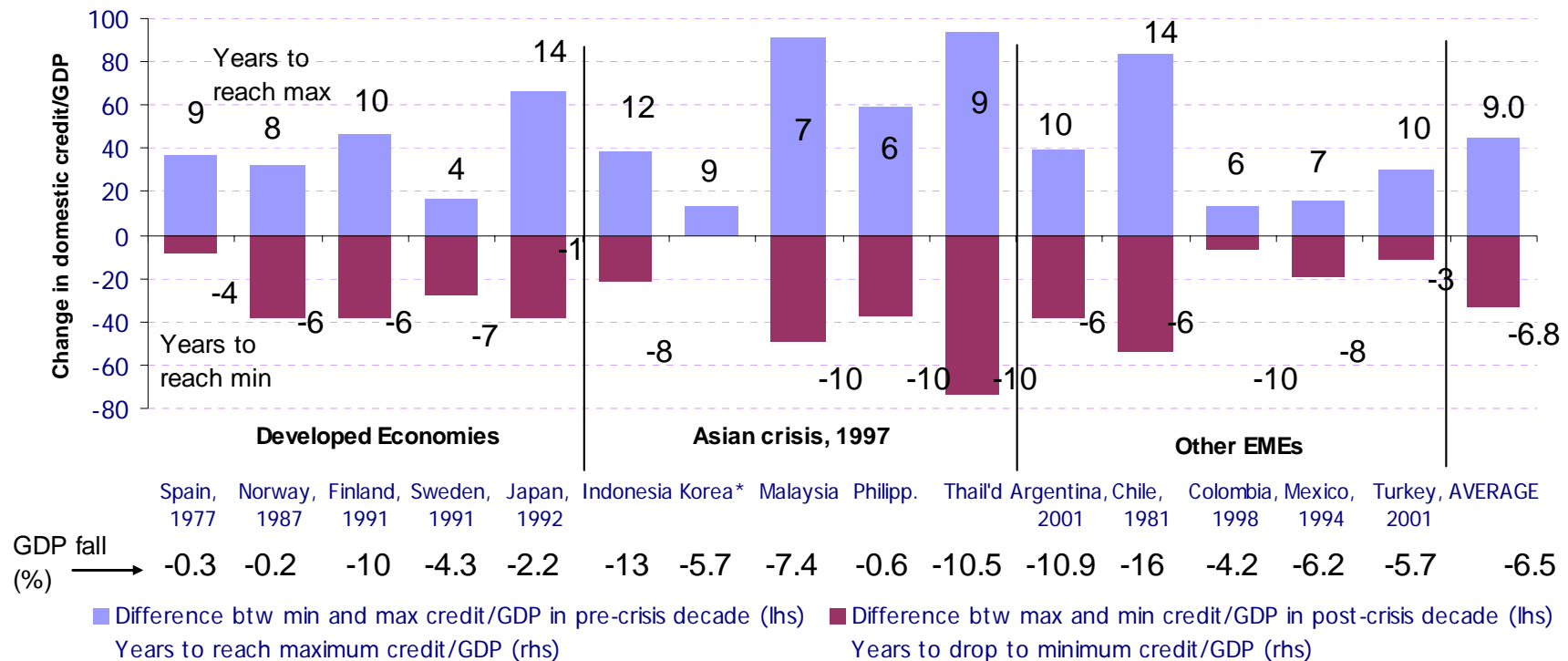


El reto de una recuperación rápida del crecimiento tras la crisis financiera...

La evidencia histórica muestra que el proceso de desapalancamiento tiende a ser tan intenso y duradero como el incremento previo del crédito en el periodo de euforia. La salida de la crisis necesita la reparación de los sistemas financieros.

Crédito interno sobre PIB 10 años antes y después de cada crisis financiera

Fuente: BBVA Research basado en Reinhart y Reinhart (2010)



* Korea did not experience deleveraging after the crisis

El ineludible camino de reformar las pensiones en Europa: algunas lecciones



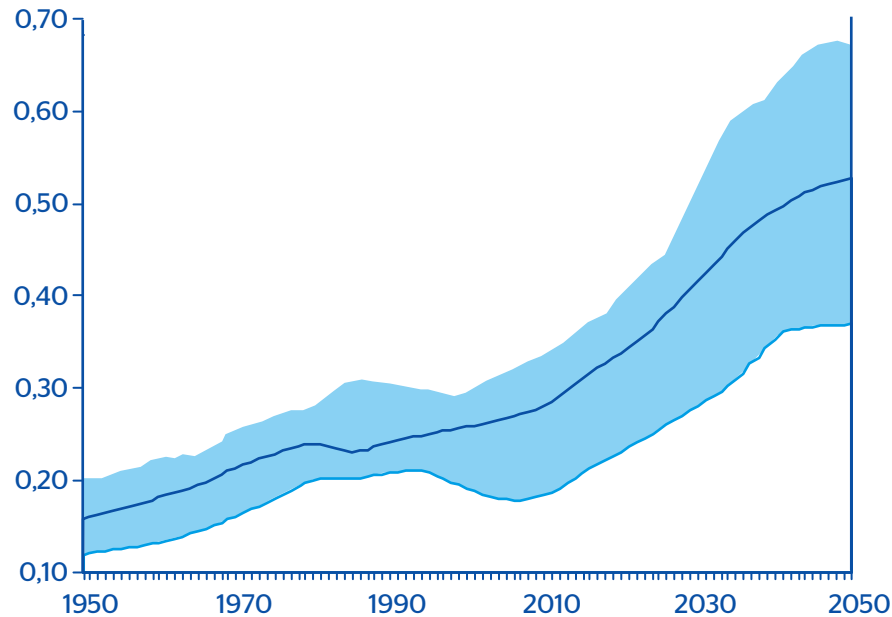
Tendencias de reforma

- Aunque se observa un proceso de **envejecimiento de la población en Europa**, este es desigual entre países
- Los países europeos han enfocado los problemas del envejecimiento y el desequilibrio actuarial de los sistemas de reparto de manera desigual, en momentos diferentes y con distinta intensidad, de forma que **no podemos hablar de un único modelo europeo**, ni de pensiones ni de reformas
- La reciente crisis financiera en Europa ha puesto de relevancia en los mercados la **importancia de la sostenibilidad fiscal** tanto a corto como a largo plazo, y el sistema de pensiones se ha mostrado como un factor clave

Tendencias de reformas

Evolución de la tasa de dependencia en la UE 15, 1950-2050

Fuente: Elaboración propia y OCDE (2011)



El proceso del envejecimiento de la población caracterizado por:

1. Una baja tasa de fertilidad prolongada en el tiempo (por debajo de la tasa de reemplazo generacional).
 2. Un aumento de la esperanza de vida.
 3. El envejecimiento de las generaciones del *Baby boom*
- En 1950 había sólo 16 personas mayores de 65 años por cada 100 personas en edad de trabajar. Esta relación subió hasta 28 y se espera que casi se duplique (53) en 2050

La línea representa la tasa media para la UE 15 y el intervalo los valores máximos y mínimos para los 15 países en la muestra

El tema de la esperanza de vida

Evolución de la esperanza de vida al cumplir 65 años, 1960 y 2050

Fuente: OCDE y Naciones Unidas

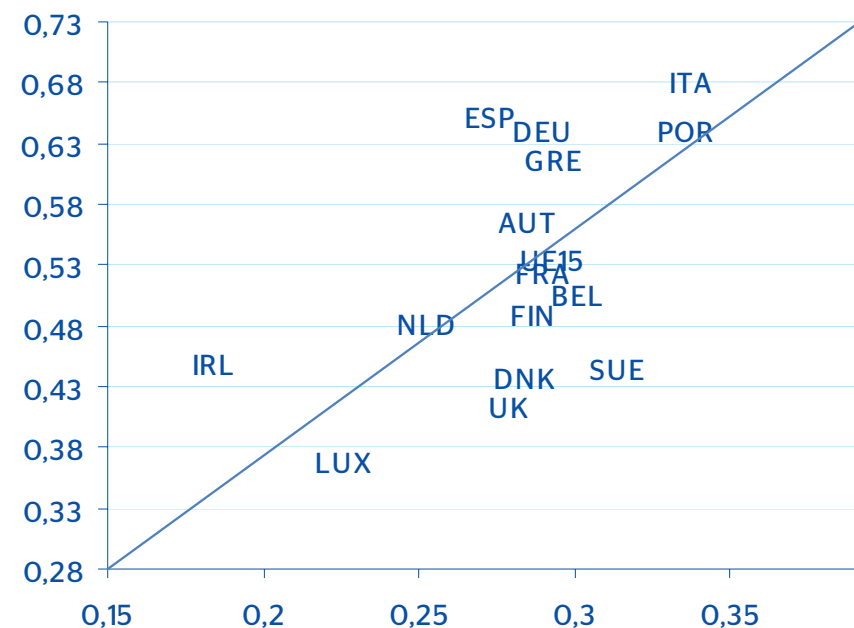
	Mujeres				Hombres			
	1960	2010	2030	2050	1960	2010	2030	2050
Austria	14,7	20,7	22,6	24,5	12,0	17,5	19,5	21,1
Dinamarca	14,7	21,4	23,5	25,2	12,2	17,1	19,0	20,6
Bélgica	15,3	19,8	21,6	23,0	13,7	16,4	17,8	19,2
Finlandia	13,7	21,0	22,9	24,7	11,5	16,8	18,3	19,8
Alemania	15,6	22,5	24,3	26,0	12,5	18,2	20,1	21,5
Francia	14,2	20,7	22,6	24,4	12,2	17,0	18,7	20,3
Grecia	14,6	19,6	21,8	23,8	13,4	17,0	18,4	19,9
Irlanda	14,4	20,6	22,5	24,3	12,6	16,9	18,5	20,0
Reino Unido	14,4	21,9	23,7	25,5	12,6	17,8	19,4	20,9
Italia	14,5	20,5	22,3	24,1	12,5	16,8	18,8	20,3
Países Bajos	15,3	20,4	22,0	23,5	13,9	17,2	18,3	18,9
Holanda	15,3	20,4	22,0	23,5	13,9	17,2	18,3	18,9
Portugal	14,5	20,2	22,1	23,6	12,4	17,3	19,0	20,6
España	15,3	21,8	23,6	25,1	13,1	16,3	17,8	19,2
Reino Unido	15,3	21,1	22,7	24,2	13,7	13,6	15,0	16,8
Suecia	15,1	20,3	22,1	23,9	11,9	17,9	19,9	21,4
Unido	15,1	20,3	22,1	23,9	11,9	17,9	19,9	21,4
UE 15	14,8	20,8	22,7	24,4	12,7	16,9	18,6	20,0

- El aumento de la esperanza de vida de las mujeres a los 65 años podría ser de 3,6 años hasta 2050
- El aumento de la esperanza de vida de los hombres a los 65 años podría ser de 3,1 años hasta 2050

El efecto envejecimiento

Tasa de dependencia prevista en 2050 (eje vertical) frente a la 2010 (eje horizontal) en la UE 15

Fuente: Elaboración propia y OCDE (2011)



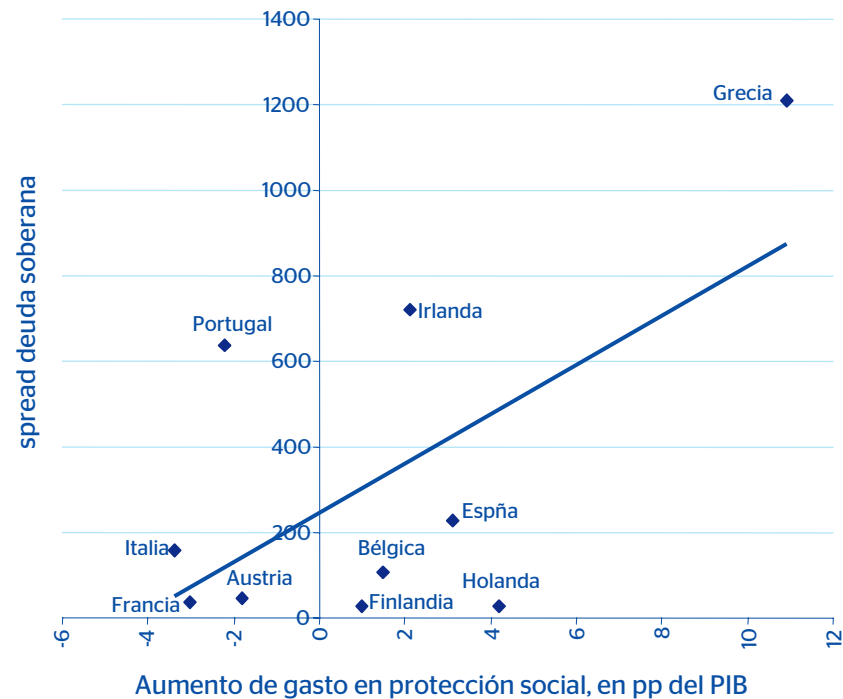
- **Heterogeneidad del efecto del envejecimiento:** las diferencias entre países son muy importantes
- Reino Unido, Suecia o Dinamarca, van a experimentar un aumento significativamente menor que la media
- España, Alemania o Grecia tienen tasas de dependencia similares en 2010 a la de los tres países anteriores, pero van a ver como el envejecimiento es mucho más intenso y tiene unos efectos muy superiores a la media sobre sus tasas de dependencia

En la diagonal la tasa de crecimiento de la tasa de dependencia coincide con la de la media de la UE15

La crisis y los gastos de protección social

Relación del spread de riesgo soberano con las proyecciones de incremento del gasto en protección social hasta 2060

Fuente: BBVA Research



- La reciente crisis de deuda soberana en Europa ha puesto de relieve los riesgos de la sostenibilidad del Estado del bienestar
- Los spreads de deuda muestran una correlación positiva (0,62) con el aumento del gasto público en protección social
- El gasto público en pensiones representa un porcentaje importante de dicho aumento. Algunos países como Grecia, Francia y España han realizado reformas en sus sistemas de pensiones
- Otros las tendrán que realizar en un futuro cercano



Las reformas de los sistemas de pensiones en Europa

En general estas reformas pueden catalogarse como:

1. **Reformas paramétricas** que modifican las condiciones de funcionamiento de los sistemas de reparto
2. **Reformas estructurales** que cambian el sistema o lo modifican sustancialmente
3. **Reformas mixtas** toma elementos de los dos anteriores cuya diferente combinación dan lugar a sistemas muy diferenciados entre países

Las reformas de los sistemas de pensiones en Europa

Dos medidas globales de reforma:

- Evitar el aumento de la tasa de dependencia mediante un **retraso de la edad de jubilación**, lo que incrementa el periodo de contribución y reduce el periodo de prestación.
 - Los aumentos de la edad de jubilación de las reformas más recientes (en general unos dos años) no serán suficientes para contrarrestar el aumento esperado de la esperanza de vida
- Reducir la generosidad mediante una **disminución de la pensión media sobre el salario medio**, es decir, de la **tasa de reemplazamiento**.
 - **Mecanismos automáticos** que corrigen las pensiones en función de la esperanza de vida o de otros determinantes (factor de sostenibilidad)

Las reformas de los sistemas de pensiones en Europa

Otras medidas complementarias:

- 1. Aumento de los ingresos del sistema.** El problema de estas medidas es que la mayor presión fiscal tiene, en general, efectos distorsionadores (sistemas de contribución definida o de cuentas nocionales vs en los de prestación definida)
- 2. El establecimiento de pensiones mínimas.** Las reformas han evitado reducir la generosidad de las pensiones mínimas (exclusión social y rentas por debajo de un determinado umbral de pobreza)
- 3. Incentivos para fomentar el ahorro privado.** Introducido sistemas de capitalización privados complementarios al sistema público de reparto, en los que los trabajadores automáticamente pasan a tener un fondo de pensiones salvo que expresamente opten por salirse

Las reformas de los sistemas de pensiones en Europa

Las reformas paramétricas

Evolución de la edad de jubilación

Fuente: OCDE (2011)

	1958		1993		2010		2040		Anticipada 2010
	H	M	H	M	H	M	H	M	
Austria	65	60	65	60	65	60	65	65	62m/60F
Bélgica	60	60	60	60	60	60	60	60	60
Dinamarca	65	60	67	67	65	65	67	67	na
Finlandia	65	65	65	65	65	65	65	65	62
Francia	65	65	60	60	61	61	61	61	56-60
Alemania	63	60	63	60	65	65	67	65	63
Grecia	57	57	57	57	57	57	60	60	50-60
Irlanda	70	70	65	65	65	65	65	65	na
Italia	60	55	55	55	59	59	65	65	61
Luxemburgo	65		60		60		60		57-60
Holanda	65	65	65	65	65	65	65	65	na
Portugal	65	65	65	62	65	65	65	65	55
España	65	65	65	65	65	65	67	65	62
Suecia	67	67	65	65	65	65	65	65	55-61
Reino Unido	65	60	65	60	65	60	67	67	na
UE 15	64,1	62,4	62,8	61,9	63,1	62,6	64,3	64,3	

- Los países europeos comenzaron a endurecer el acceso a las pensiones **aumentando la edad de jubilación**
- La edad media estará próxima a los 65 años en 2040 y muchos países la establecerán en 67 años
- Convergencia en la edad de jubilación de las mujeres

Las reformas de los sistemas de pensiones en Europa

Las reformas paramétricas

Tasas de sustitución en la UE 15, primer y segundo pilar

Fuente: OCDE (2011)

	Mediana	Ingresos individuales media		
		0,5	1	1,5
Austria	76,6	76,6	76,6	72,3
Bélgica	42,6	60,1	42,0	32,7
Dinamarca	84,7	120,6	79,7	66,1
Finlandia	57,8	66,4	57,8	57,8
Francia	49,1	55,9	49,1	41,3
Alemania	42,0	42,0	42,0	42,0
Grecia	95,7	95,7	95,7	95,7
Irlanda	34,9	57,9	29,0	19,3
Italia*	64,5	64,5	64,5	64,5
Luxemburgo	90,3	97,9	87,4	83,8
Holanda	89,1	93,0	88,1	86,5
Portugal	54,4	63,3	53,9	53,1
España	81,2	81,2	81,2	81,2
Suecia	53,8	68,3	53,8	68,7
Reino Unido	37,0	53,8	31,9	22,6
UE 15	63,6	73,1	62,2	59,2

* En Italia la tasa de sustitución de las mujeres es 50,6%

- Existen diferencias muy importantes en **las tasas de sustitución**
- Las tasas de sustitución se encuentran por encima de la media para la UE 15 en Dinamarca, Grecia, Luxemburgo, Holanda y España
- Margen importante para evitar ese aumento del gasto mediante la reducción de la tasa de sustitución a la media de la UE 15
- Las tasas de sustitución han disminuido de forma notable en muchos países en los últimos años

Las reformas de los sistemas de pensiones en Europa

Las reformas estructurales

Tasas de sustitución en la UE 15 por pilares, para la pensión media

Fuente: OCDE (2011)

	Primer Pilar	Segundo Pilar	Tercer Pilar
	o	o	o
Austria	76,6		
Bélgica	42,0		15,6
Dinamarca	28,9	50,7	p
Finlandia	57,8		
Francia	49,1		
Alemania	42,0		16,9
Grecia	95,7		
Irlanda	29,0		37,6
Italia	64,5	n	
Luxemburgo	87,4		
Holanda	29,2	58,9	p
Portugal	53,9		
España	81,2		
Suecia	31,1 n	22,7	p
Reino Unido	31,9		36,7
UE 15	53,4	44,1	26,7

n=nocional, p=privado

- Dinamarca, Holanda y Suecia han optado por un sistema de reparto con una tasa de cobertura para la pensión media del 30%
- Sus sistemas disponen de un **segundo pilar contributivo y privado**, de carácter obligatorio en Suecia y Dinamarca, y muy extendido en los convenios de empresa en Holanda
- Adicionalmente, Italia y Suecia han introducido **sistemas de cuentas nocionales** en su primer pilar
- Los **sistemas de capitalización privados** apenas han tenido éxito en Europa hasta el momento

Las reformas de los sistemas de pensiones en Europa

Las reformas paramétricas y estructurales

Reformas de los sistemas de pensiones en Europa

Fuente: OCDE 2011

	Sistema contributivo obligatorio	Cuentas nacionales	Prestaciones ligadas a esperanza de vida	Elegibilidad ligada a esperanza de vida	Sistema contributivo opcional
Austria					
Bélgica					
Dinamarca				•	
Finlandia			•		
Francia				•	
Alemania			•		•
Grecia					
Irlanda					•
Italia		•			
Luxemburgo					
Holanda					
Portugal			•		
España			•		
Suecia	•	•			•
Reino Unido					•
UE 15	1	2	4	2	4

- **Reformas** para acomodar los aumentos de la esperanza de vida y ajustar la generosidad del sistema
- Los **automatismos** incluidos afectan a la generosidad del sistema
- Sólo Suecia e Italia han introducido un sistema de cuentas nacionales



Las reforma del sistema de pensiones español

- La edad legal de jubilación se eleva progresivamente hasta los 67años
- La elevación se aplicará a lo largo de un periodo transitorio se inicia en 2013 y abarca hasta 2027
- Para obtener el 100% de la pensión será necesario haber cotizado 37años

Las reforma del sistema de pensiones español

Se observan notables similitudes en la reforma del sistema publico de pensiones español y el alemán. Sin embargo, el sistema español continua siendo mas generoso

Comparativa España-Alemania

Fuente: BBVA Research

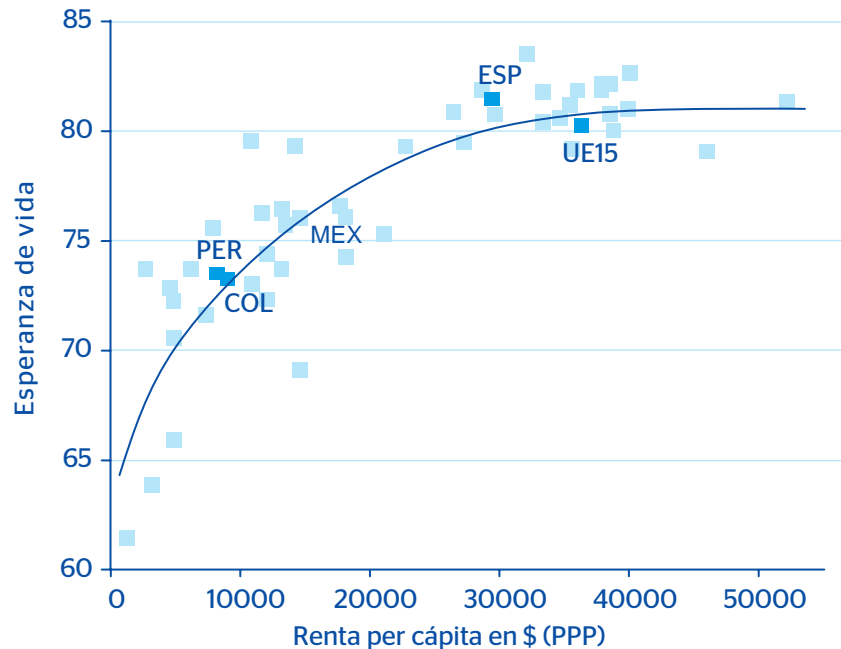
España	Alemania	España	Alemania	España	Alemania
Edad oficial de jubilación		Número de años cotizados en edad oficial		Tasa de sustitución pensión pública antes de la reforma	
67	67	38,5	45	81,2	48%
Edad de jubilación anticipada		Numero de años cotizados con jubilación anticipada		Tasa de sustitución pensión pública después de la reforma	
61/63	63	33	45	¿74?	43%
Factor corrector de sostenibilidad		Años de bonificación por hijos a cargo		Cobertura de la población con el tercer pilar	
A determinar	SI	2	3	7%	38,5

La senda de Latam ...

- Detrás del problema de sostenibilidad hay un problema de envejecimiento
- Las condiciones que determinarán el envejecimiento de la población en Europa se observarán casi con total seguridad también en Latinoamérica en las próximas décadas

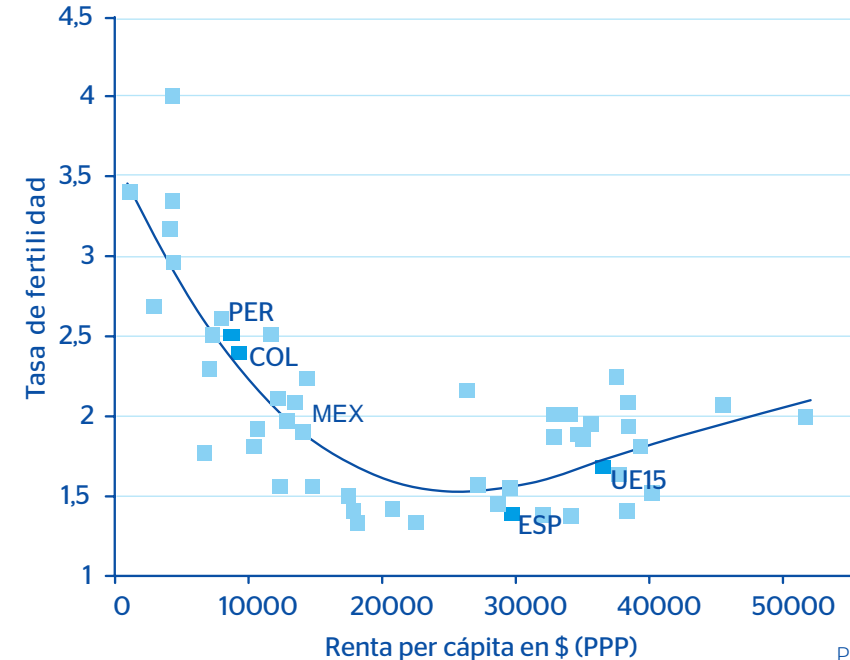
Relación entre la renta per cápita y la esperanza de vida, 2009

Fuente: BBVA Research, ONU, FMI



Relación entre la renta per cápita y la tasa de natalidad, 2009

Fuente: BBVA Research, ONU, FMI



Algunas reflexiones sobre el escenario global y previsional

Jornadas Previsionales Consar

Barcelona, 19 de Septiembre de 2011