

**BBVA**

RESEARCH

# Esperando la solución de la crisis Europea

Jorge Sicilia

BBVA Research | Economista Jefe

5º Congreso Internacional FIAP - Asofondos | Cartagena, 27 de abril de 2012



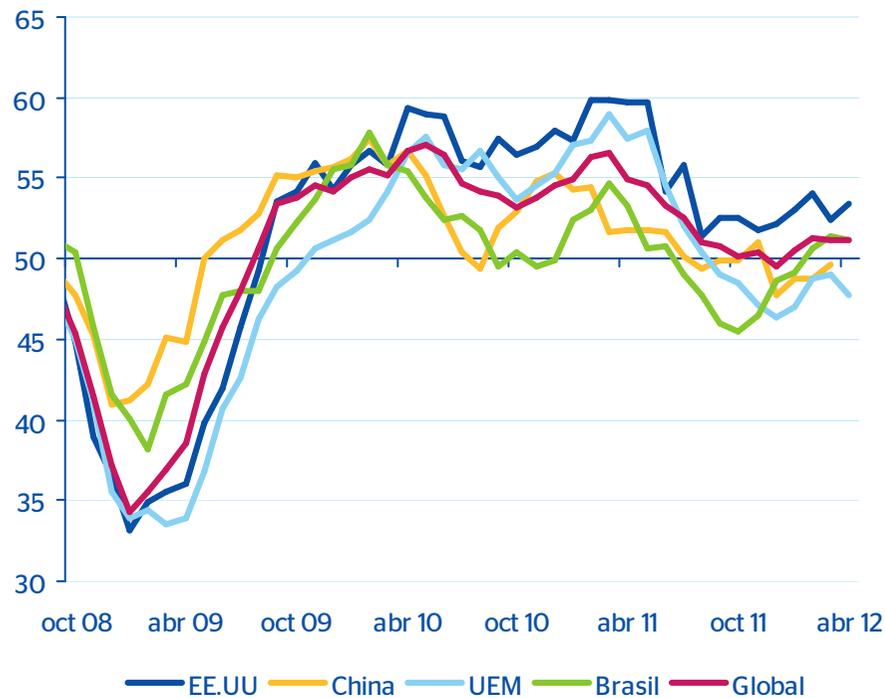
# Esquema

- 1 Perspectivas para la economía mundial**
- 2 Esperando a la solución a la crisis de deuda europea

# La economía global ha sobrevivido a la gran recesión de 2008

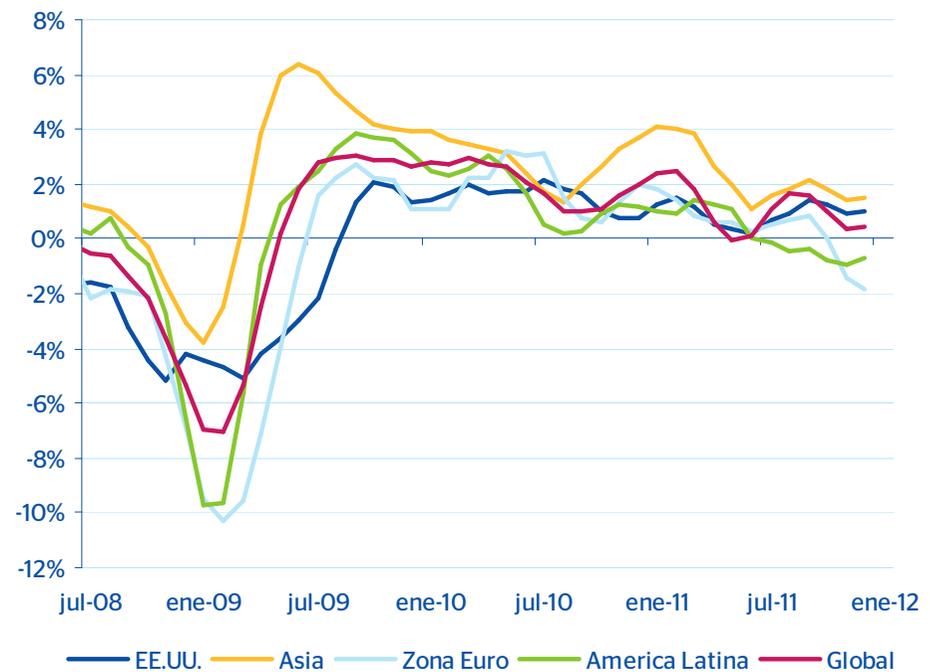
## Expectativas empresariales (PMI)

Fuente BBVA Research and Bloomberg



## Producción industrial (%trimestral de la media móvil de 3 meses)

Source: BBVA Research, CPB and national sources

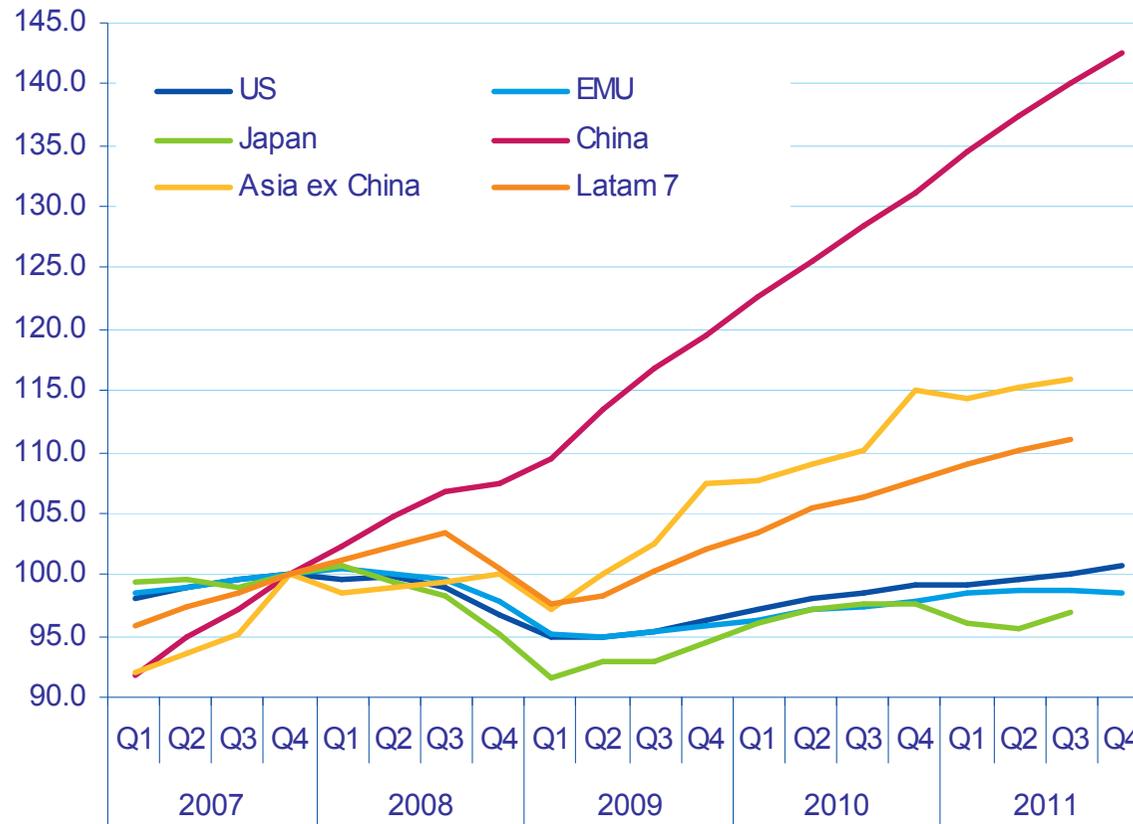




# Pero deja marcadas diferencias entre países desarrollados y emergentes

**Nivel de PIB (2007Q4=100)**

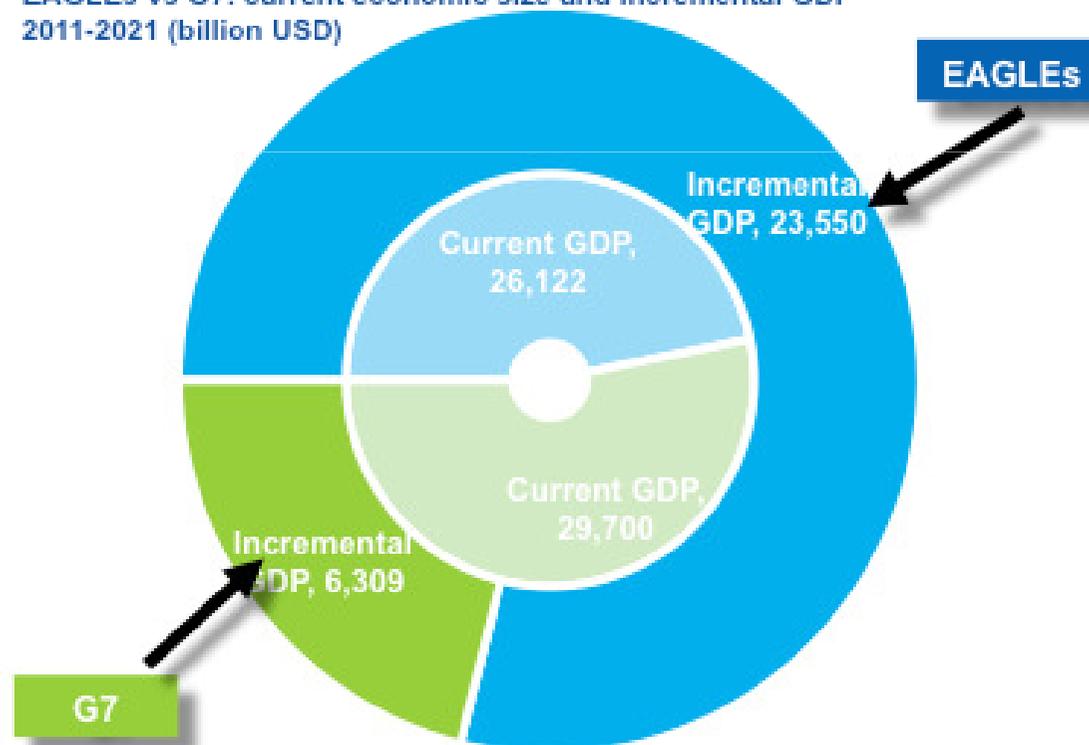
Fuente BBVA Research



# Las economías emergentes aportarán la mayor parte del crecimiento mundial

EAGLEs (Emerging and Growth-Leading Economies) continuarán liderando el crecimiento durante la próxima década.

EAGLEs vs G7: current economic size and incremental GDP 2011-2021 (billion USD)



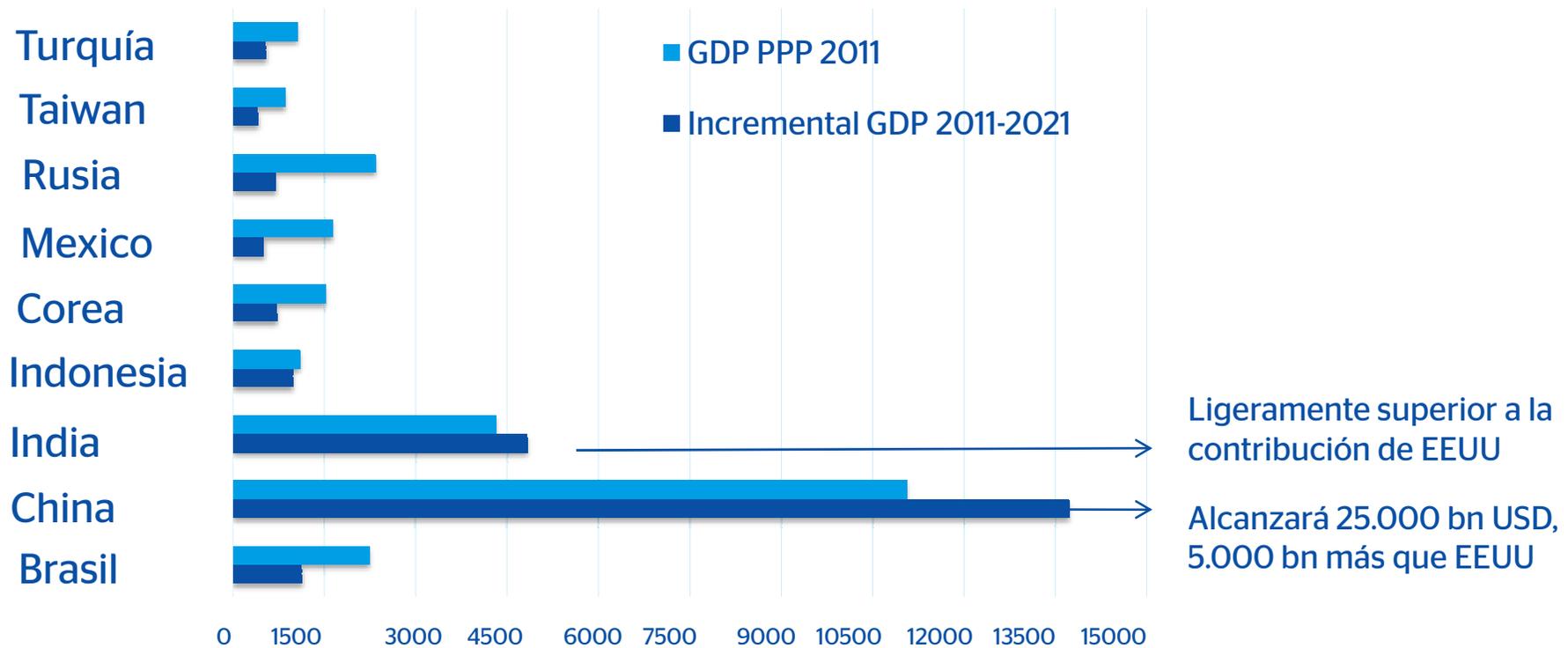
Source: BBVA Research and IMF WEO

# EAGLES<sup>©</sup>

Liderarán el crecimiento mundial: China e India contribuirán más que EEUU; Corea e Indonesia más que Rusia; México, Egipto, Taiwan y Turquía más que el promedio del G6.

EAGLES<sup>©</sup>: Tamaño actual y contribución al crecimiento global 2011-2021

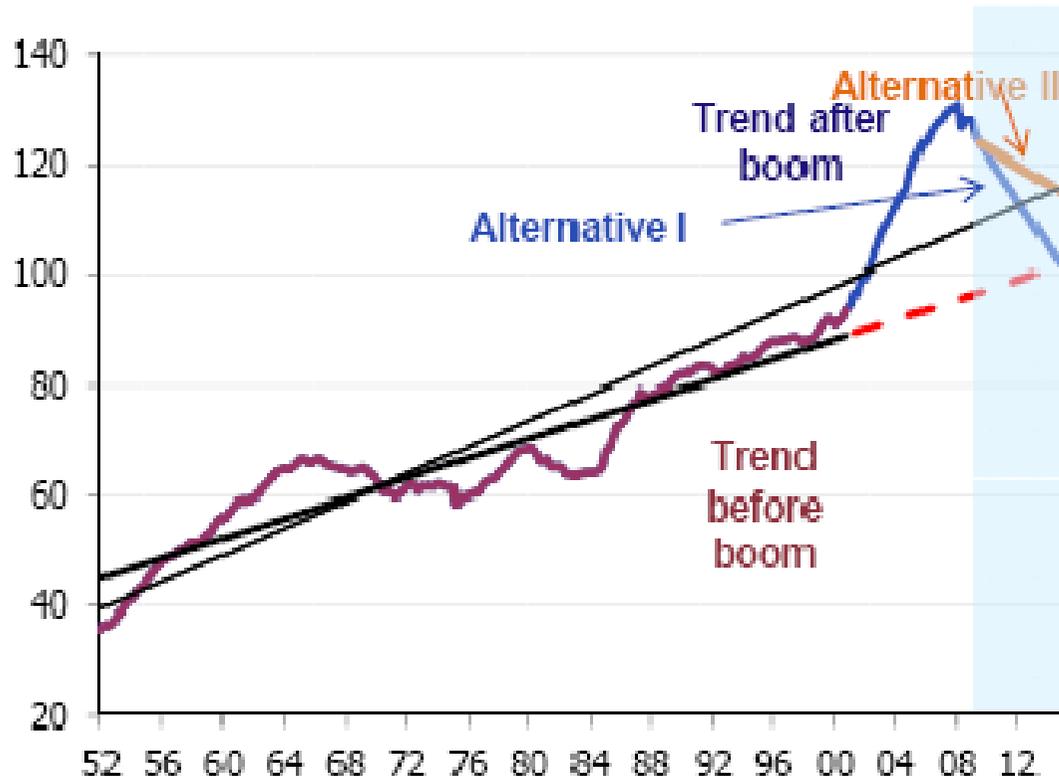
Fuente BBVA Research



# Por su parte, las economías avanzadas necesitan desapalancarse...

EEUU: Ratio de deuda sobre renta

Fuente: BBVA Research



El aumento de deuda asociado en gran parte a la expansión inmobiliaria (EEUU, Reino Unido, España, Irlanda)

El desapalancamiento lastrará la demanda interna, mientras se recupera la situación patrimonial de los hogares y empresas

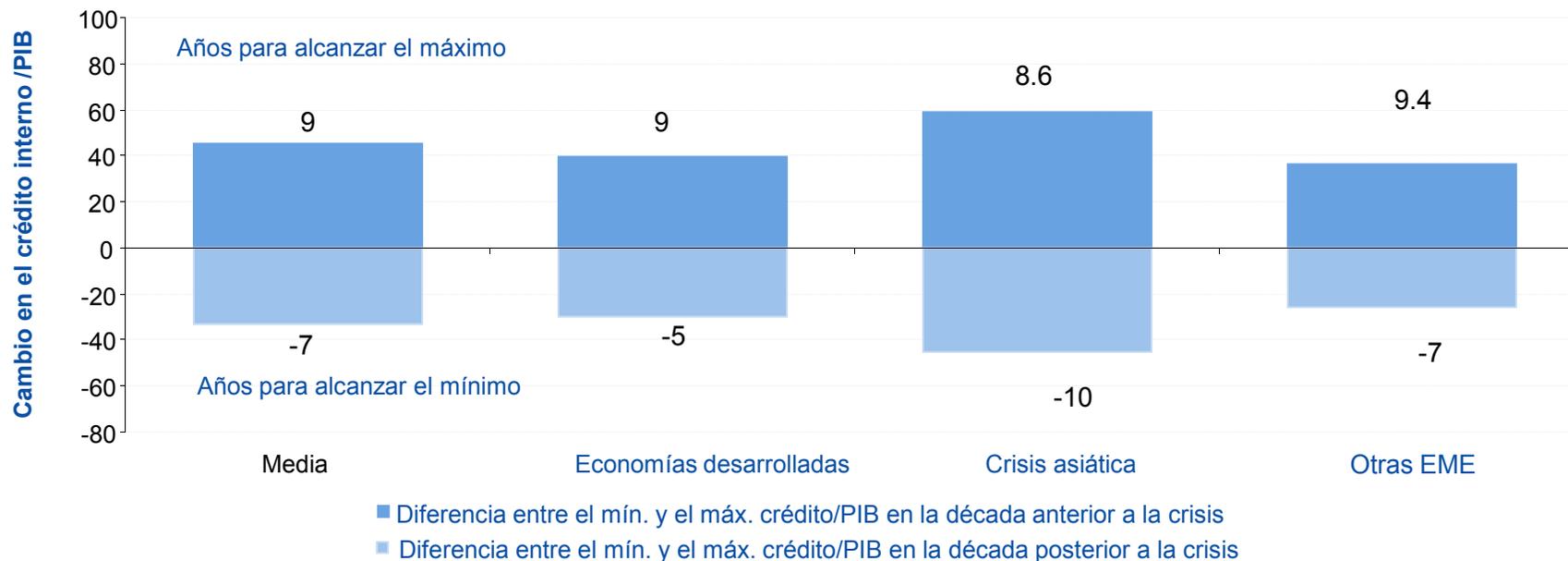
Las reformas estructurales son claves para recuperar el crecimiento, afectado por una débil demanda.

# ... Y el proceso de desapalancamiento suele ser lento y doloroso.

El desapalancamiento suele ser un proceso largo que dura en media unos 7 años. Interviene no sólo la falta de capacidad de otorgar crédito sino también la baja demanda de préstamos.

**Crédito de bancos domésticos/PIB 10 años antes y después de una crisis financiera grave**

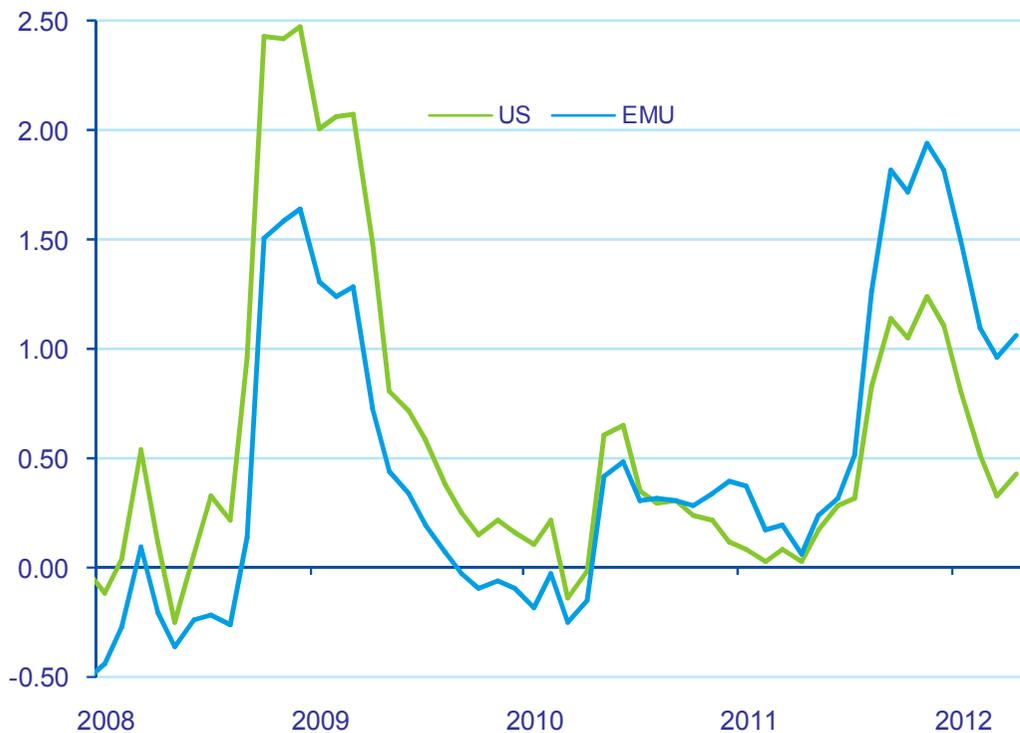
Fuente: BBVA Research basado en Reinhart and Reinhart (2010)



# Fed y BCE: ¿Al límite de su efectividad frente a la crisis ?

**Índice de tensiones financieras BBVA**

Fuente: BBVA Research



Los bancos centrales tuvieron éxito en detener el shock financiero de 2008 ...

... pero tienen ahora un éxito limitado para sostener el crecimiento ...

- Retornos decrecientes a mayores intervenciones
- Mayor presión para supervisión política
- Daños colaterales inciertos

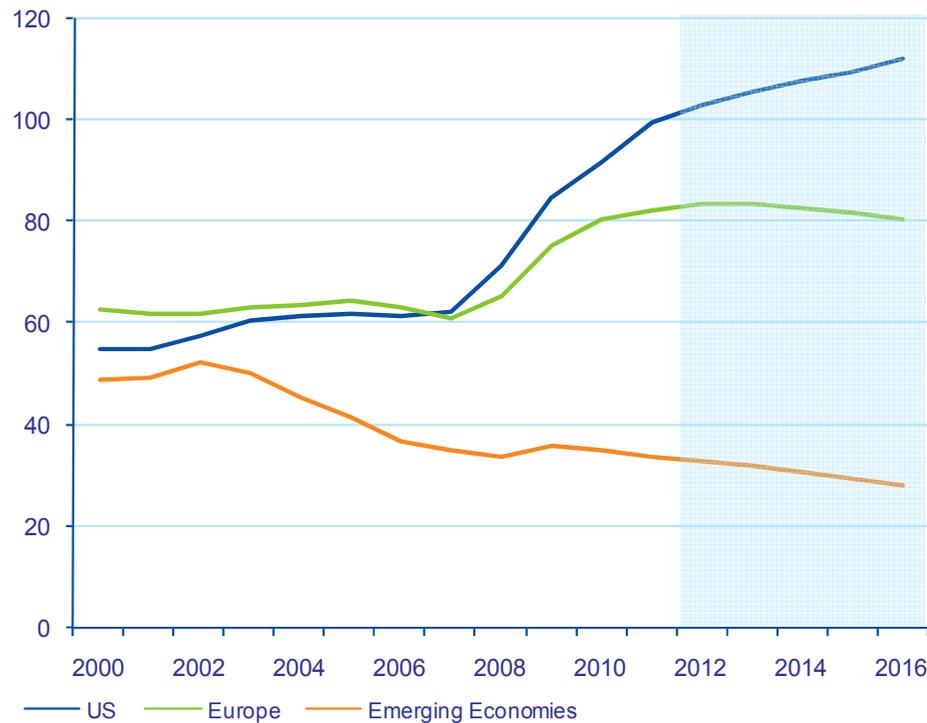
Se necesitan acciones que sólo pueden ser realizadas por otras autoridades e instituciones: reforma laboral, fiscal, etc  
El debate es entre estrategia y táctica.

# Adicionalmente se debe afrontar la consolidación fiscal en el largo plazo

Las economías desarrolladas salen de la crisis con niveles de deuda pública sin precedentes en tiempos de paz. Y con una fuerte presión ante el envejecimiento de la población

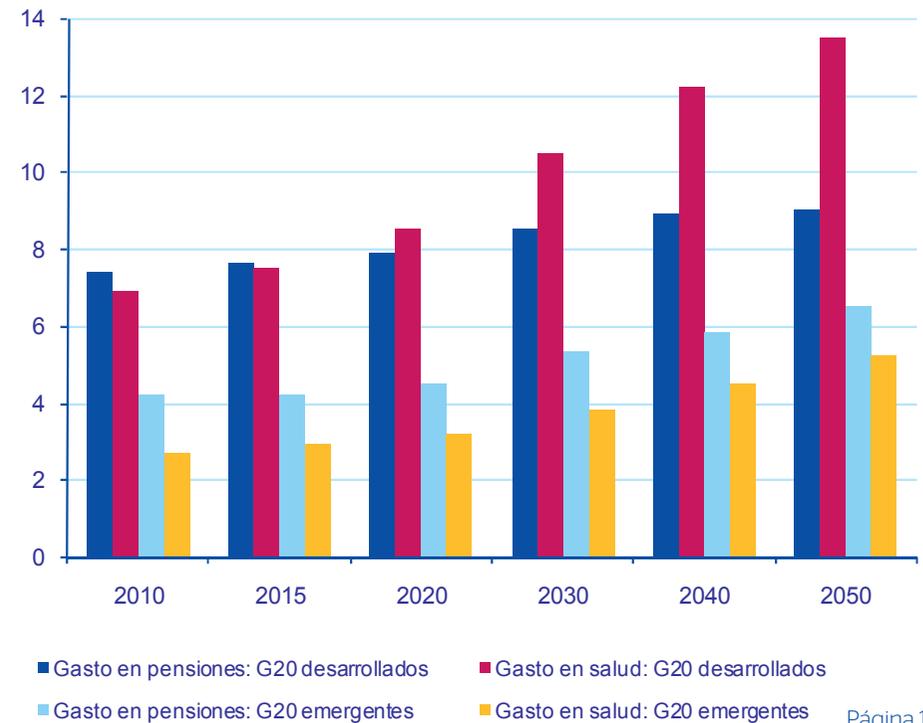
**Deuda pública (%PIB)**

Fuente: BBVA Research y FMI



**Gasto previsto en salud y seguridad social (%PIB)**

Fuente: BBVA Research y FMI





# Esquema

- 1 Perspectivas para la economía mundial
- 2 Esperando a la solución a la crisis de deuda europea**

# ¿Qué está pasando en Europa? Es una crisis económica o política?

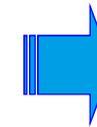
Dos tipos de incógnitas en el camino hacia la unión monetaria de la zona euro

**A**

**Incógnitas  
previsibles**

**B**

**Sorpresas  
(incógnitas no  
previsibles)**



¿Por qué no se tomaron medidas?

# **A** ¿Qué temían algunos críticos que podía pasar en una unión monetaria?

Incógnitas previsibles

**El euro no es un área monetaria óptima (y no se volverá endógenamente)**

**Una política monetaria única puede ser desestabilizadora en algunos países**

**Puede haber periodos muy largos de desequilibrio de los tipos de cambio reales**

**Riesgo soberano no se va a valorar adecuadamente por los mercados: se necesita una unión fiscal**

**Dificultad para honrar la promesa de “no rescate” a un estado miembro**

**Es necesaria una integración financiera: resolución bancaria europea?**

# A ¿Por qué no se tomaron medidas?

**Crterios nominales en lugar de reales (Maastricht)**

**Pocos países se tomaron en serio la cobertura de las diferencias regionales: flexibilidad, reformas, supervisión bancaria a nivel europeo.**

**Falta de vigilancia y de políticas europeas hacia un mercado único (también de organismos internacionales)**

**“Políticas de estado” frente a “detalles insignificantes”**

**Fatiga reformadora tras el esfuerzo de entrada**

**Tiempos buenos inducen al autoengaño**

**Complacencia sobre la capacidad de resolver los problemas cuando afloren**

# **B** ¿Qué ha sido una sorpresa (parcial o total)?

Incógnitas no previsibles

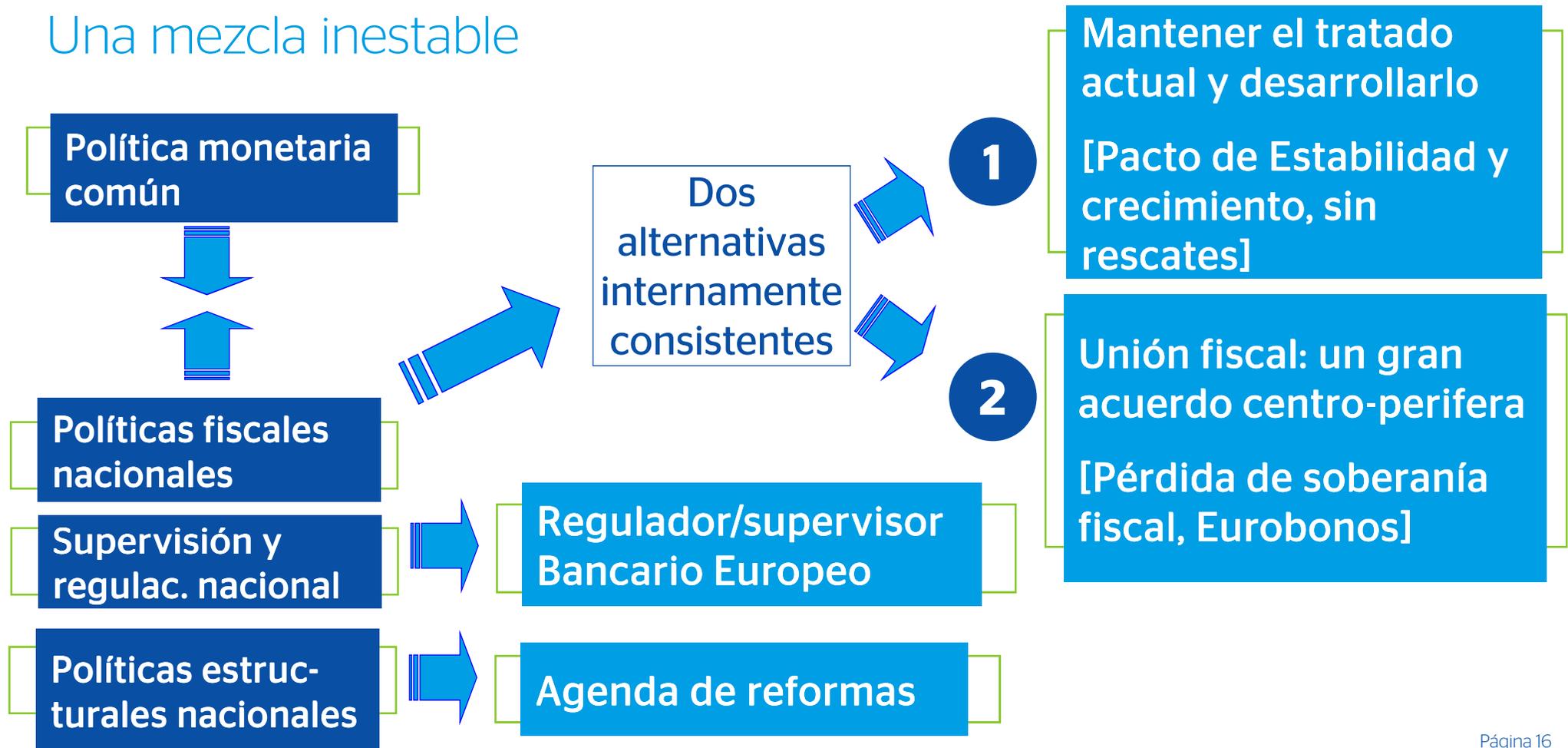
**Los déficits por cuenta corriente no debían ser relevantes en una unión monetaria**

**Se ha generado una elevada correlación entre riesgo soberano y riesgo bancario**

**Las consecuencias de no tener un banco central comprador de bonos de última instancia (¿emisión en moneda extranjera?)**

# Dos caminos hacia una unión monetaria viable (internamente consistentes)

Una mezcla inestable



# Ambas opciones presentan retos y riesgos

## Opciones

**1**

Mantener el tratado actual y desarrollarlo  
[Pacto de Estabilidad y crecimiento, sin rescates]

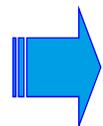
**2**

Unión fiscal: un gran acuerdo centro-perifera  
[Pérdida de soberanía fiscal, Eurobonos]

## ... y riesgos

- Riesgo de depresión
- Riesgo de impagos y contagio global
- Riesgo de crisis social y política y ruptura del euro
  
- Riesgo moral si se diseña mal
- ¿Una Europa a dos velocidades?

**Principal disyuntiva:  
Inestabilidad vs  
incentivos**



**Probablemente se siga la estrategia de “salir del paso” poco a poco pero con avances hacia el modelo de unión fiscal**

# Posibles salidas estructurales

Se han presentado muchas posibles salidas al problema estructural de la unión monetaria, pero no todas son compatibles con el grado actual de integración económica y política, que tendrá que cambiar

Opciones frecuentemente mencionadas

Nivel de integración y centralidad de la gobernanza

Compra de Bonos por parte del BCE (prestamista soberano de última instancia)

TOTAL

Mutualización de las deudas (Eurobonos)

ELEVADA

Mecanismos de ayuda y dar tiempo a las reformas estructurales y al ajuste fiscal

RAZONABLE

# La crisis europea necesita ser afrontada en 3 frentes principales

Disipar las preocupaciones de solvencia soberana más allá de Grecia y evitar el contagio hacia países solventes pero ilíquidos

Avanzar en las reformas para aumentar el crecimiento: ritmo de ajuste fiscal y políticas de estímulo al crecimiento

Avanzar cambios en la gobernanza del euro para poder diseñar la hoja de ruta hacia una unión fiscal y una resolución bancaria única

Algunos avances hasta ahora, pero se necesita más

# Tímidos avances, pero aún temas cruciales por resolver

Algunos avances...

... pero aún temas pendientes

1

Implementación de la quita de deuda griega

Un cortafuegos soberano creíble

2

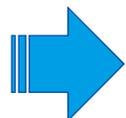
Aprobación del tratado fiscal

Mayores avances hacia una unión fiscal y ralentizar su aplicación

3

Provisión de liquidez de largo plazo por parte del BCE

Agenda para promover el crecimiento



Las medidas tomadas solo han permitido salir del paso frente a la crisis. La autoridades se mantienen por detrás de los acontecimientos

# 1 Grecia: se mantienen las dudas sobre su solvencia. Atención a Portugal.

## Grecia

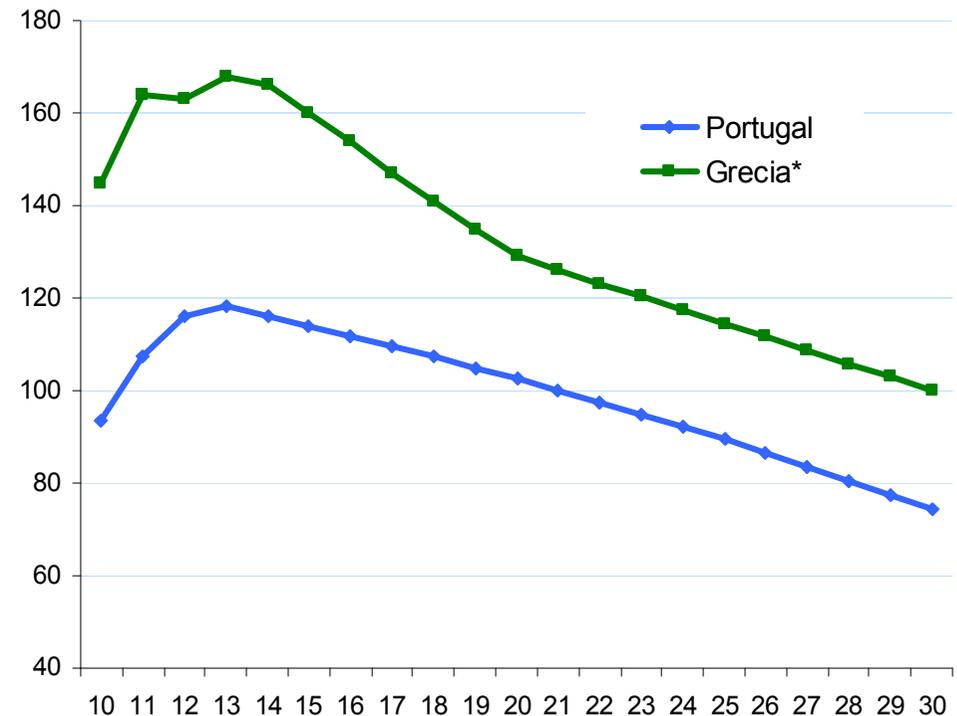
- Se mantienen riesgos:
  - Elecciones el 6 de mayo
  - Duro camino con mas reformas
  - Continuación de la recesión.

## Portugal

- Ajuste fiscal y reformas de acuerdo a lo planeado
- Cierre del déficit exterior en marcha
- Pero no será suficiente para acceder a los mercados en 2013Q3.

**Grecia y Portugal: previsiones de deuda pública**

Fuente: BBVA Research y FMI



\* Escenario optimista para Grecia. Supone una participación del 95% de los tenedores de bonos en la quita, un crecimiento cercano al 3% a partir de 2015 y un superávit primario del 4,5% del PIB a partir de 2014 (déficit primario de 2.4% en 2011)

# 1 El cortafuegos soberano (EFSF/ESM) no se percibe suficiente

(ESM)

Nueva capacidad de préstamo disponible: 500 mm EUR (mas 200 mm del EFSF), a los que se pueden sumar los 420 mm del FMI

Pero...

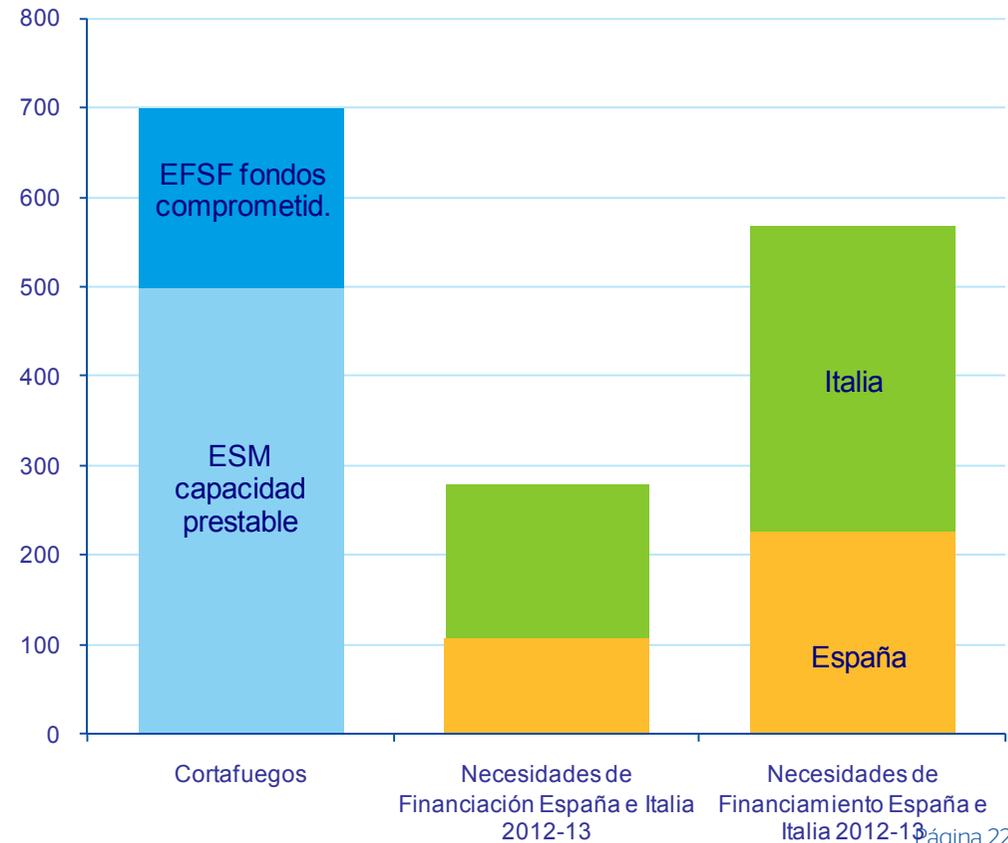
No es suficiente para calmar a los mercados, dadas las necesidades de financiación de España e Italia

No puede intervenir directamente en los sistemas financieros

A no ser que preste *pari passu* el riesgo es que ahuyente a los inversores privados en bonos

## Recursos ESM/EFSF y necesidades brutas de financiación en España e Italia (déficit y deuda de largo plazo)

Fuente: BBVA Research y Bloomberg



## 2 Se aprueba el tratado fiscal, pero puede verse como poco estricto

- El tratado fiscal compromete a los gobiernos a establecer reglas en la Constitución para limitar los déficits estructurales al 0,5% del PIB.
- Con todo, no hay avances en relación a una unión fiscal, ni en el ajuste fiscal de corto plazo.

### Tratado fiscal

Un cambio significativo hacia el control fiscal de los países miembros

Puede verse como poco ambicioso como para justificar una acción más decidida por parte del ala más dura del BCE y de Alemania

### Aún pendiente: hoja de ruta hacia una unión fiscal.

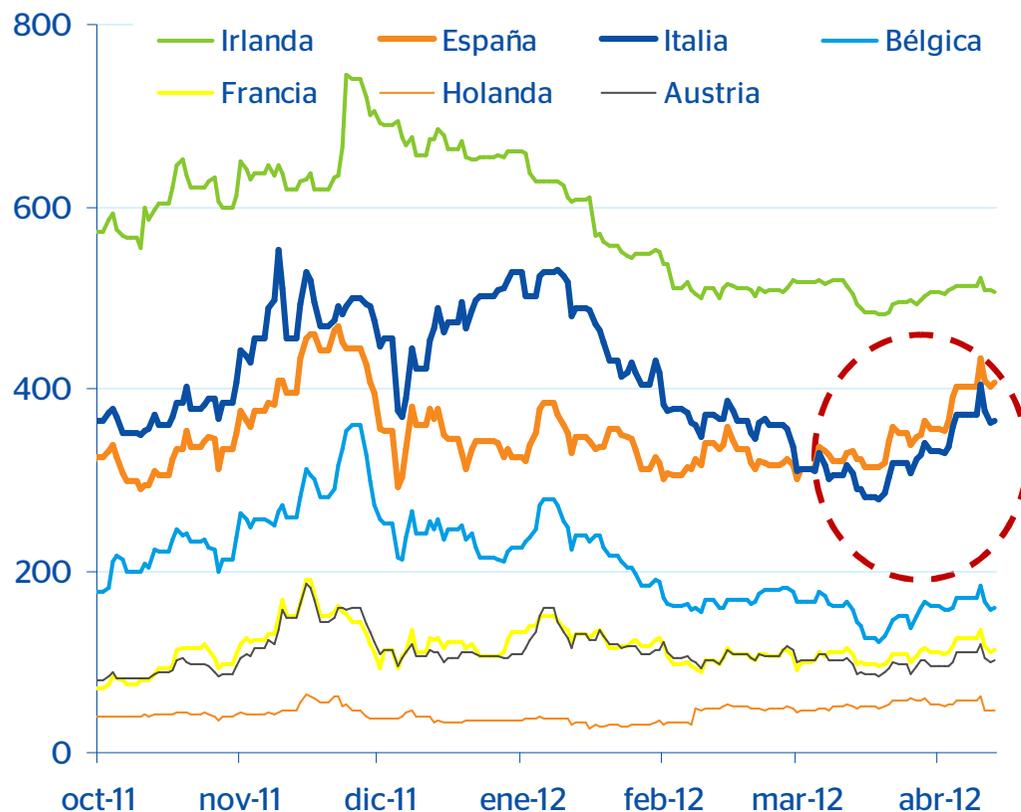
Eurobonos: convenientes como mecanismo de aseguramiento y una hoja de ruta

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

# 3 La liquidez de largo plazo del BCE calmó, con alguna incomodidad...

**Diferencial soberano con Alemania (bono a 10 años, pbs)**

Fuente: Bloomberg y BBVA Research



Durante el primer trimestre, disminuyó el riesgo de liquidez de los bancos europeos...

... y los mercados de financiación se reabrieron con cierta cautela, ayudando a reducir las primas de riesgo soberanas,

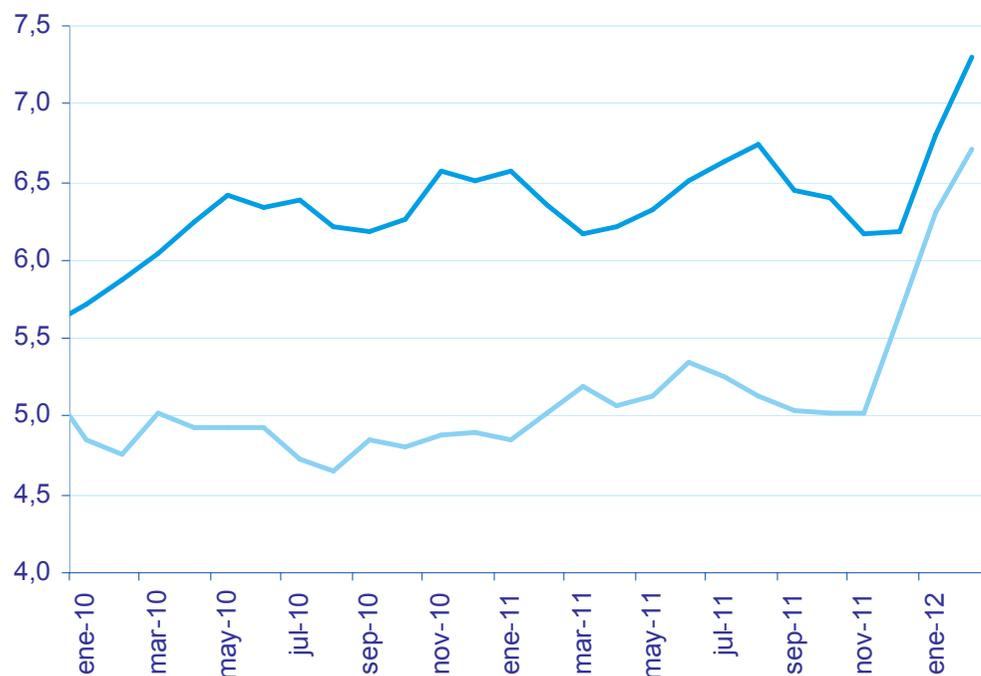
Pero estos efectos han sido temporales. Las dudas recientes sobre España han incrementado las tensiones.

En cualquier caso, el BCE puede servir solamente como un puente hacia el largo plazo, que depende de las reformas estructurales y de una agenda para el crecimiento

# 3 ... pero también ha incrementado la exposición de los bancos al soberano

**Tenencias de bonos de la zona euro como % de los activos (%)**

Fuente BCE y BBVA Research



**Intervención indirecta del BCE en el mercado de bonos soberanos a través de la banca**

**Aumento de la exposición de la banca al soberano incrementa el potencial de retroalimentación negativa entre ambos**

**Refuerza la necesidad de una solución definitiva a las dudas sobre la solvencia soberana y un mecanismo de provisión de liquidez**

— España — Italia

# 3 Es necesario implementar y profundizar las reformas presentadas

## Italia

(Gobierno tecnocrático)

- Regla fiscal y consolidación
- Reforma de las pensiones y profesiones
- Reformas laboral en proceso de elaboración

Presentado

## España

(Gov. con mayoría absoluta para los próximos 4 años)

- Consolidación fiscal, regla constitucional
- Reestructuración del sistema financiero en marcha
- Reforma laboral

Presentado

## Portugal

(Gov. Con mayoría simple para los próximos 3.5 años)

- Consolidación fiscal sin ajustes contables
- Reforma profunda del mercado laboral
- Reforma del mercado de productos en marcha

Presentado

## Grecia

(Gobierno tecnocrático)

- Fuertes retos para la consolidación fiscal
- Privatizaciones (?)
- Reformas para recuperar el crecimiento a largo plazo

Presentado

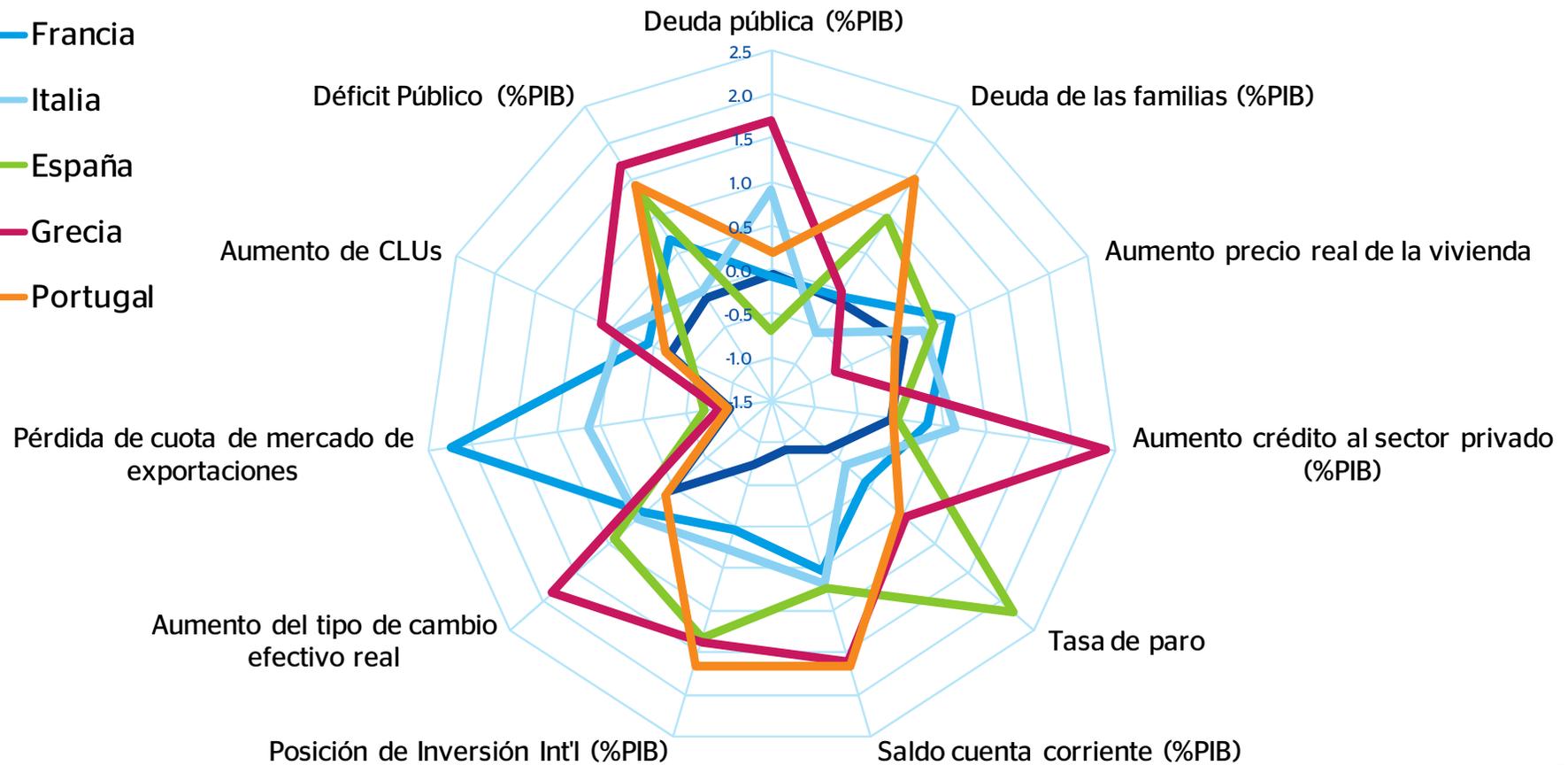
# 3 Monitoreo de desequilibrios estructurales en Europa (“six pack”).

## 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

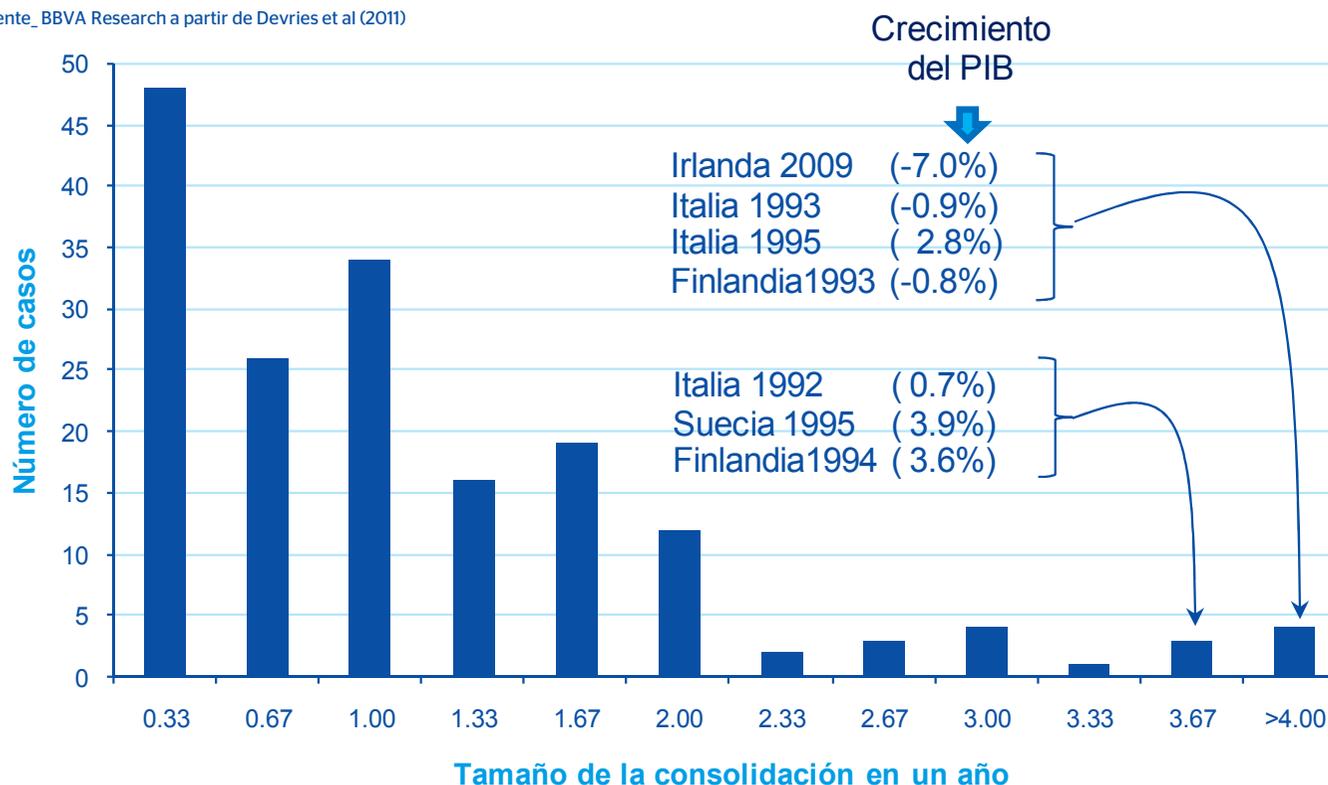
- Alemania
- Francia
- Italia
- España
- Grecia
- Portugal



# 3 Una corrección muy rápida de los desequilibrios puede ser contraproducente: el ejemplo fiscal

## Distribución de las consolidaciones fiscales en países OCDE con objetivos de reducción de déficit

Fuente\_ BBVA Research a partir de Devries et al (2011)



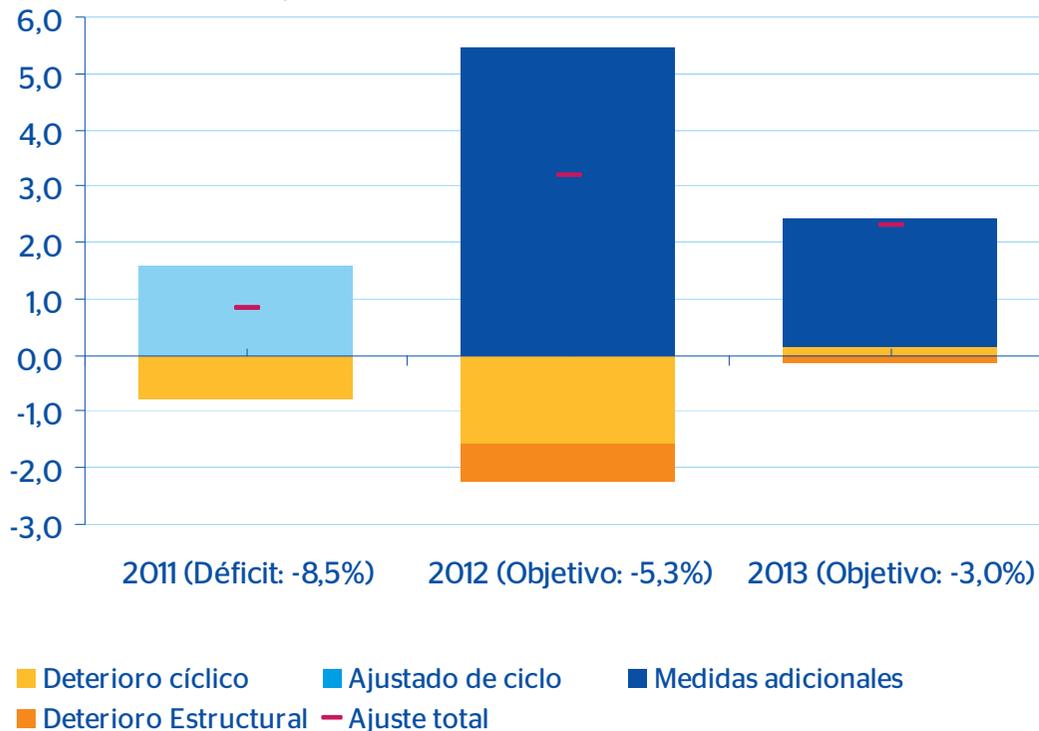
Pocas reducciones del déficit han sido mayores al 3% del PIB en un año

Basado en 173 casos de consolidación fiscal entre 1978-2009 para 17 países de la OECD (Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Japón, Holanda, Portugal, España, Suecia, Reino Unido y EE.UU.).

# 3 El ejemplo de España: el ajuste fiscal debe centrarse en el componente estructural

## Gobierno general: ajuste del déficit (pp del PIB)

Fuente: BBVA Research basado en MINHAP



## Proceso de consolidación fiscal

Fuerte desviación del objetivo de déficit en 2011 y decisión unilateral de incrementar el objetivo de 2012

Ley de Estabilidad Presupuestaria: 0% del PIB de déficit estructural en 2020

El ajuste del gobierno central es creíble: más dudas sobre los gobiernos regionales

Aumentan los temores sobre la falta de crecimiento

Se necesita un nuevo pacto

# La crisis europea es el mayor riesgo para la economía global

Crisis

Las tensiones han regresado rápidamente después de: (i) la inyección de liquidez de largo plazo del BCE; (ii) las reformas estructurales en España e Italia, y (iii) las decisiones sobre el ESM y el tratado fiscal.

¿Por qué?

Los inversores anticipan el impacto negativo sobre el crecimiento de la austeridad fiscal; ven la restructuración como una posibilidad y ven una intervención del ESM como una trampa

Solución:  
eliminar el  
escenario de  
salida del  
euro

Hoja de ruta hacia la integración fiscal

La consolidación fiscal debe ser gradual y con planes explícitos para un horizonte multianual. Debe centrarse en los déficits estructurales.

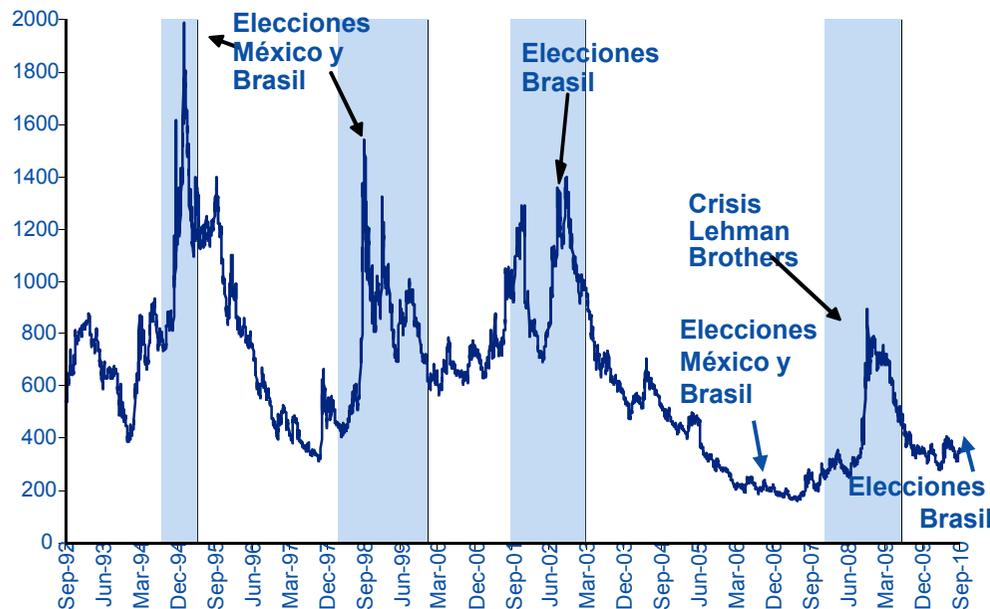
No se debe poner todo el peso en las medidas de austeridad, sino en reformas estructurales a cambio de una estrategia de crecimiento: debe haber incentivos simétricos.

Relanzar la inversión europea en infraestructuras

# ... y el factor político es cada vez más importante (*dejá vu* Latam?)

## Diferencial del EMBI Latam en periodos electorales

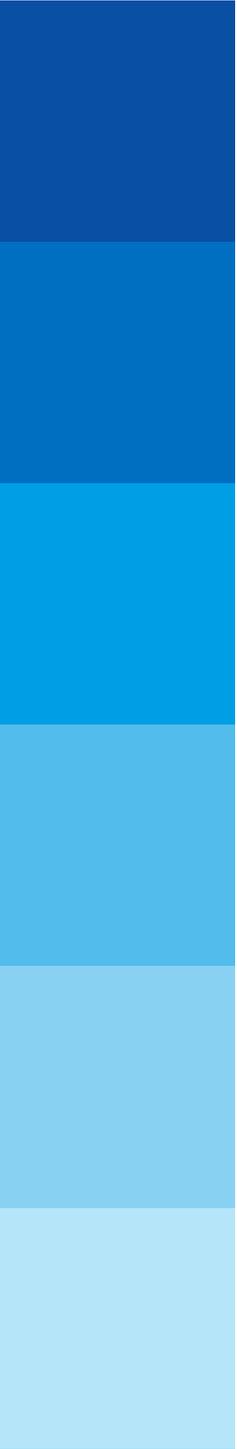
Fuente\_ BBVA Research y JPMorgan



## Calendario de eventos relevantes para la UE. Abril-Julio 2012

Fuente\_ BBVA Research

- Abr 22: Elecciones presidenciales en Francia (1ª vuelta)
- May 6: Elecciones al parlamento en Grecia
- May 6: Elecciones presidenciales en Francia (2ª vuelta)
- May 6: Elecciones regionales en Alemania (Schleswig-Holstein)
- May 13: Elecciones regionales en Alemania (Renania del norte - Westphalia)
- May 31: Referendum en Irlanda (tratado fiscal)
- Final May: Cuarta revisión de la troika al programa de Portugal
- Jun 10,17: Elecciones legislativas en Francia
- Jun 18-19: Cumbre G20.
- Jun 27: Posible fecha de elecciones generales en Holanda
- Jun 30: Fecha límite para alcanzar 9% ratio de capital principal en los bancos
- Jul: Entrada en vigor del ESM
- Verano: Negociaciones para el segundo programa de rescate en Portugal.



**BBVA**

RESEARCH

# Esperando la solución de la crisis Europea

Jorge Sicilia

BBVA Research | Economista Jefe

5º Congreso Internacional FIAP - Asofondos | Cartagena, 27 de abril de 2012

# Por ejemplo, en España ya se ha avanzado en la reforma de las pensiones

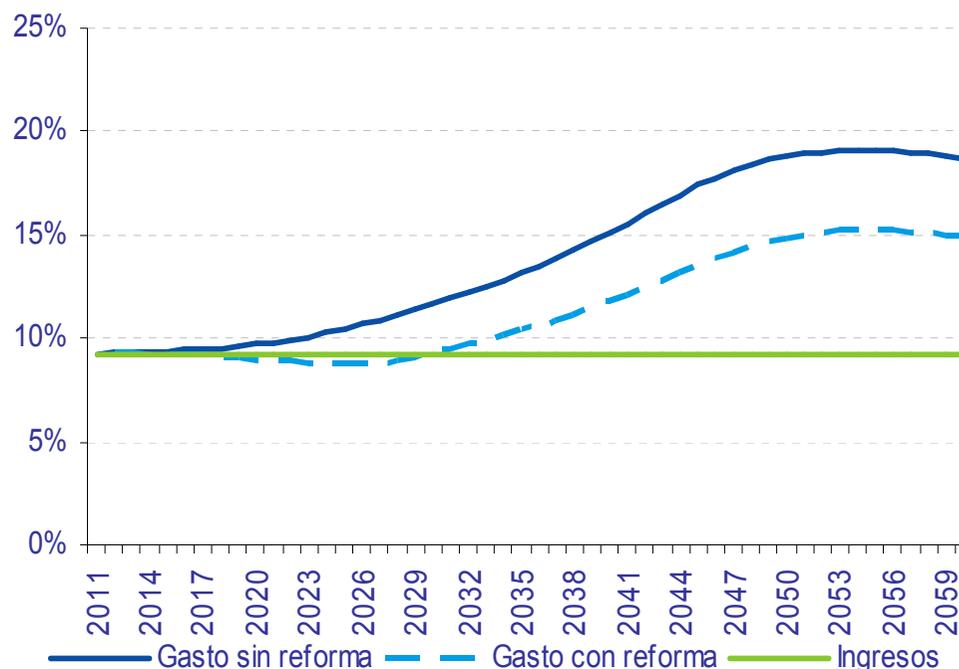
- La reforma del sistema de pensiones ayudará a mejorar las perspectivas sobre la sostenibilidad del sistema, al reducir el gasto en pensiones sobre PIB.
- Es una reforma sustantiva, que introduce cambios importantes en el sistema.

## Factor de sostenibilidad

- Dadas la incertidumbres existentes sobre el empleo, la productividad y la demografía es conveniente que la evaluación de la reforma se vaya haciendo desde su implantación
- Si fuera necesario, habría que aplicar el factor de sostenibilidad antes de 2027

### Gasto en pensiones contributivas en % del PIB Simulaciones tras la reforma

Fuente: BBVA Research



# Sistema de pensiones contributivas

## España vs. Alemania

Se observan notables similitudes en las reformas del sistema público de pensiones español y el alemán.

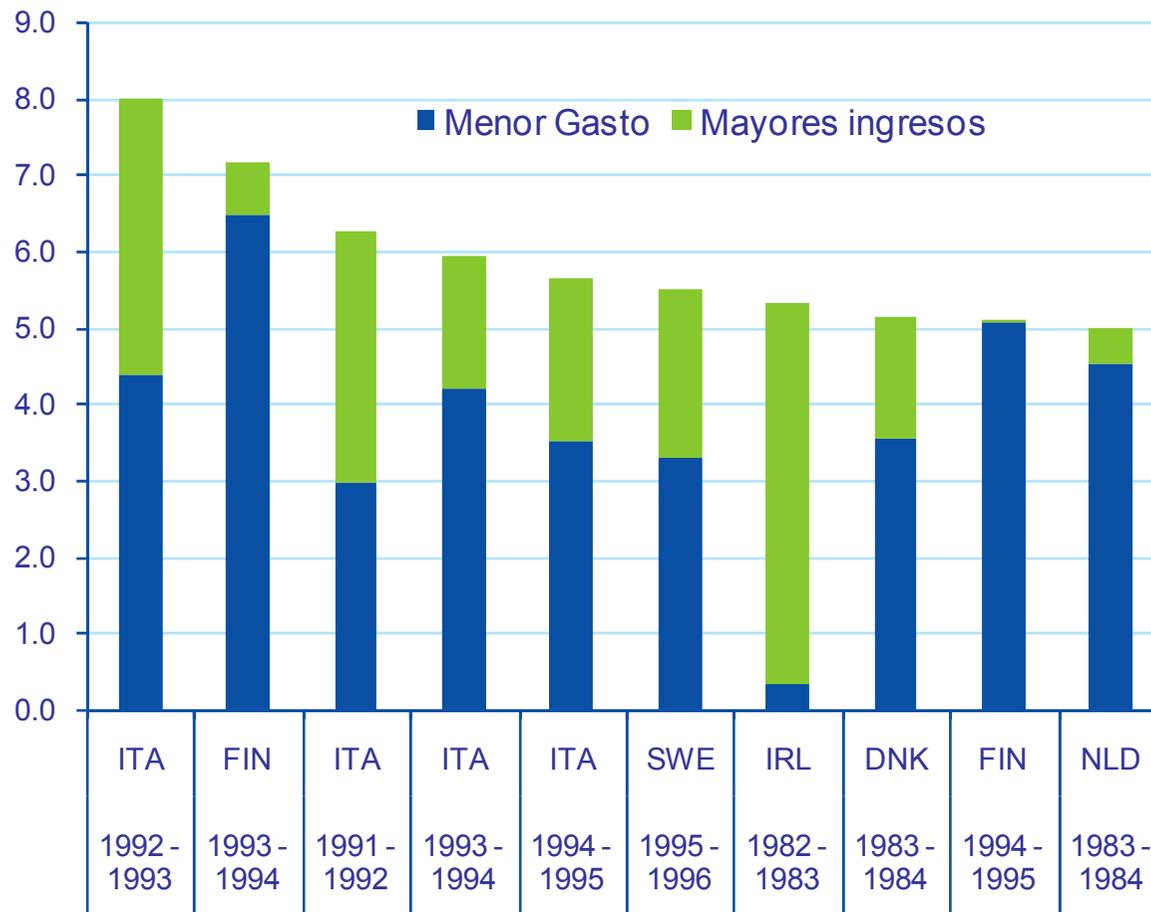
Sin embargo, el sistema español continúa siendo más generoso.

	España	Alemania
Edad oficial de jubilación	67	67
Número de años cotizados en edad oficial con el 100% base reguladora	38,5	45
Tasa de sustitución pensión pública antes de la reforma	81,2%	48%
Edad de jubilación anticipada	61/63	63
Número de años cotizados para jubilación anticipada	33	35
Tasa de sustitución pensión pública después de la reforma	69% (e)	43%
Factor corrector de sostenibilidad	A partir de 2027	SI
Años de bonificación por hijos a cargo	2	3
Cobertura de la población con el tercer pilar	7%	64%

# 3 Las grandes reducciones del déficit han incluido alzas de impuestos significativas

## Mayores consolidaciones fiscales en OECD, 1978-2009: descomposición por tipo de ajuste

Fuente BBVA Research a partir de Devries et al (2011)



En casos de grandes reducciones del déficit, el gasto público no se redujo en más de 2.5pp del PIB (excepto en casos de elevada presión tributaria inicial).