

Situación Global y España

Marzo de 2014

XXVII Curso de economía para periodistas de información económica

Miguel Cardoso

Economista Jefe, España

Mensajes principales

- 1 **El ciclo económico global mejora** y el crecimiento mundial mostrará una aceleración moderada en 2014-15 apoyada por las economías desarrolladas
- 2 **Se despejan algunas incertidumbres de política económica** pero continúa habiendo riesgos, aunque no de naturaleza sistémica como en años pasados
- 3 **Por primera vez desde el inicio de la crisis, los posibles sesgos sobre las previsiones de la economía española son al alza.** La recuperación se apoya en las exportaciones, la sustitución de importaciones, la reducción en las tensiones financieras, la recuperación de las nuevas operaciones de crédito y un ajuste fiscal mejor repartido a lo largo del tiempo
- 4 **Es necesario profundizar en las reformas para consolidar una recuperación fuerte y sostenida, para recuperar el empleo destruido en un plazo razonable de tiempo**

Índice

Sección 1

Economía mundial: una aceleración gradual apoyada por las economías desarrolladas

Sección 2

España: sesgos al alza por primera vez desde el inicio de la crisis

Sección 3

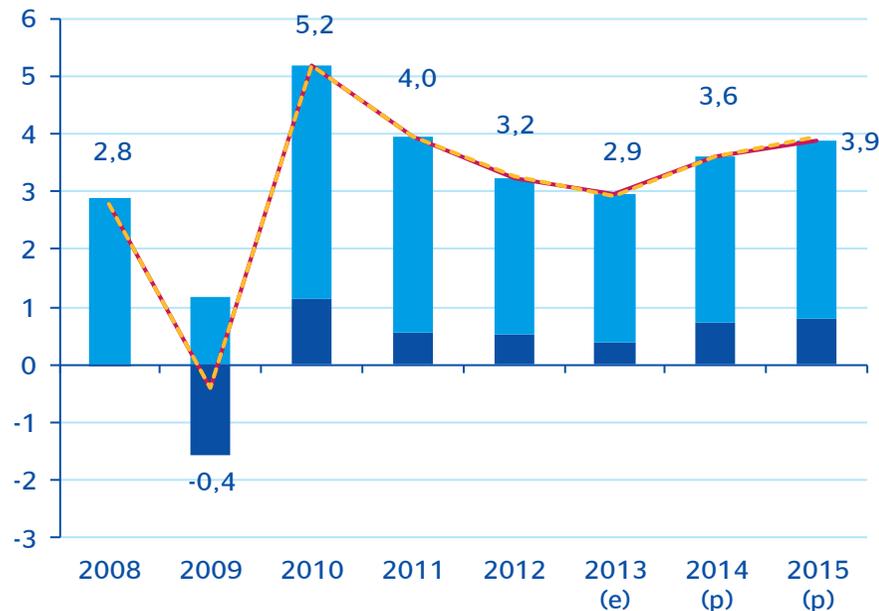
El compromiso con las reformas, clave para consolidar la mejora en los mercados y aumentar el crecimiento potencial

Principales mensajes

Contribuciones al crecimiento económico global

(%)

Fuente: BBVA Research



■ Economías emergentes

■ Economías avanzadas

— Escenario base feb-14

- - - Escenario base nov-13

La expansión global seguirá en 2014-15, con una contribución creciente de las economías más avanzadas

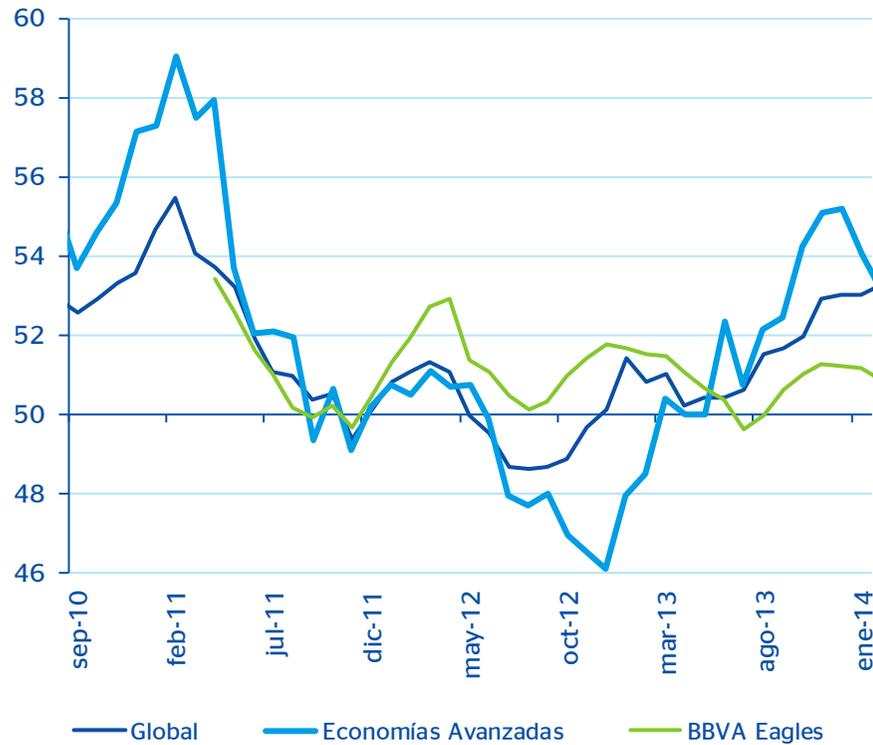
Los riesgos se equilibran con sesgos al alza en EE.UU. Los riesgos a la baja permanecen

Los riesgos a la baja permanecen: salida del QE de la FED, vulnerabilidades de algunas economías emergentes, y la eurozona

El ciclo económico global está mejorando ...

PMI manufacturero

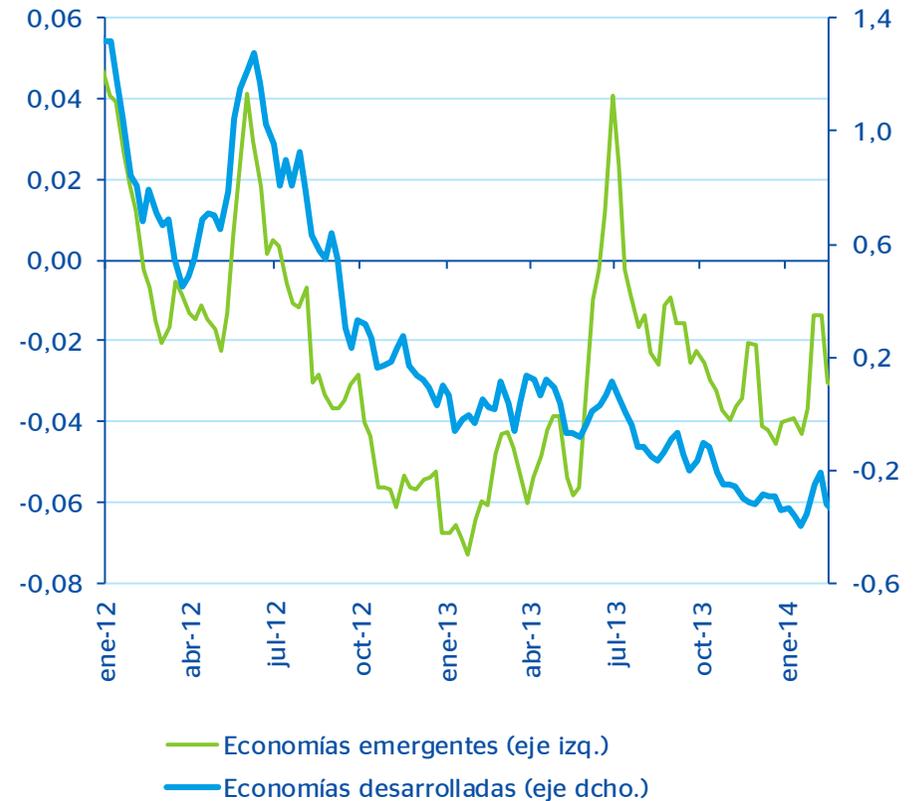
Fuente: BBVA Research a partir de Markit Economics



Tensión en mercados financieros

Indicador de tensiones financieras de BBVA Research

Fuente: BBVA Research



Avances en la situación de la economía mundial ...

EE.UU.: recuperación sostenida, fortaleza de la demanda privada, acuerdo fiscal, buenas expectativas inmobiliarias y shock de oferta positivo (shale gas).
Cuidadosa estrategia de salida por parte de la Fed (*forward guidance*)

Emergentes: resistencia ante la reversión de los flujos de capitales a las economías avanzadas, si bien con mucha heterogeneidad entre países, que los mercados han empezado a discriminar

UEM: recuperación económica aunque con divergencias entre países, consolidación fiscal más gradual, avances hacia la Unión Bancaria y reducción de tensiones financieras

España: mejora de las perspectivas y de la confianza internacional, reducción de las primas de riesgo, superávit balance por cuenta corriente y estabilización macroeconómica -> salida de la recesión

... con algunas incertidumbres importantes para 2014

Mundo: (1) riesgo de desaceleración brusca en algunos países y su capacidad para reequilibrar su patrón de crecimiento (p.e., China), (2) efectos en flujos de capitales y condiciones financieras de la política de la Fed, y (3) geopolítica

EE.UU.: (1) techo de deuda, incertidumbre fiscal a el largo plazo, (2) riesgos en la estrategia de salida de la Fed, y (3) crecimiento potencial, ¿estancamiento secular?

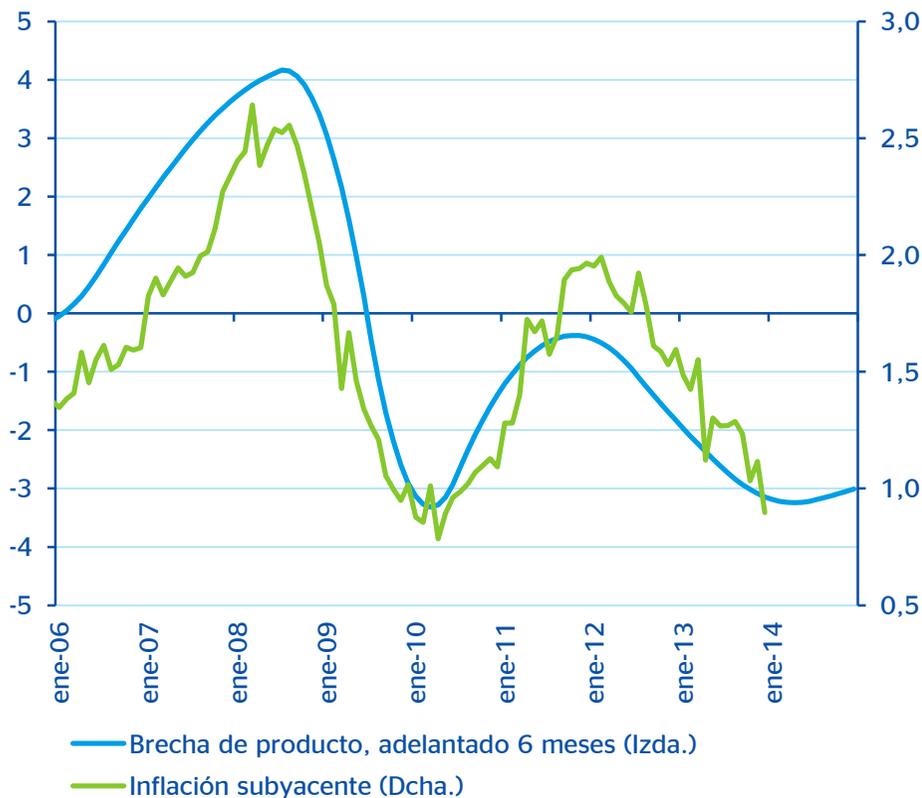
UEM: (1) persistencia del riesgo soberano y fragmentación financiera, (2) proceso hacia la Unión Bancaria (AQR, MES, MER, etc.), (3) ¿riesgo de deflación o de una inflación muy baja?, y (4) evolución del rescate de Grecia y Portugal

España: entorno político, alcance de las reformas estructurales, crecimiento potencial, consolidación fiscal y finalización del proceso de reestructuración bancaria

En la eurozona, la doble recesión en 2008-13 y la débil oferta monetaria favorecen la menor inflación

Eurozona: inflación subyacente y presión de demanda, % a/a y % del PIB potencial

Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat y Haver



En el escenario más probable, el riesgo de deflación es bajo (sólo de un 7,5%) ...

... aunque la probabilidad podría aumentar en situaciones extremas ...

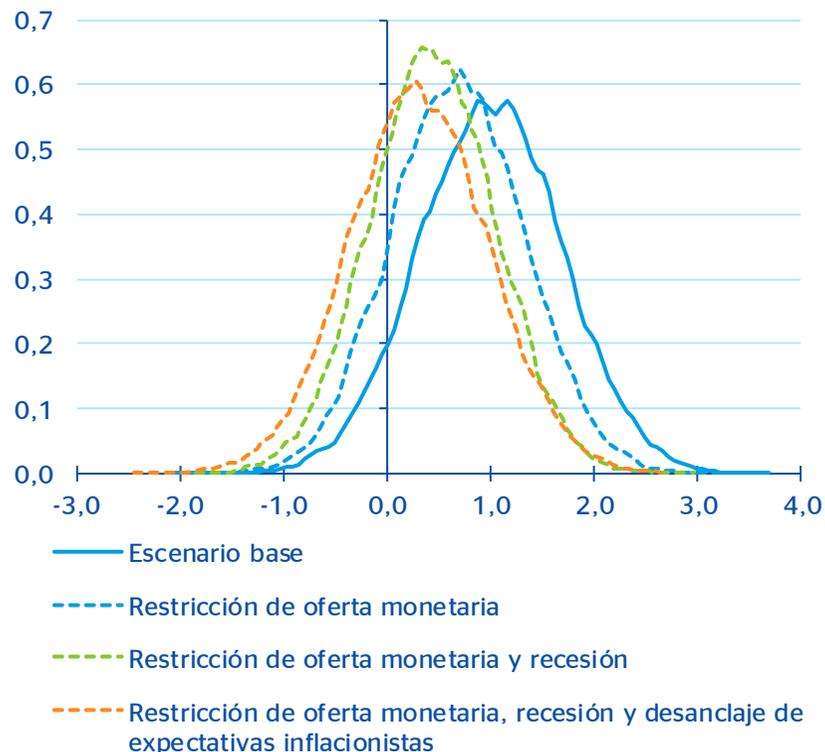
... un escenario con restricción monetaria, recesión y caída en las expectativas, elevaría la probabilidad a un 47%.

En el escenario más probable, el riesgo de deflación es bajo. La probabilidad crece en situaciones extremas

UEM: distribución de probabilidad de inflación en 2014

(promedio)

Fuente BBVA Research



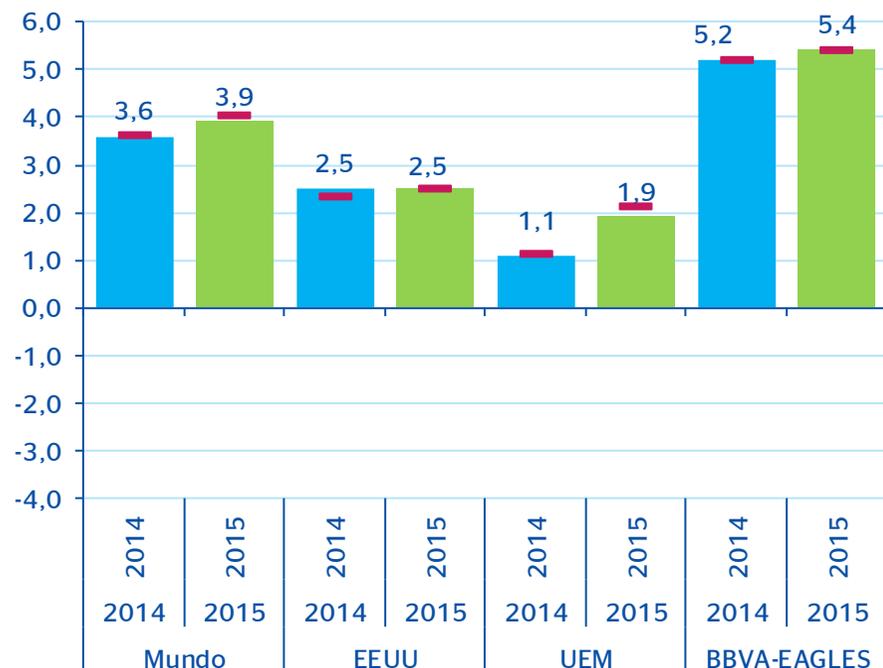
	Inflación En 2014	Probabilidad De deflación
Escenario Base	1,0%	7,5%
Restricción oferta monetaria (M3 = 0,9% en 2014)	0,8%	14%
... además: recesión en 2014 (M3 = 0,9%; en 2014 y caída del PIB mayor al 1%)	0,4%	34%
... y además, expectativas de precios cayendo	0,3%	47%

Expansión económica con diversidad de ritmos y riesgos

Crecimiento económico

(% a/a)

Fuente: BBVA Research y FMI



■ Escenario Base feb-2014 Baseline ■ Escenario Base nov-2013 Nov-13

El ciclo de crecimiento se fortalece, sobre todo en las economías avanzadas y en algunas emergentes

El escenario base requiere que los responsables de las políticas económicas hagan frente a vulnerabilidades como ...

... menores estímulos monetarios en EE.UU., unión bancaria, riesgo de deflación en UEM y vulnerabilidades en las economías emergentes

Índice

Sección 1

Economía mundial: una aceleración gradual apoyada por las economías desarrolladas

Sección 2

España: sesgos al alza por primera vez desde el inicio de la crisis

Sección 3

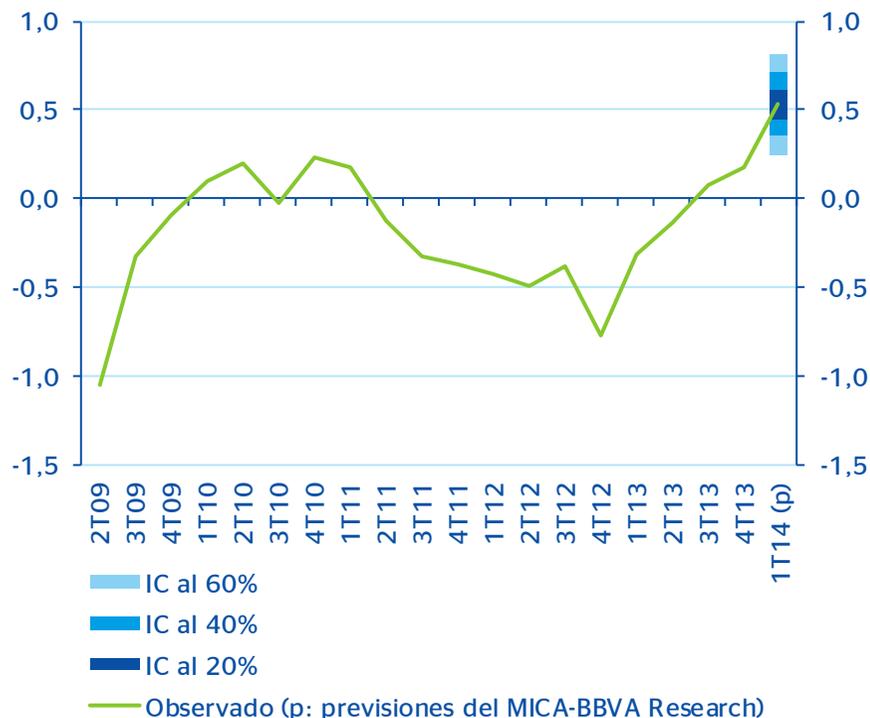
El compromiso con las reformas, clave para consolidar la mejora en los mercados y aumentar el crecimiento potencial

La economía española confirma la recuperación ...

España: crecimiento del PIB y previsiones MICA-BBVA

(% t/t)

Fuente: BBVA Research a partir de INE



Tras tres años en recesión la demanda doméstica volvió a contribuir positivamente al crecimiento en el segundo semestre de 2013 ...

... como consecuencia de mejores fundamentos, una política fiscal menos contractiva, una menor incertidumbre y una mayor sustitución de importaciones

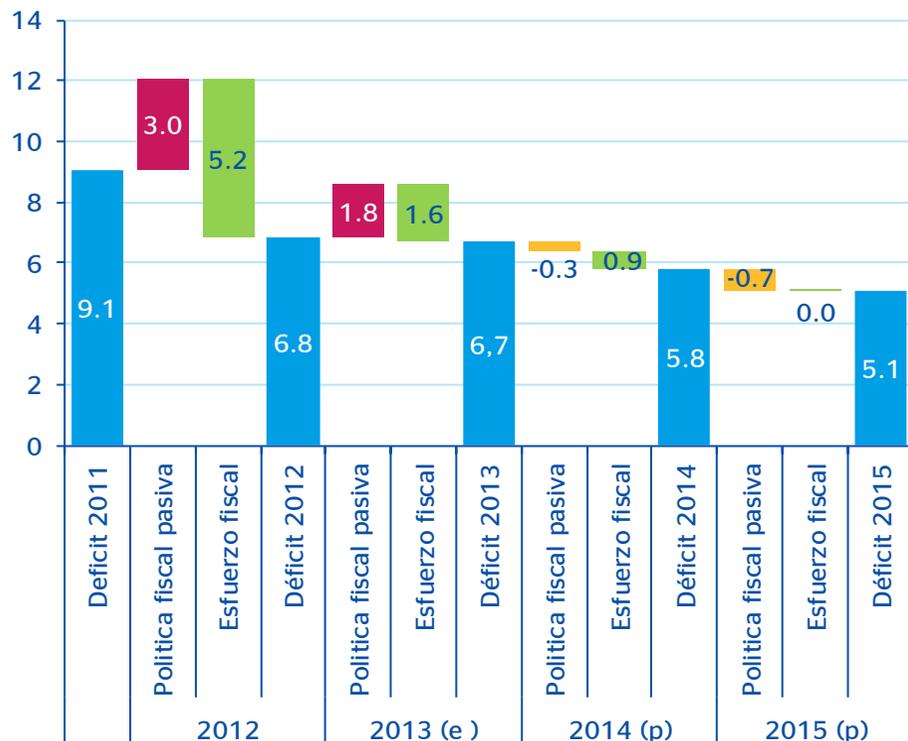
La información disponible apunta a un crecimiento de al menos 0,4% en 1T14

... y, a pesar de la incertidumbre sobre el déficit de 2013, ...

AA.PP.: descomposición del déficit público excluidas las ayudas al sector financiero

(% PIB)

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP



El esfuerzo fiscal fue significativo en 2012 y 2013 ...

..., y permitió que el déficit público se haya mantenido alrededor del 6,7% del PIB

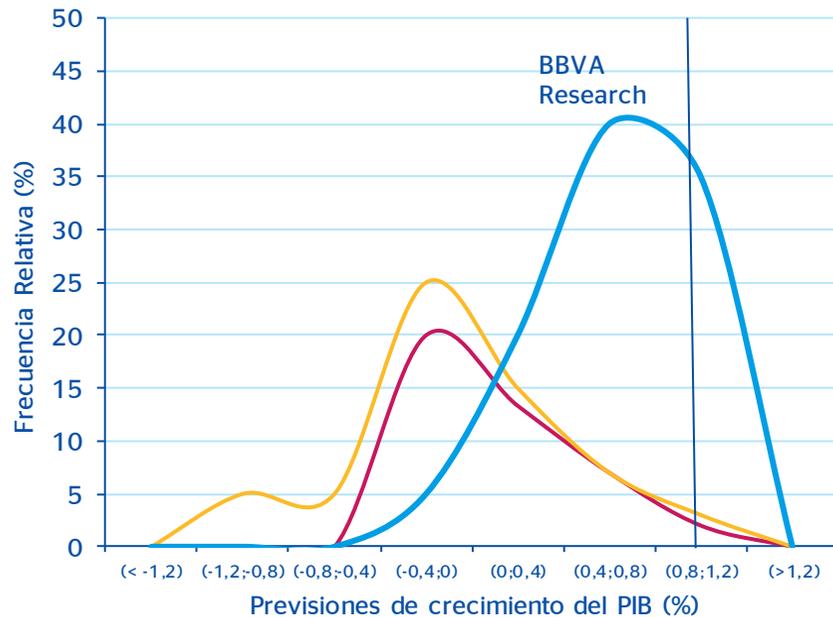
Cuanto mayor sea la desviación del déficit en 2013, mayor será el esfuerzo que haya que hacer en 2014

... por primera vez los sesgos son al alza

España: previsiones de crecimiento del PIB, 2014

(% a/a)

Fuente: BBVA Research a partir de Consensus Forecast Inc.



— Feb-2013 (media:0,3%) — Jul-2013 (media: 0,2%)
 — Ene-2014 (media: 0,7%)

Las decisiones de política económica han eliminado los escenarios de riesgo

El comportamiento diferencial de la economía española ratifica esta mejora de la tendencia

De consolidarse estos patrones, el crecimiento podría ser incluso mayor que el previsto

Recuperación en línea con los hechos estilizados de ciclos anteriores

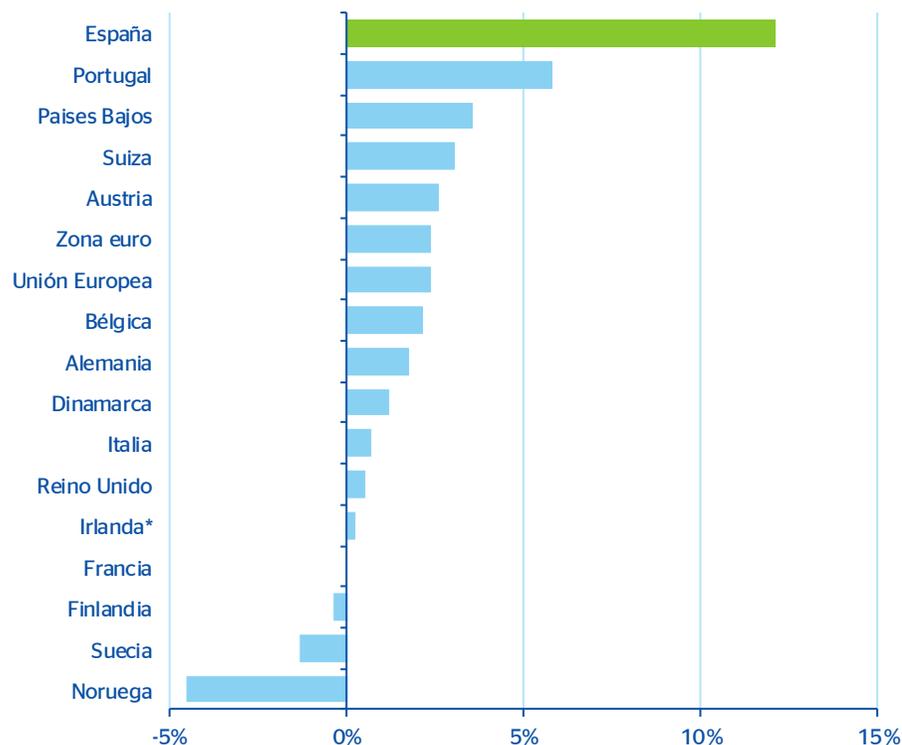
Variables que anteceden al ciclo	Crecimiento de las exportaciones	✓	
	Excedente bruto de explotación	✓	
	Inversión en maquinaria y equipo	✓	
	Nuevas operaciones de crédito (flujo)	✓	Empresas y Consumo
=	Crecimiento del PIB	✓	
	Crecimiento del empleo	✓	
Variables retardadas	Crecimiento del <i>stock</i> de crédito		Disminuyendo

Sesgos al alza:

1. Las exportaciones continuarán creciendo

Exportaciones totales (variación acumulada 1T12-3T13 en %, cvec)

Fuente: BBVA Research a partir de INE



(*): Datos hasta 2T13

Las exportaciones españolas han crecido durante el último año a pesar de la recesión en la UEM

En parte, se debe a un incremento de la cuota exportadora a países BBVA-EAGLES y a otras economías desarrolladas,...

..., pero también a las ganancias de competitividad observadas en España, tanto por precio como por calidad

Sesgos al alza:

1. Las exportaciones continuarán creciendo

España: crecimiento y composición de las exportaciones de bienes por grandes áreas geográficas

Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex



- Crecimiento nominal, % a/a promedio 1T13 (izqda.)
- Crecimiento nominal, % a/a promedio 4T13 (izqda.)
- Participación sobre las exportaciones totales en 2013 (% , dcha.)

Se espera que la recuperación continúe basada en el aumento de las exportaciones

La desaceleración de las exportaciones es temporal y revertirá ante un escenario de mayor crecimiento mundial

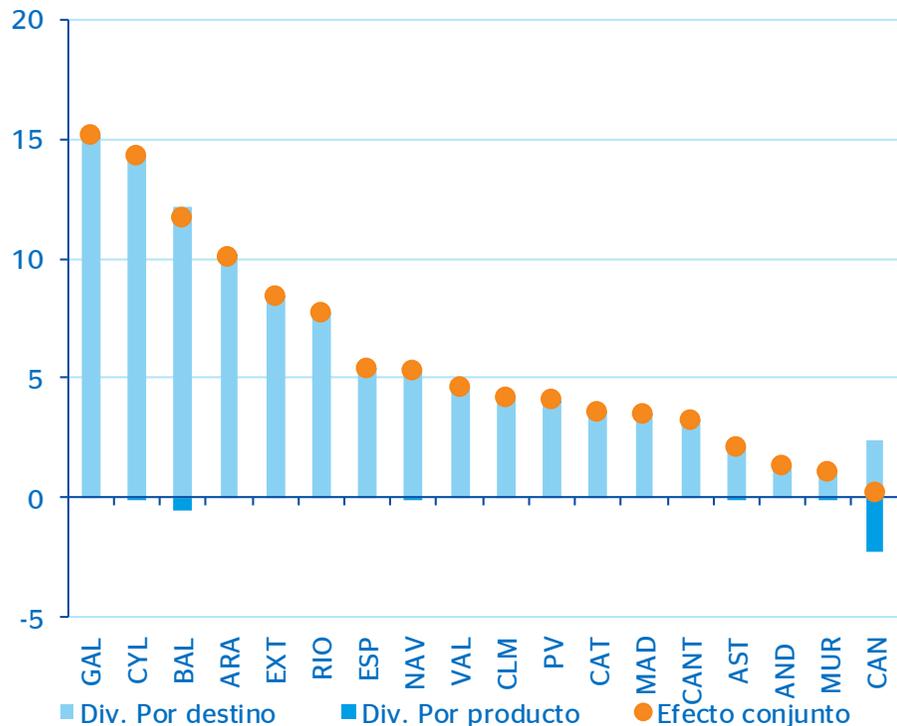
El menor dinamismo de los países emergentes se ha visto compensado por la recuperación en la UEM

Sesgos al alza:

1. Las exportaciones continuarán creciendo

CC. AA.: crecimiento medio anual de las exportaciones de bienes debido a la diversificación (2009-2012)

(%, España: media ponderada)
Fuente: BBVA Research



El crecimiento de las exportaciones se explica por ganancias de competitividad, pero sobre todo, por la diversificación de mercados.

En promedio, 3/4 del crecimiento de las exportaciones durante la crisis se explica por la diversificación geográfica y de productos

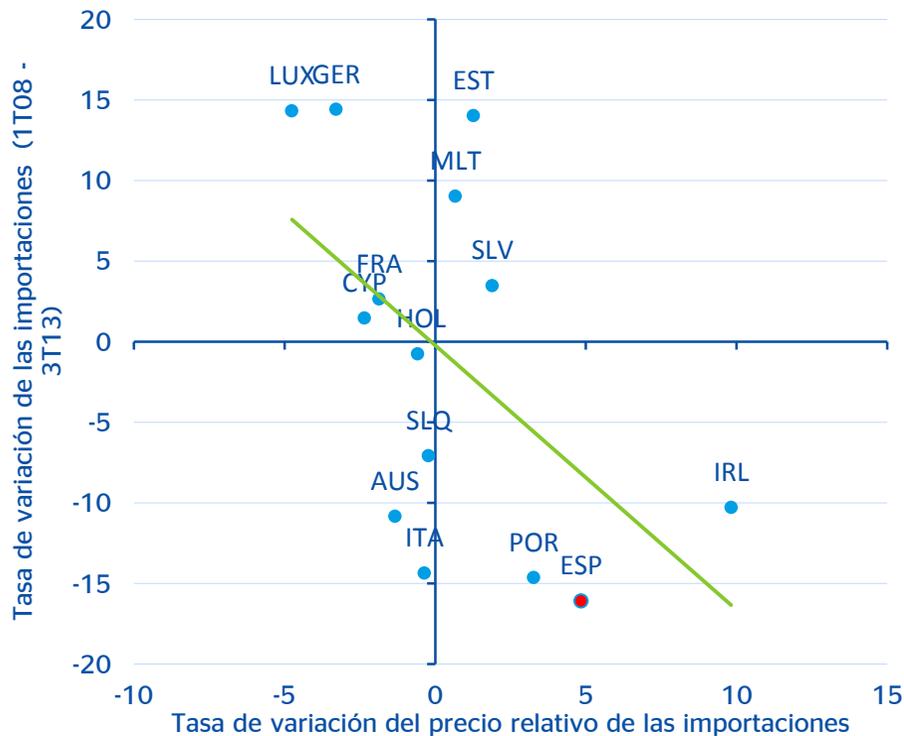
Esta diversificación de las exportaciones ha evitado mayores caídas del PIB

Sesgos al alza:

1. Sustitución de importaciones

España: importaciones de bienes y servicios y cambio en precios relativos (% , 1T08-3T13)

Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat



Por primera vez en dos décadas, se registran ganancias de competitividad-precio de los productos domésticos frente a importados ...

... que se han visto reforzadas por una demanda relativa de importaciones más elástica al precio relativo

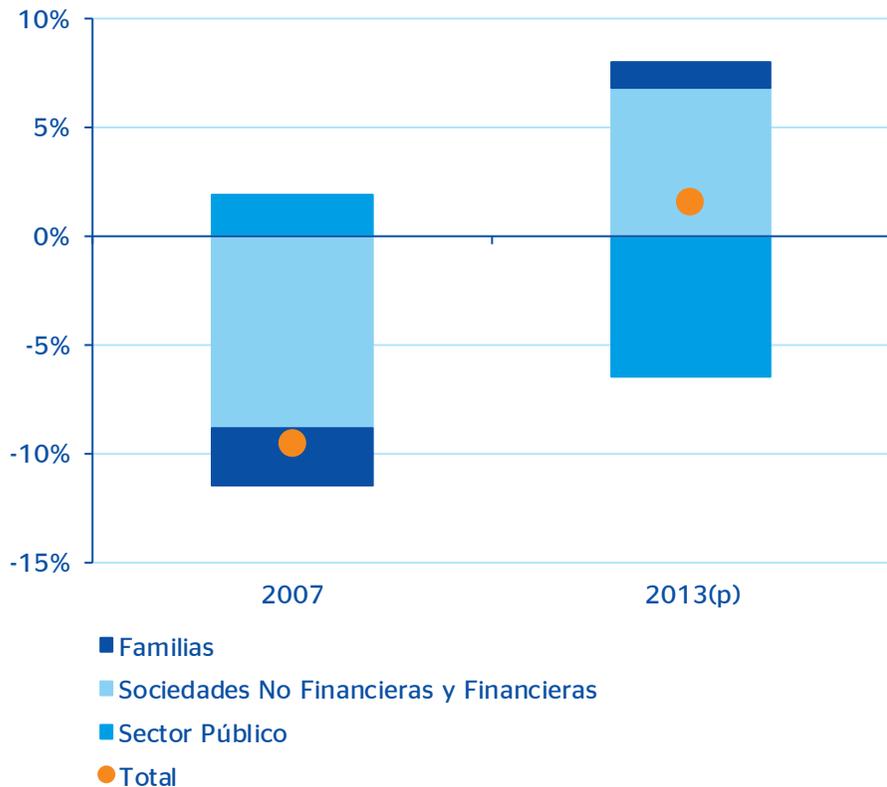
Se estima que estos procesos explican el 42% de la caída de las importaciones no energéticas

Sesgos al alza

2. Aumento del ahorro y de la riqueza financiera

España: necesidad (-) / capacidad (+) de financiación con el exterior (% del PIB)

Fuente: BBVA Research a partir de INE



El aumento del ahorro de empresas y familias ha sido una condición necesaria en las recuperaciones españolas,...

..., que ha facilitado el proceso de desapalancamiento y la mejora de la situación financiera del sector privado, ...

..., lo que junto con la estabilización y mejora del valor de la riqueza, ha propiciado un aumento del consumo y la inversión.

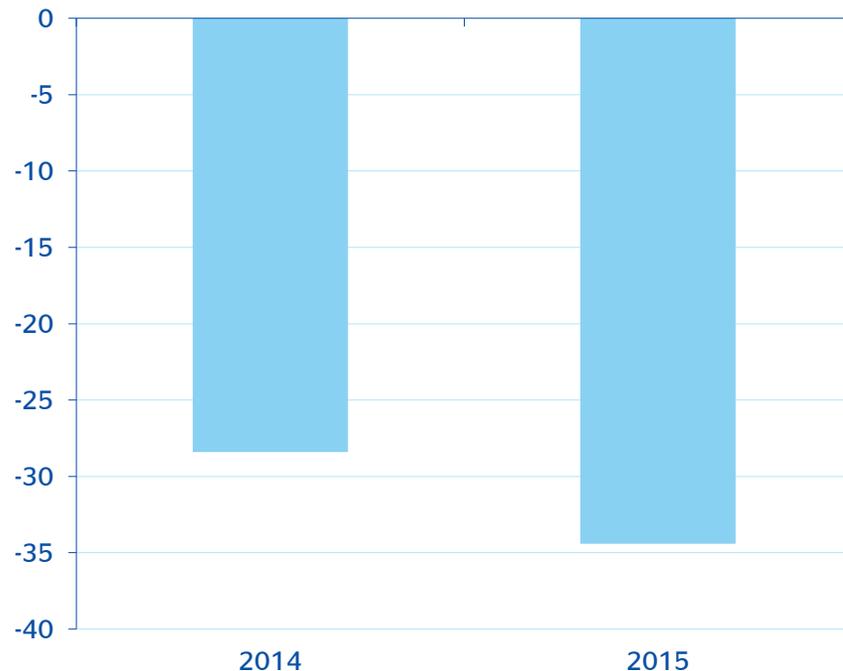
Sesgos al alza

3. Mayor certidumbre y menores tensiones financieras

España: tipo de interés del bono a 10 años

(Diferencia respecto a previsión de noviembre de 2013 en pb)

Fuente: BBVA Research



La mejor percepción exterior de la economía española ha permitido reducir la dependencia de la financiación del BCE

Las menores tensiones financieras se transmiten a la economía con un retraso de entre 6 a 9 meses

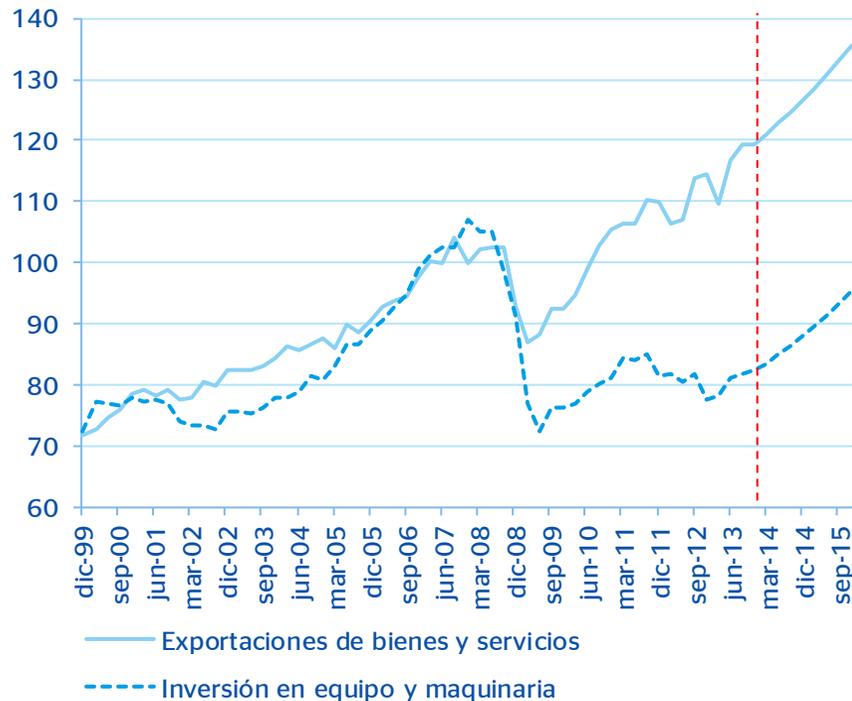
Un descenso permanente de 100 pb en los tipos de interés del soberano implica hasta un punto más de crecimiento para la economía

Sesgos al alza

4. Mayor dinamismo de la inversión

España: exportaciones e inversión en equipo y maquinaria (2008=100)

Fuente: BBVA Research a partir de INE



La recuperación que se espera en la UEM y la continuidad del crecimiento de las exportaciones ...

... deberían traducirse en un aumento de la inversión del sector privado

De hecho, la inversión en maquinaria y equipo habría crecido un 6,3% hasta el 4T13

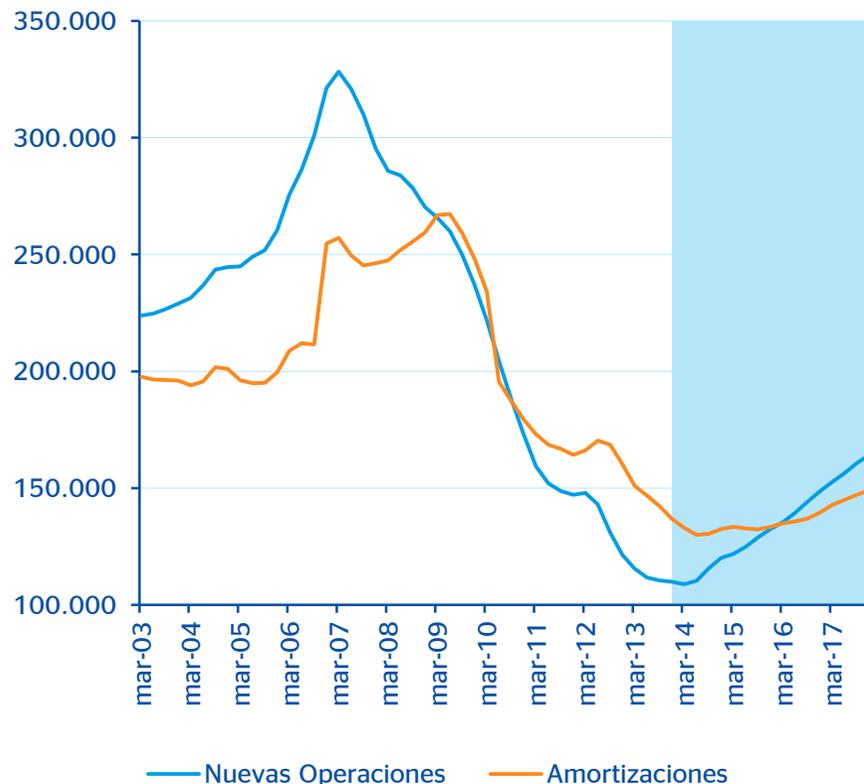
Sesgos al alza

5. Mejoran los flujos de nuevas operaciones de crédito

España: nuevas operaciones y amortizaciones de crédito al sector privado residente

(tendencia, millones de euros)

Fuente: BBVA Research a partir de BdE



La economía española está atravesando un proceso ineludible de reducción de su endeudamiento ...

... que es compatible con la provisión de crédito para proyectos solventes

Se observa ya un punto de inflexión y una mejora de los flujos de crédito a empresas, que se consolidará en 1S14

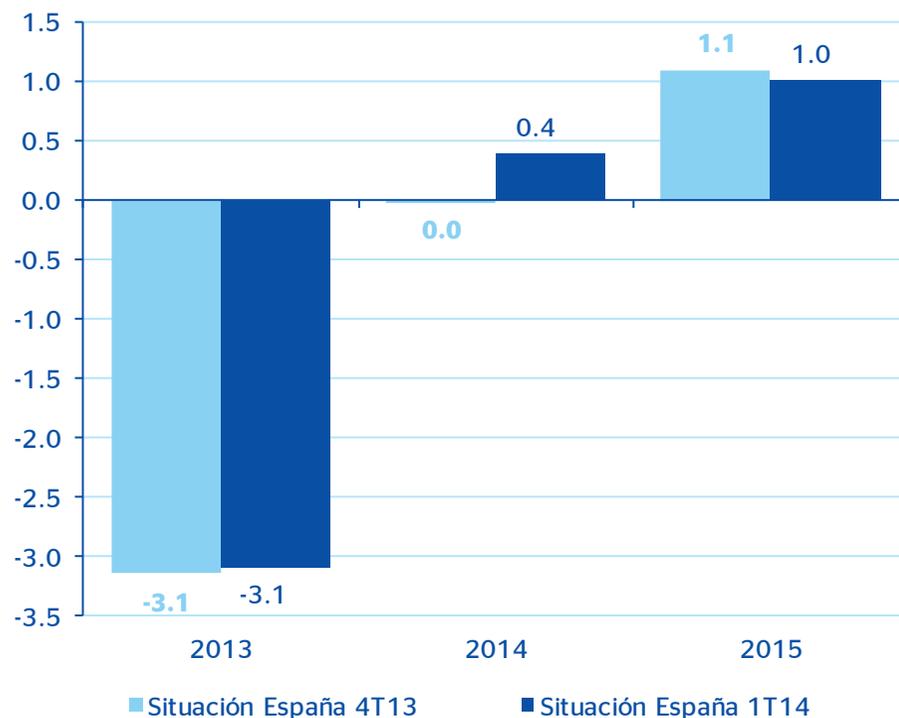
Sesgos al alza

6. Evolución del mercado laboral

España: empleo EPA

(Variación del promedio anual en %)

Fuente: BBVA Research a partir de INE



El proceso de creación neta de empleo ha comenzado antes de lo previsto, en parte como resultado de la moderación salarial

Con instituciones laborales más adecuadas al inicio de la crisis se podría haber evitado la destrucción de un millón de empleos

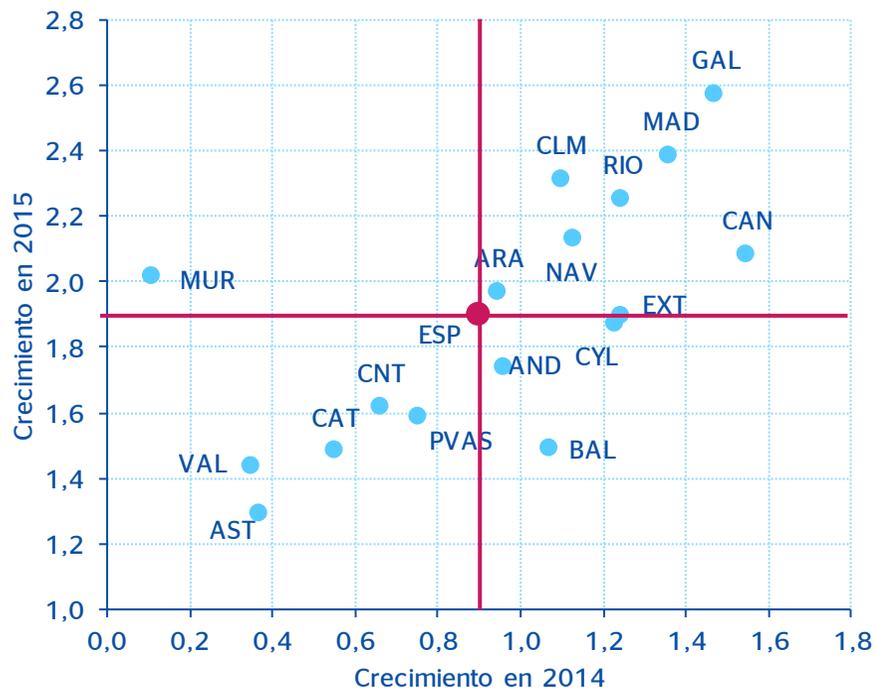
En 2014 se creará empleo por primera vez desde el inicio de la crisis

2014: el inicio de la recuperación

España: crecimiento del PIB por comunidad autónoma

(% a/a)

Fuente: BBVA Research



En 2014 todas las CC. AA retornarán al crecimiento

El avance en la corrección de los desequilibrios y la exposición a la demanda externa ...

... claves para explicar la distinta velocidad de salida entre regiones

Índice

Sección 1

Economía mundial: una aceleración gradual apoyada por las economías desarrolladas

Sección 2

España: sesgos al alza por primera vez desde el inicio de la crisis

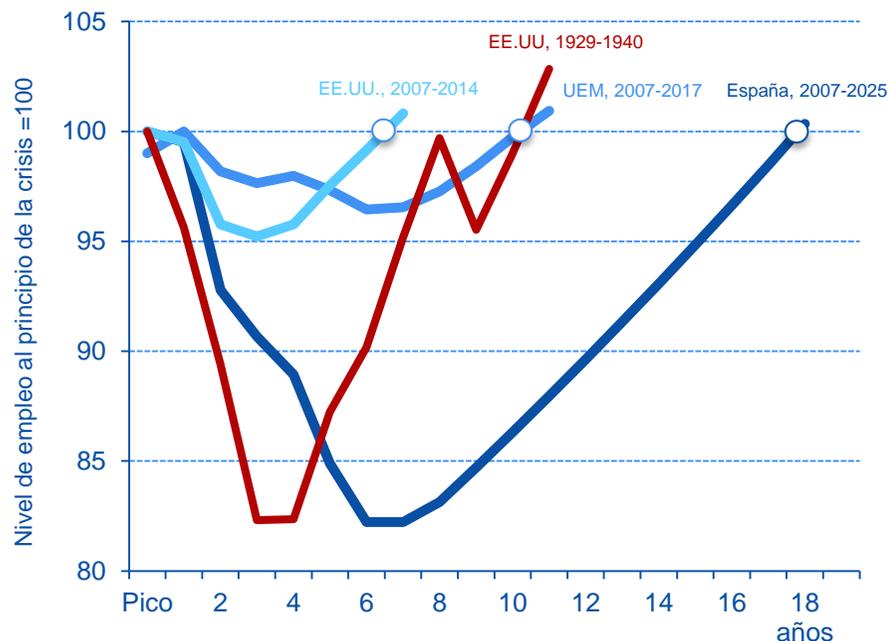
Sección 3

El compromiso con las reformas, clave para consolidar la mejora en los mercados y aumentar el crecimiento potencial

La necesidad de profundizar el proceso reformador

Crecimiento del PIB y creación de empleo

Fuente: BBVA Research y Lebergott (1964)



Los escenarios para EE.UU. y UEM son los de crecimiento del empleo de BBVA Research. El escenario para España se ha construido bajo el supuesto de que la productividad por ocupado aumenta un 0,6% como entre 1992 y 2007 y el PIB crece al 2,5% de media.

La recuperación del nivel de empleo será muy sensible al crecimiento económico

El objetivo debe ser implementar las reformas necesarias para aumentar el crecimiento de la economía cerca de o por encima del 2,5%

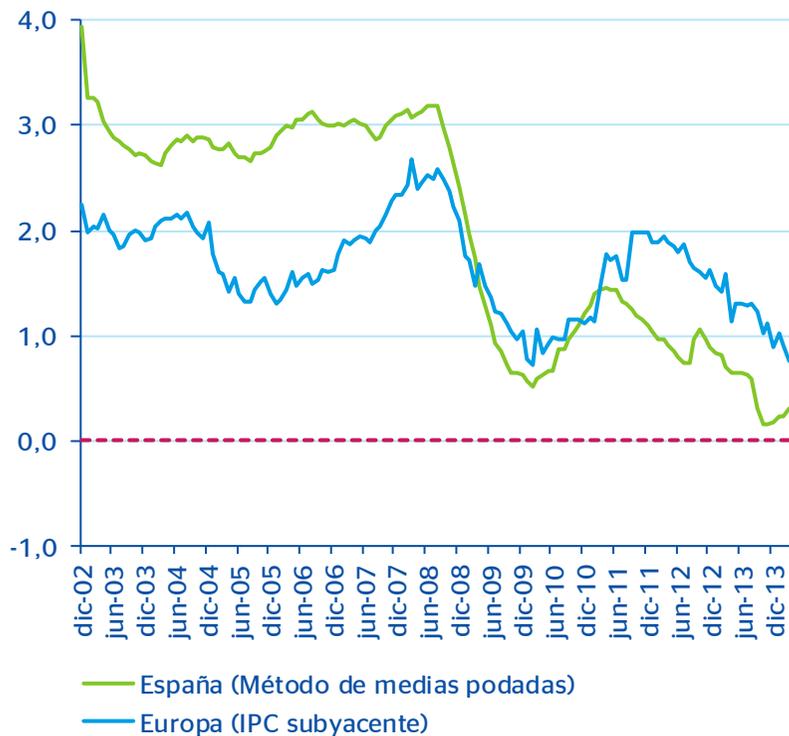
En su ausencia, la creación de empleo será reducida y la recuperación lenta

El BCE debe asegurar su objetivo de inflación

España y UEM: inflación tendencial

(% a/a)

Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat



El BCE necesita converger más rápido a su objetivo de inflación, lo que ayudaría a España en el proceso de desapalancamiento, ...

... mientras que la economía española necesita continuar con el proceso ganancias de competitividad

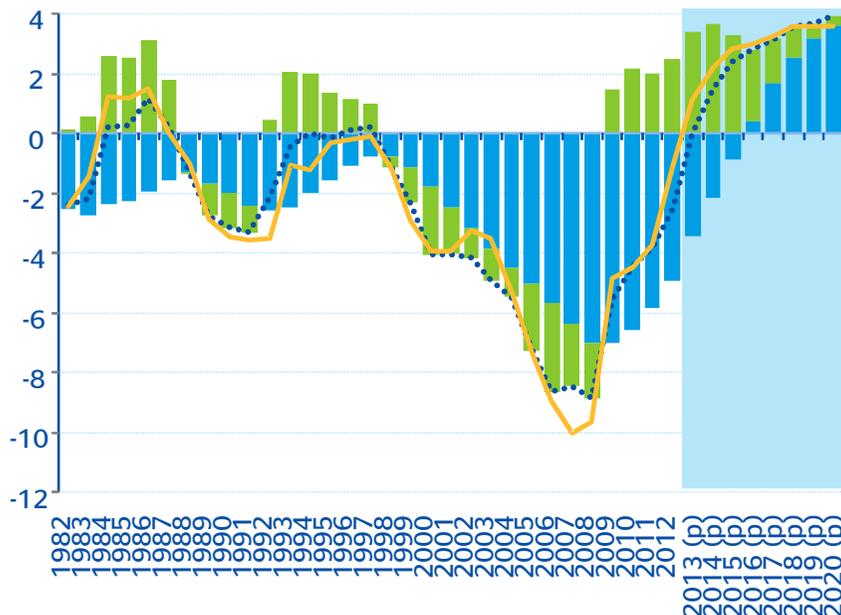
Es necesario continuar con las reformas que aumenten la competencia y faciliten la devaluación interna en España

España: ¿qué más se puede hacer?

A. Fomentar un desapalancamiento ordenado

España: componentes cíclico y estructural de la balanza por cuenta corriente (en % del PIB)

Fuente: BBVA Research



■ Componente cíclico ■ Componente estructural
⋯ Cuenta corriente ajustada — Cuenta corriente observada

Continuar con el proceso de desapalancamiento y mejora de la financiación de la economía española,...

..., reduciendo el riesgo de ejecución de la consolidación fiscal y garantizando la sostenibilidad de LP de las finanzas públicas

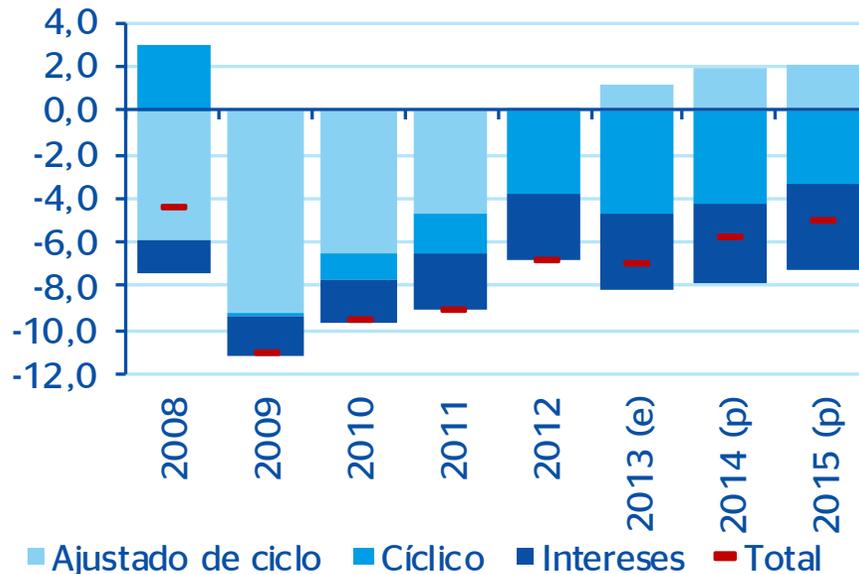
Compromiso con la finalización del proceso de reestructuración del sector financiero

España: ¿qué más se puede hacer?

B. Un sistema fiscal suficiente, transparente y eficiente

España: componentes cíclico y estructural del déficit público (en % del PIB potencial)

Fuente: BBVA Research



La reforma del sistema de pensiones (factor de sostenibilidad) es un paso en la dirección adecuada,...

..., como lo puede ser también la reforma fiscal.

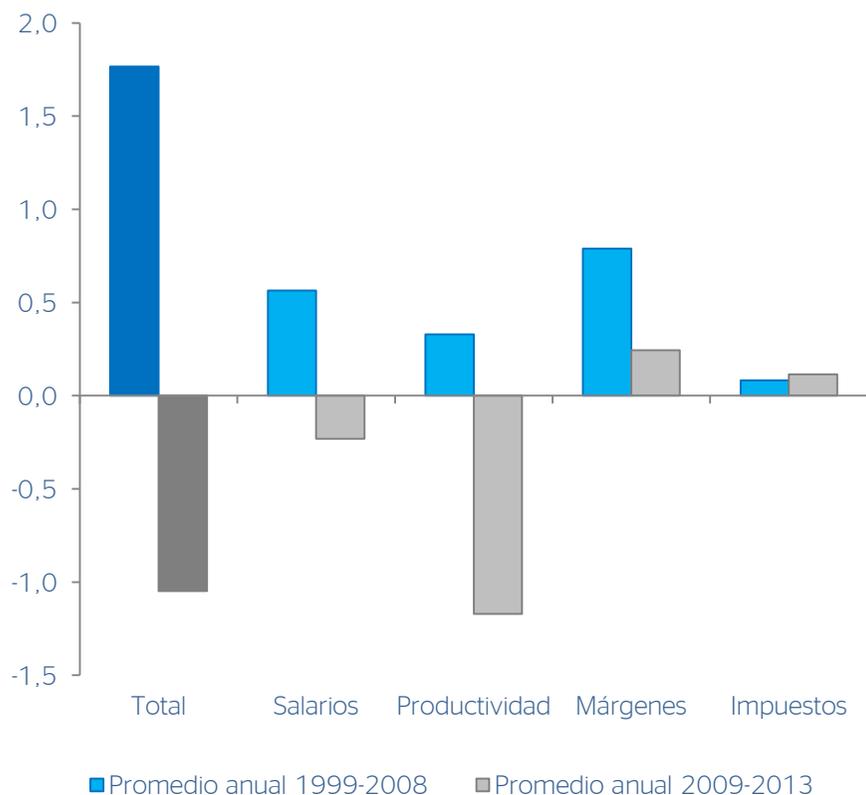
Garantizar los servicios públicos, al mismo tiempo que la sostenibilidad de las cuentas y fomentar el crecimiento.

España: ¿qué más se puede hacer?

C. Mejorar la competitividad de las empresas

España: Contabilidad de Inflación, diferencial respecto a UE-12

Fuente: BBVA Research



En el período pre-crisis tanto salarios como márgenes crecieron por encima del promedio europeo,...

..., mientras que post crisis, la mayor aportación a la ganancia de competitividad ha sido el aumento de la productividad.

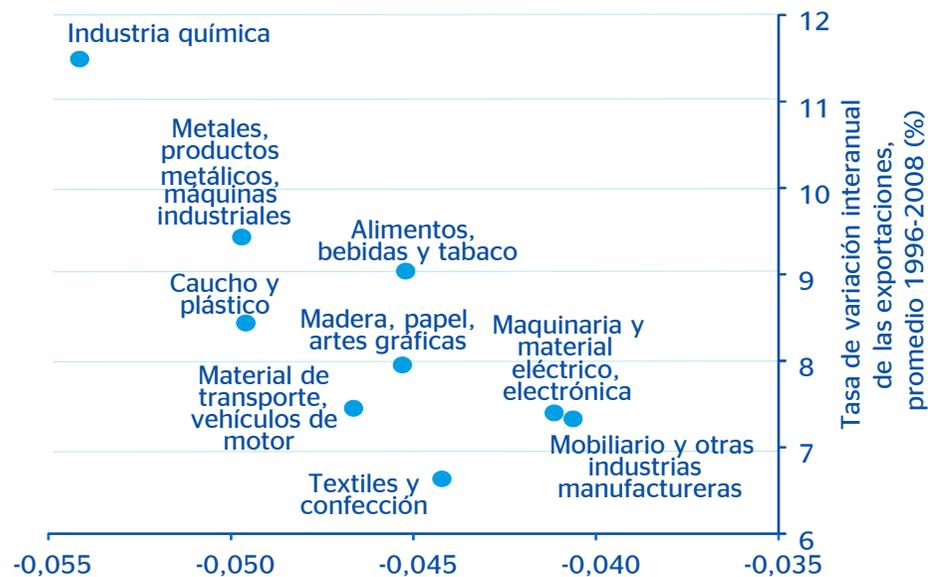
Continuar ganando competitividad dependerá de que continúe la moderación salarial, de mayor competencia y mejor regulación

España: ¿qué más se puede hacer?

C. Mejorar la competitividad

España: exportaciones nominales de manufacturas e Indicador de impacto regulatorio, 1995-2008

Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex y OCDE



Variación absoluta en el Indicador de Impacto Regulatorio, 1995-2007

Impulsar mejoras a la financiación de las PYMES,...

..., un sistema fiscal que no penalice su crecimiento,...

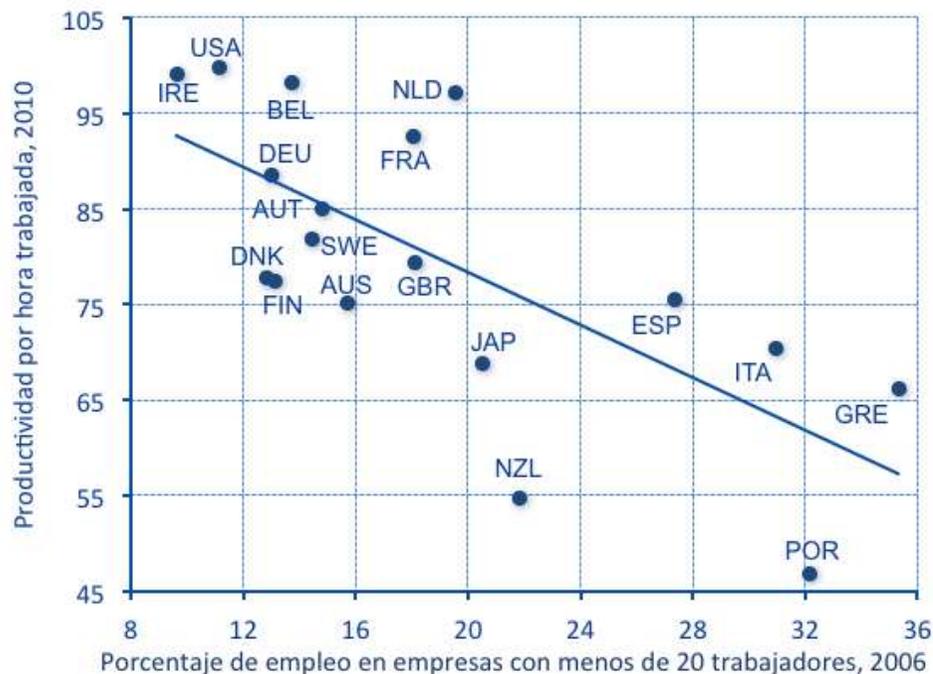
..., y una regulación que fomente la competencia.

España: ¿qué más se puede hacer?

C. Mejorar la competitividad de las empresas

Productividad y tamaño medio de la empresa, OCDE

Fuente: Boscá, Doménech, Ferri y Varela (2011)



Plan estratégico para la mejora de la competitividad,...

..., aumento del atractivo exterior de España al capital físico, humano y tecnológico que aumente la IED y el tamaño de las empresas.

Cada vez que una empresa añade 10 trabajadores, su probabilidad de exportar se incrementa un 2%.

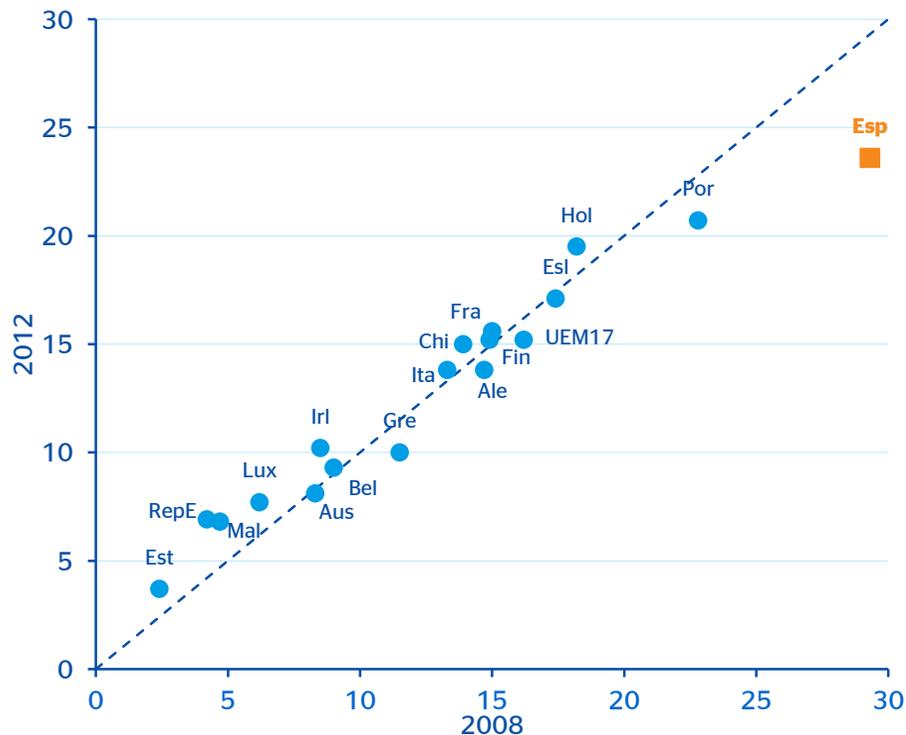
España: ¿qué más se puede hacer?

D. Mejorar la reforma laboral

Tasa de temporalidad

(% de asalariados con contrato temporal)

Fuente: BBVA Research



Intensificar las reformas que reduzcan la dualidad en el mercado laboral,...

..., mejoren su funcionamiento e incrementen la calidad del capital humano.

Llevar la tasa de temporalidad a la media europea elevaría la probabilidad de exportar de la empresa mediana en un 15%.

La necesidad de profundizar el proceso reformador

1. Continuar con el proceso de desapalancamiento y mejora de la financiación de la economía española: finalización de la reestructuración del sector financiero y atraer inversión extranjera directa
2. Reforma de las AA.PP., consolidación fiscal y sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas, con un sistema fiscal eficiente que incentive el crecimiento y la creación de empleo
3. Reformas con las que mejorar la competitividad, aumentar el atractivo exterior de España al capital físico, humano y tecnológico
4. Continuar con las reformas que reduzcan la dualidad en el mercado laboral, mejoren su funcionamiento e incrementen la empleabilidad
-> más empleo y de mayor calidad

Situación Global y España

Marzo de 2014

XXVII Curso de economía para periodistas de información económica

Miguel Cardoso

Economista Jefe, España

Escenario macroeconómico

(Tasa de crecimiento, % a/a)	20 12		20 13 (p)		20 14 (p)		20 15 (p)	
	España	UEM	España	UEM	España	UEM	España	UEM
G.C.F Hogares	-2,8	-1,4	-2,5	-0,5	0,9	0,7	1,3	1,2
G.C.F AA.PP	-4,8	-0,5	-1,2	0,3	-1,1	0,5	1,3	0,7
Formación Bruta de Capital Fijo	-7,0	-3,9	-5,9	-3,1	0,2	1,6	5,2	5,0
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	-3,9	-4,4	0,8	-2,5	6,0	2,8	7,8	7,1
Equipo y Maquinaria	-3,9	-4,4	0,7	-2,5	5,8	2,9	7,8	7,1
Construcción	-9,7	-4,1	-10,2	-3,9	-3,8	0,2	3,1	3,3
Vivienda	-8,7	-3,4	-8,4	-3,0	-3,4	1,0	5,0	3,6
Otros edificios y Otras Construcciones	-10,6	-4,8	-11,8	-4,9	-4,2	-0,7	1,5	2,9
Variación de existencias (*)	0,0	-0,5	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	-4,1	-2,1	-2,8	-0,9	0,4	0,8	2,0	1,7
Exportaciones	2,1	2,7	5,2	1,2	6,5	3,5	6,7	4,9
Importaciones	-5,7	-0,8	0,3	0,2	5,2	3,3	7,4	5,1
Saldo exterior (*)	2,5	1,5	1,6	0,5	0,6	0,3	-0,1	0,2
PIB pm	-1,6	-0,6	-1,2	-0,4	0,9	1,1	1,9	1,9
Pro-memoria								
PIB sin inversión en vivienda	-1,2	-0,5	-0,8	-0,2	1,2	1,1	1,8	1,8
PIB sin construcción	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	1,5	1,2	1,8	1,7
Empleo total (EPA)	-4,5	-0,7	-3,1	-0,8	0,4	0,1	1,0	0,7
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	25,0	11,4	26,4	12,1	25,6	12,0	24,8	11,6
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	-1,1	1,2	0,9	2,1	1,6	2,1	1,7	2,0
Saldo de las AA.PP (% PIB) (**)	-6,8	-3,7	-7,0	-2,8	-5,8	-2,4	-5,1	-2,1
IPC (media periodo)	2,4	2,5	1,4	1,4	0,5	1,0	1,0	1,4

(*) contribuciones al crecimiento

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

(p): previsión