

Europa: camino de la recuperación con desafíos estructurales

Jorge Sicilia, Economista Jefe Grupo BBVA

Junio 2014

A decorative horizontal bar at the bottom of the slide, consisting of several horizontal stripes in various shades of blue, ranging from a very light blue at the bottom to a dark blue at the top.

Índice

1. El entorno global

2. El ciclo económico en Europa, la desinflación y el BCE

3. Unión Bancaria

4. Desequilibrios

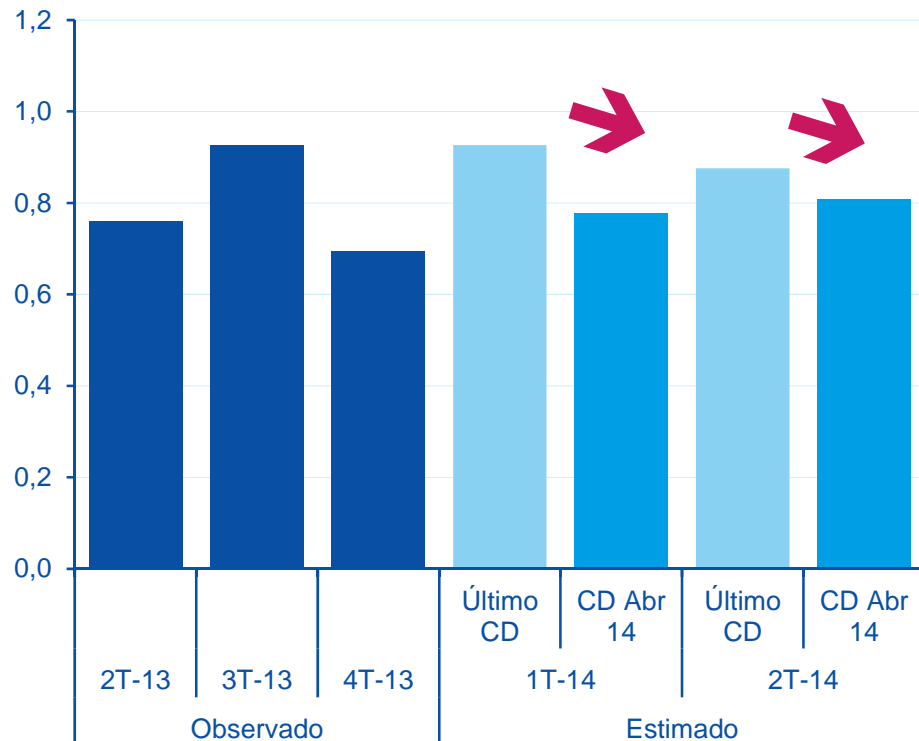
5. Elecciones en Europa, una primera aproximación

Ciclo mundial: el crecimiento se mantiene en torno al 0,8% trimestral en la primera mitad del año

Crecimiento del PIB mundial (% t/t)

Basado en BBVA-GAIN

Fuente: BBVA Research



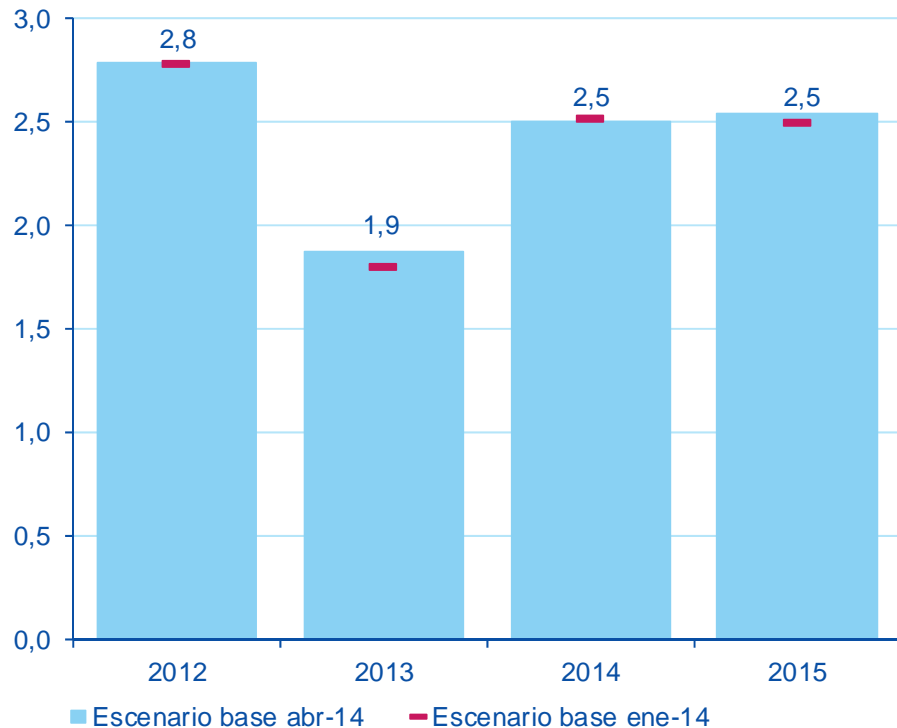
En general, el mayor crecimiento de las economías desarrolladas compensa en parte el menor crecimiento de las economías emergentes

La reducción de las tensiones financieras apoya un entorno de crecimiento gradual

EE.UU.: los datos disponibles están en línea con un crecimiento en torno al 2.5%,

EE. UU.: crecimiento del PIB (% a/a)

Fuentes: BBVA Research, BEA



La caída del PIB en el primer trimestre del año será breve (relacionada con el mal tiempo)

EE.UU. ya recuperó a finales de 2012 el PIB per cápita de finales del 2007 y el apalancamiento de las familias ha pasado ya del 95 al 75%

Los países emergentes son muy sensibles a la normalización monetaria en EEUU

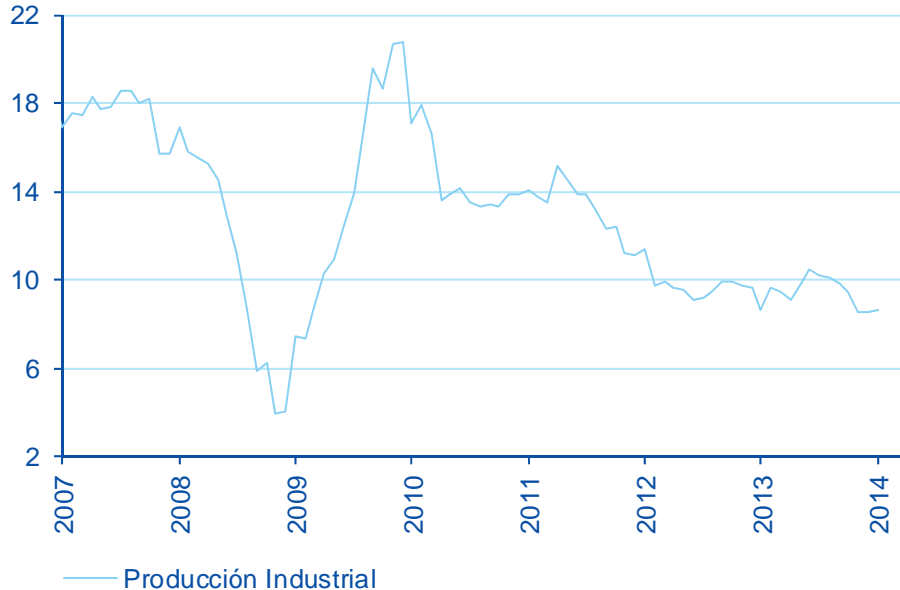
China: el crecimiento irá hacia el 7% más centrado en la creación de empleo y en sus reformas

China está perdiendo impulso desde 2010 ...

... con unas autoridades que “estimulan” con mucho más cuidado

China: producción industrial (% a/a)

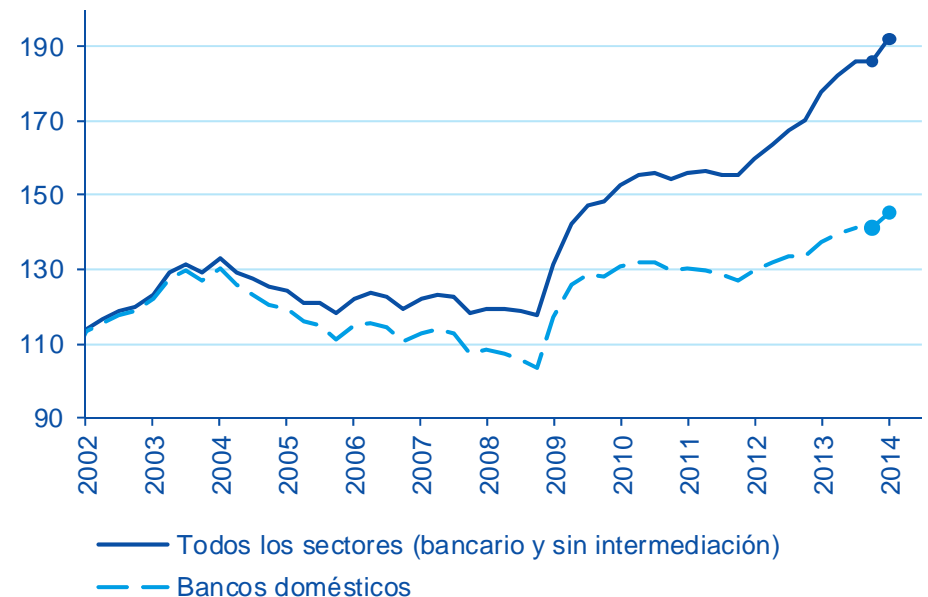
Fuentes: Haver y BBVA Research



China: deuda en el sector privado no financiero

Deuda total como % del PIB

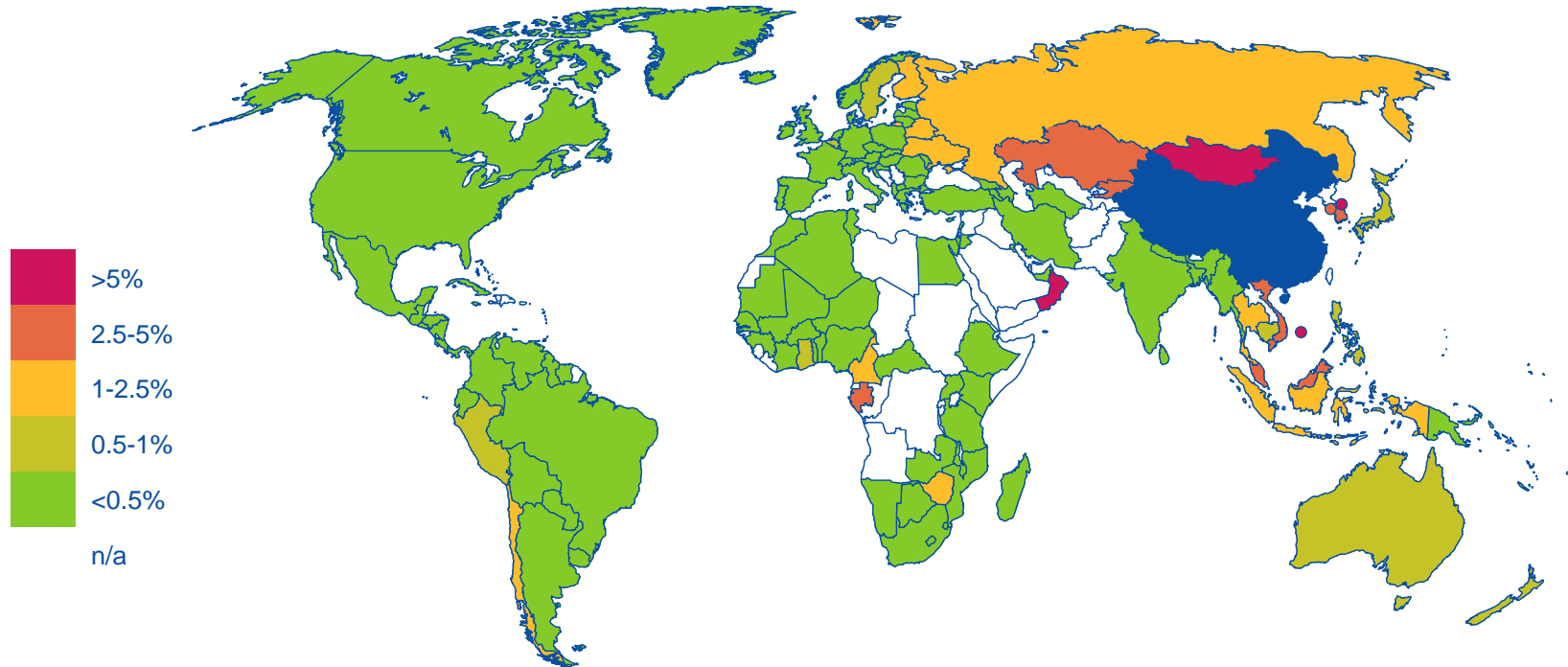
Fuentes: BBVA Research, BIS y OCDE



China: impacto económico de una desaceleración

Exportaciones a China en % PIB en 2000

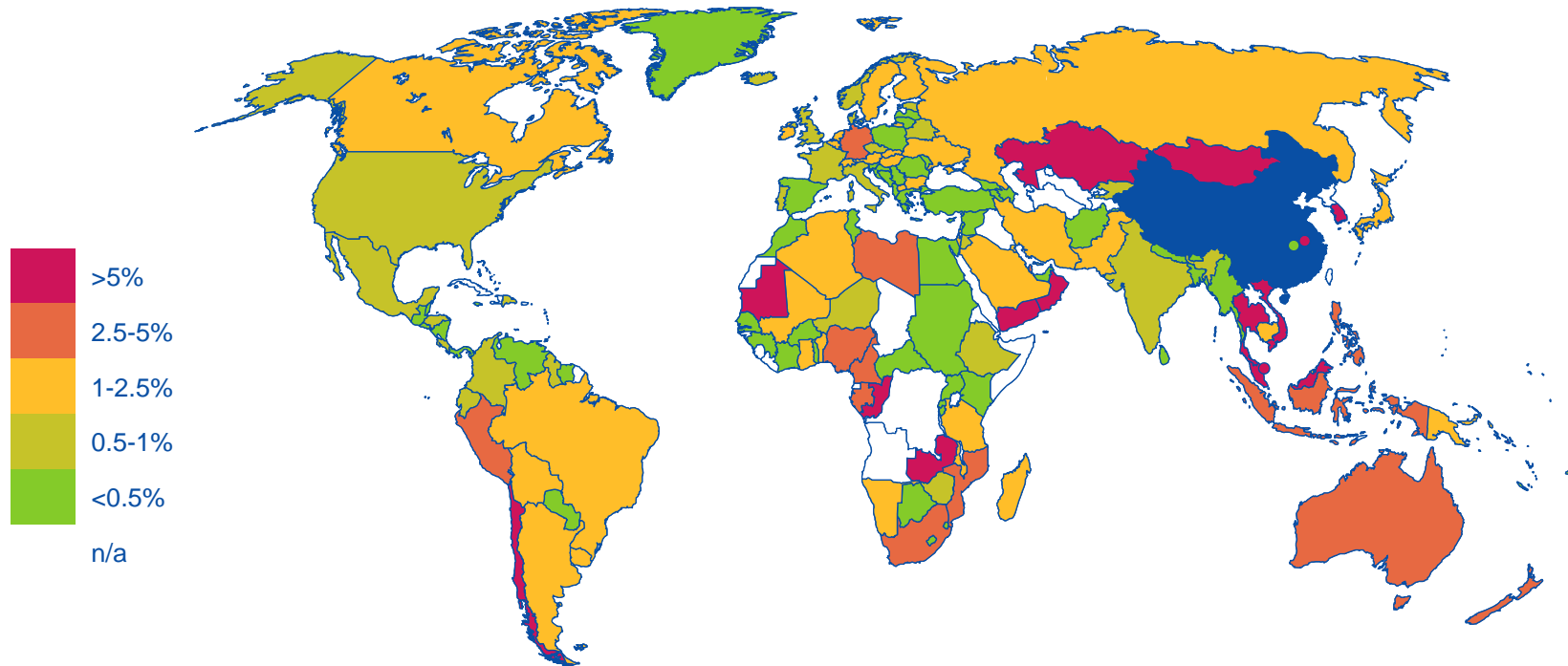
Fuente: BBVA Research, Comtrade y World Bank



China: impacto económico de una desaceleración

Exportaciones a China en % PIB en 2012

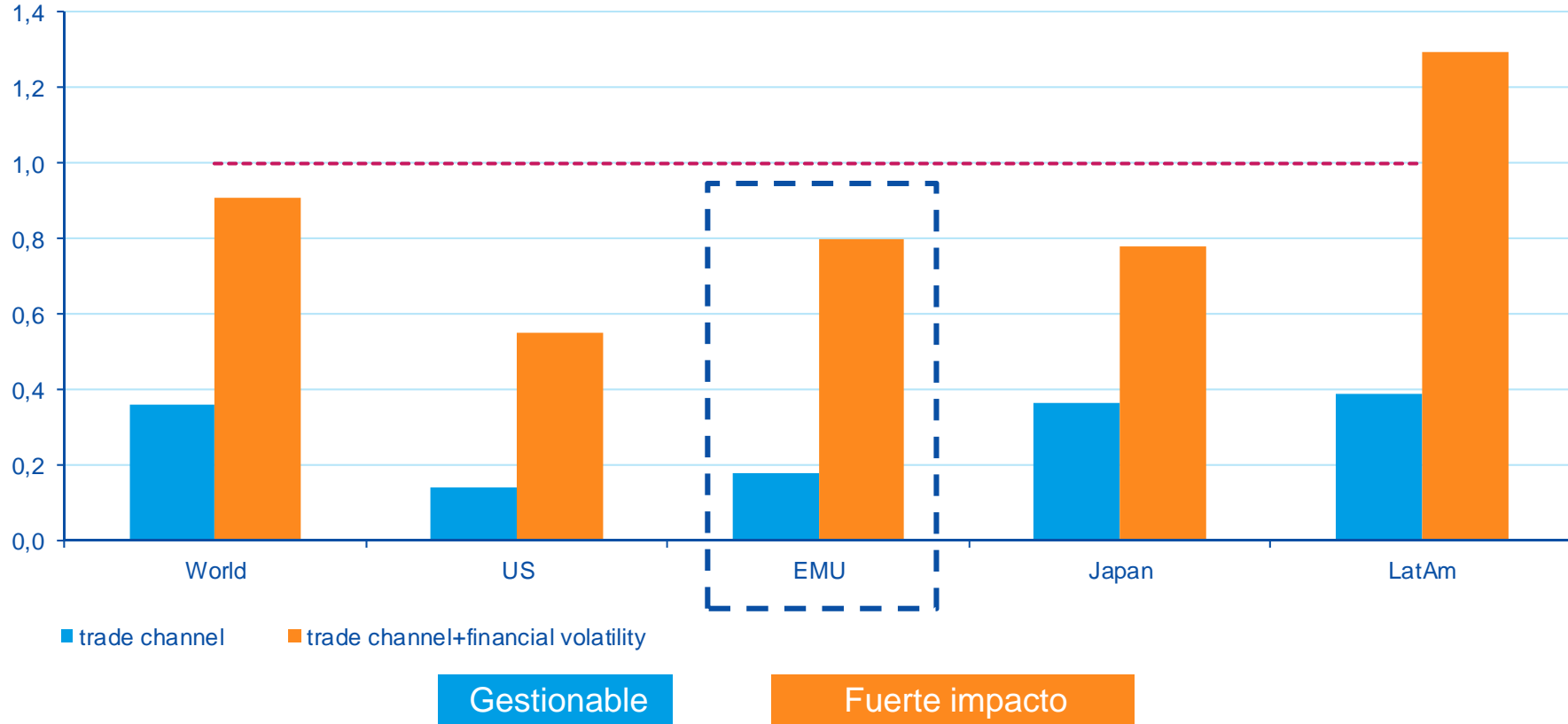
Fuente: BBVA Research, Comtrade y World Bank



China: impacto económico de una desaceleración

Crecimiento del PIB: ranking de impacto en áreas económicas

Fuente: BBVA Research



Índice

1. El entorno global

2. El ciclo económico en Europa, la desinflación y el BCE

3. Unión Bancaria

4. Desequilibrios

5. Elecciones en Europa, una primera aproximación

Motores del (lento) crecimiento de la zona euro

1) Los datos disponibles son mejores, en especial la confianza

2) El entorno financiero ha mejorado, especialmente en la periferia

3) La política fiscal es menos restrictiva

4) La política monetaria es flexible y el BCE ofrecerá más apoyo esta semana

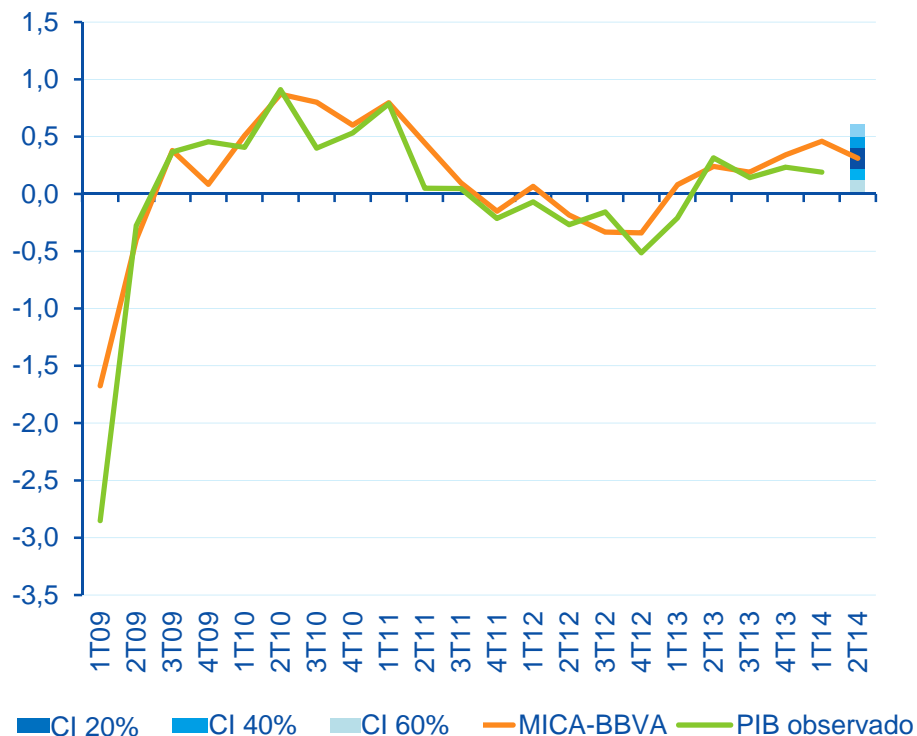
5) La unión bancaria avanza según lo previsto

6) El entorno externo es más o menos favorable, pero el tipo de cambio del euro es elevado

Los datos disponibles son positivos: ...pero el PIB del primer trimestre ha sido algo decepcionante

Modelo MICA-BBVA del PIB a corto plazo (% t/t)

Fuentes: Haver y BBVA Research



Estimación preliminar del PIB 1T14 de 0,2% t/t (BBVA Research: 0,4%), con Alemania fuerte y sorpresas negativas en Italia y Francia

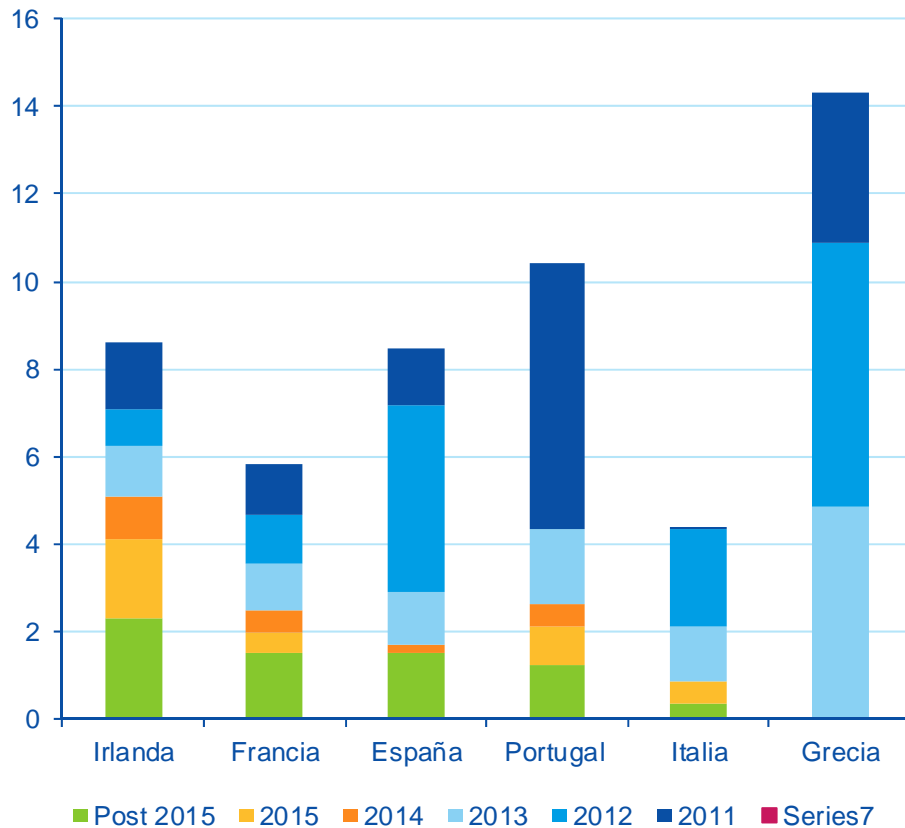
Las menores tensiones financieras en los países periféricos afectarán positivamente al crecimiento de la zona euro

En el 2T14 el MICA-BBVA señala un 0.3% t/t, en línea con nuestra proyección de un crecimiento trimestral del 0,2%

La política fiscal es menos restrictiva que en años anteriores

Ajuste del déficit público estructural 2010-2015 (% PIB)

Fuente: BBVA Research



El ajuste del déficit estructural fue menor en 2013 que en años anteriores

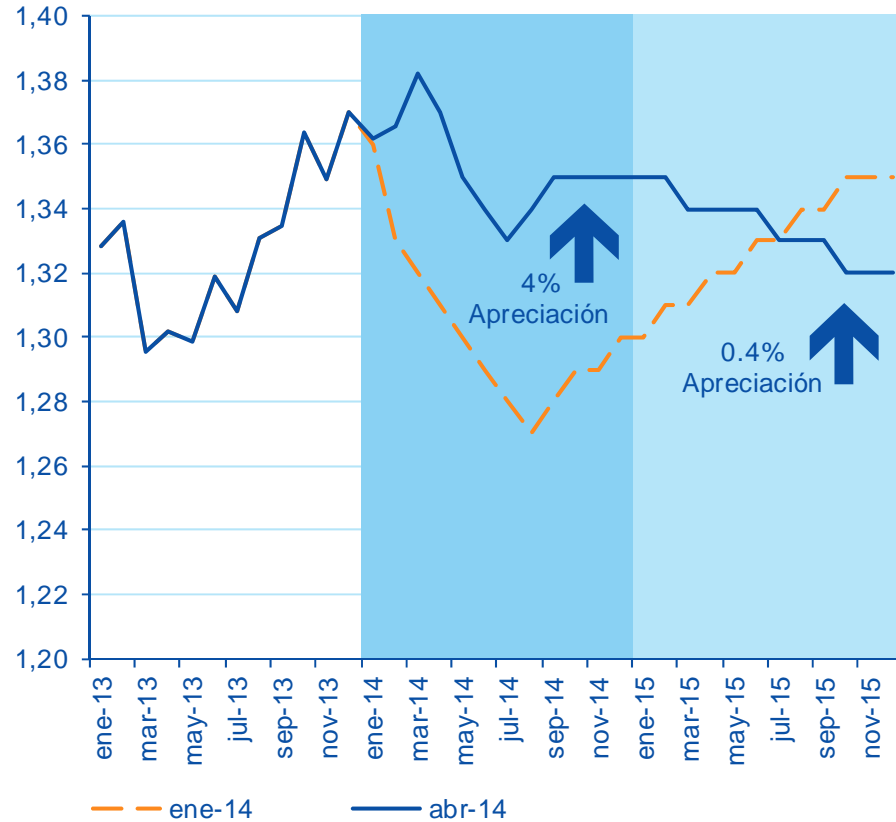
El déficit estructural después de 2015 seguirá siendo positivo y necesitará un nuevo ajuste para cumplir la consolidación fiscal

Las condiciones financieras se han relajado enormemente

Entorno externo positivo, pero con dudas acerca del impacto de China y de un tipo de cambio elevado

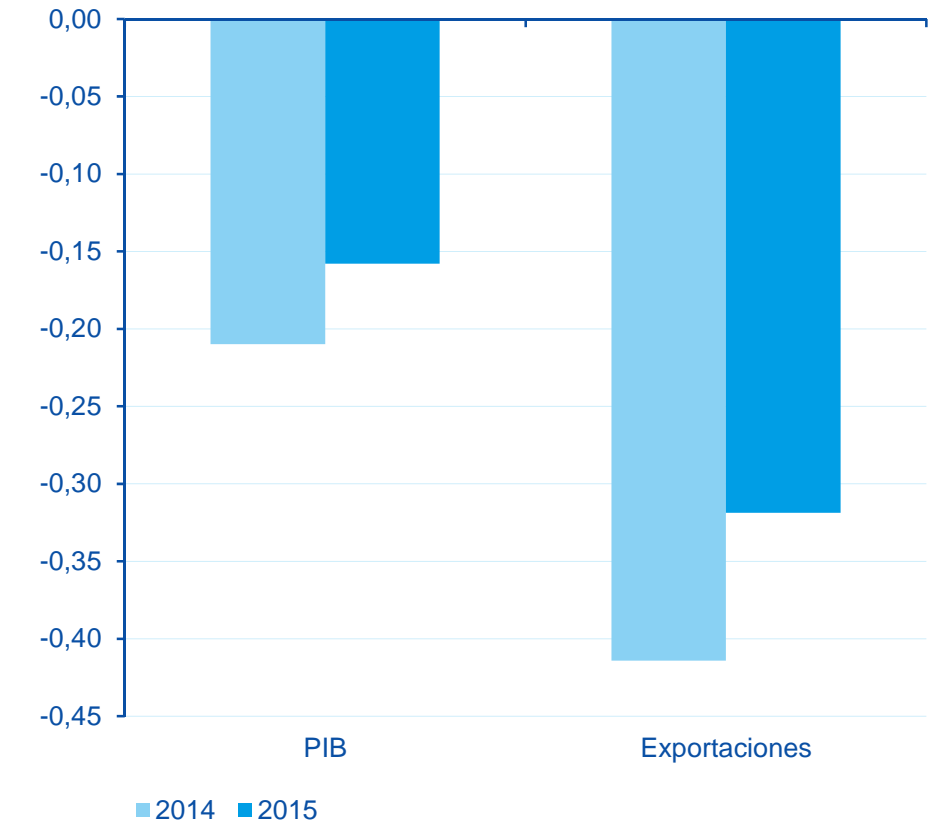
Tipo de cambio dólar/euro

Fuente: BBVA Research



Impacto de la fortaleza del euro en el PIB y las exportaciones (pp)

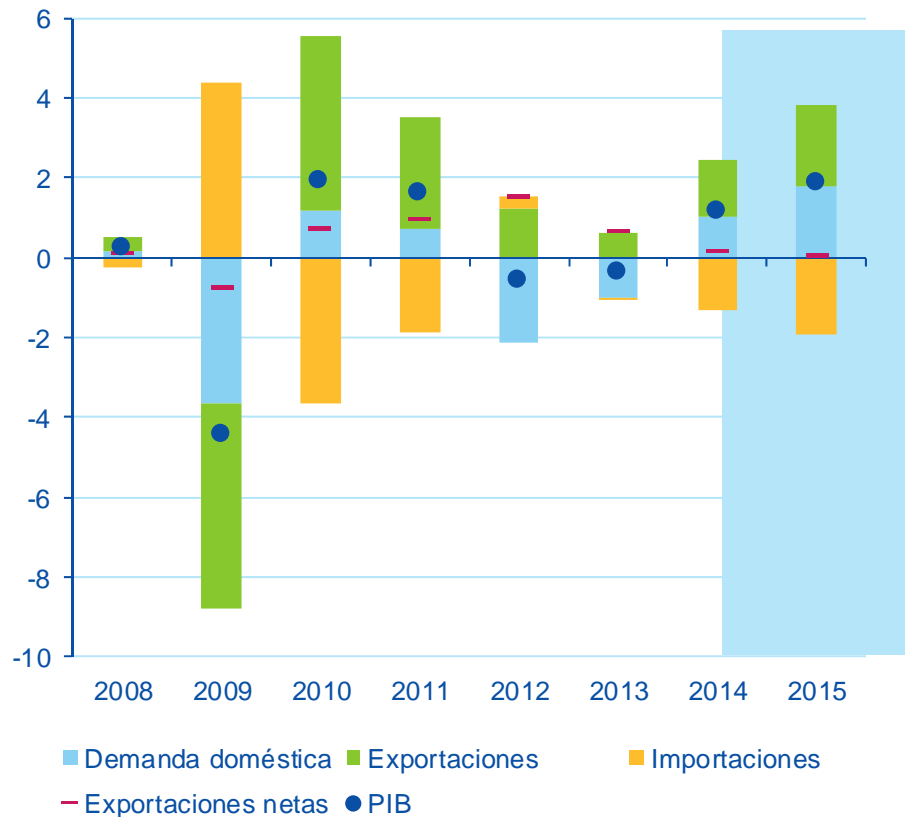
Fuente: BBVA Research



Previsiones: recuperación gradual en 2014; la demanda interna juega un papel cada vez mayor

UEM: aportación anual al crecimiento del PIB (pp)

Fuentes: Eurostat y BBVA Research

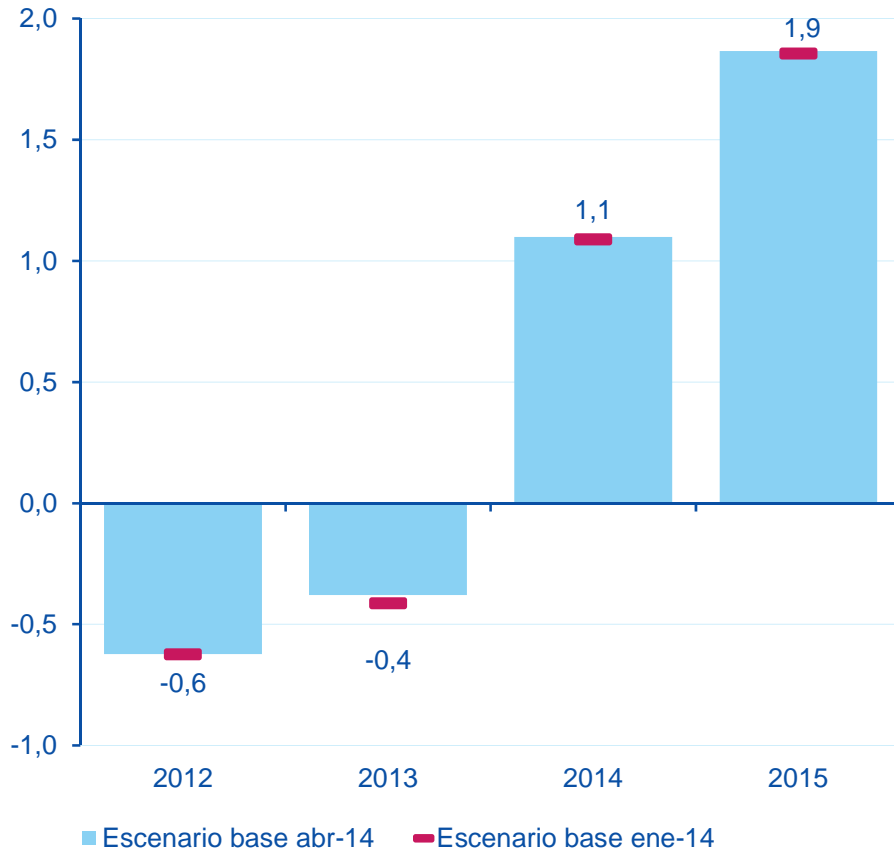


	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
Actividad económica				
PIB REAL (% a/a)	-0,6	-0,4	1,1	1,9
Cons. privado	-1,4	-0,7	0,8	1,3
Cons. público	-0,6	0,1	0,3	0,7
Inversión	-3,8	-2,9	3,1	5,1
Demanda interna (aportación al %)	-2,1	-1,0	1,0	1,8
Exportaciones	2,7	1,4	3,1	4,2
Importaciones	-0,8	0,0	3,1	4,6
Demanda externa (aportación al %)	1,5	0,6	0,1	0,0
Sector exterior				
Saldo cuenta corriente (% PIB)	1,2	2,3	2,2	2,1
Finanzas públicas				
Balance del gobierno general (% PIB)	-3,7	-3,0	-2,6	-2,1
Precios				
IPC, % promedio	2,5	1,4	0,9	1,3
PIB REAL (% a/a)	-0,6	-0,4	1,1	1,9

Previsiones: recuperación gradual en 2014; la demanda interna juega un papel cada vez mayor

Eurozona: Crecimiento del PIB (YoY)

Fuente: BBVA Research



La demanda doméstica aportará al crecimiento en 2014 , especialmente la inversión

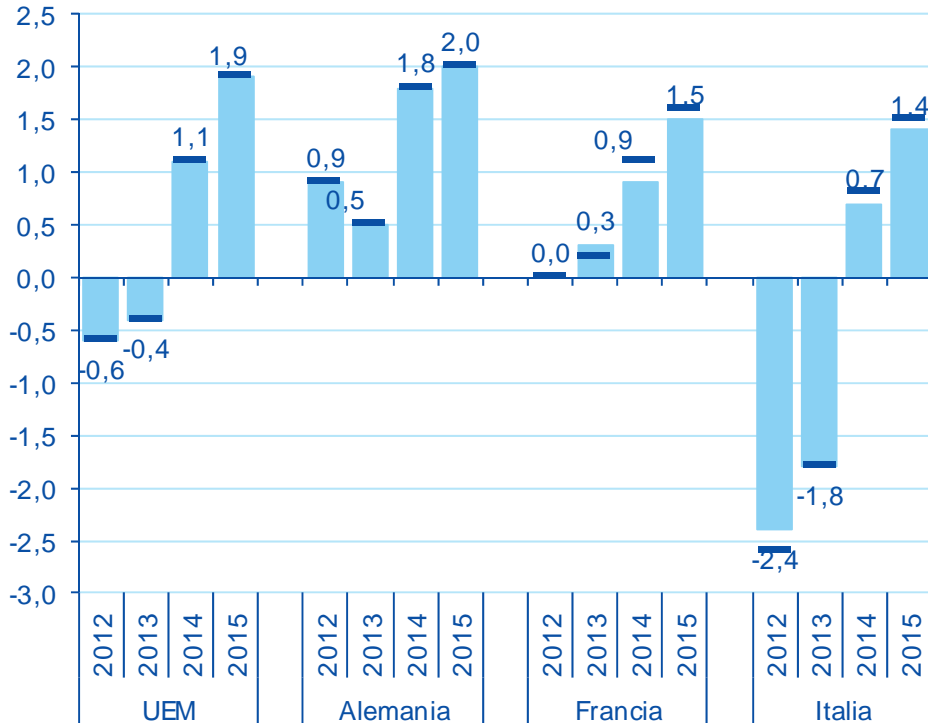
La fortaleza del euro reducirá la contribución de la demanda externa al crecimiento

El canal del crédito se activará más bien a partir de 2015 cuando termine el stress test del sector bancario

Por países: Alemania seguirá creciendo por encima del resto

Previsiones del PIB por país (%)

Fuentes: Eurostat y BBVA Research



■ Nueva proyección (abr-14)

- Última proyección (feb-14)

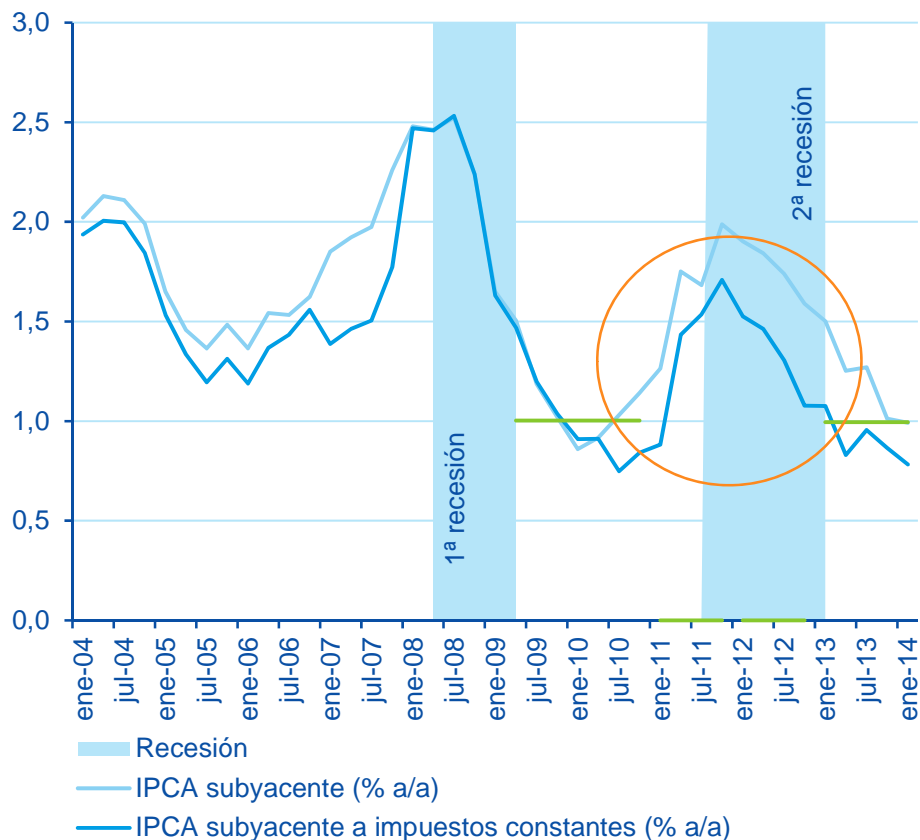
Por países, Alemania es el más avanzado en la recuperación

Francia e Italia convergerán en 2015

La fuerte recesión, especialmente en la demanda interna, ha pesado sobre los precios desde 2009

Zona euro: inflación subyacente (% a/a)

Fuentes: Eurostat y BBVA Research



La inflación ha caído acorde con la pasada recesión

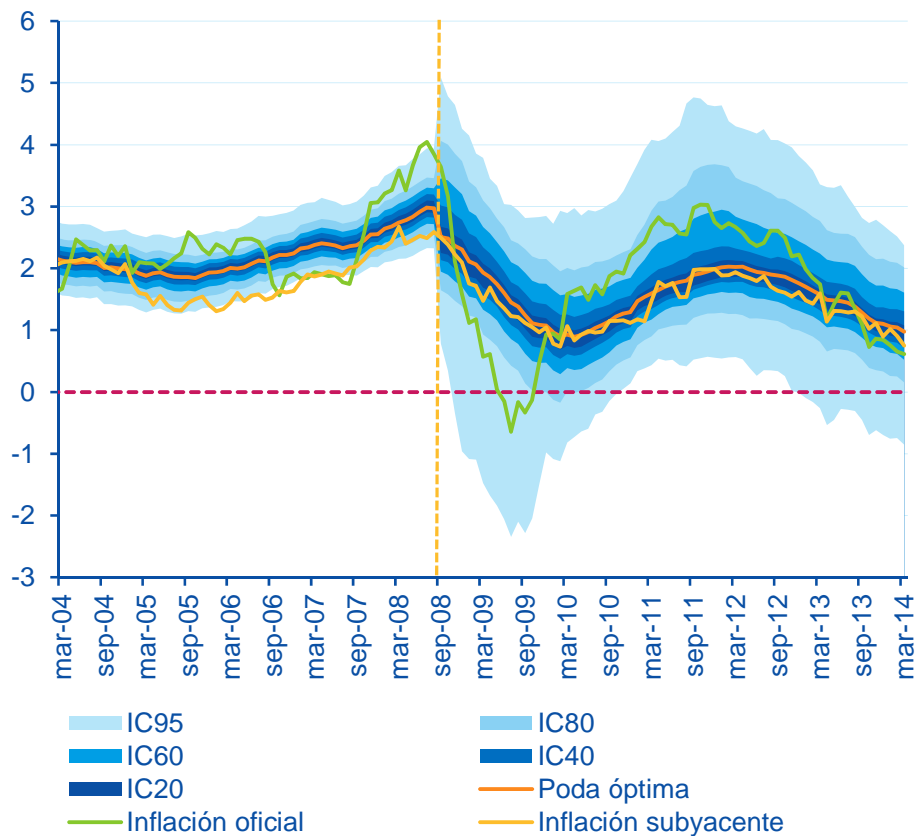
La vuelta atrás de los recientes aumentos de impuestos también ha repercutido en la desinflación

La inflación no va a regresar al 2% en los próximos 2 años, pero el riesgo de deflación es también relativamente bajo

Una inflación muy baja durante un periodo de tiempo prolongado es delicada por su impacto en expectativas

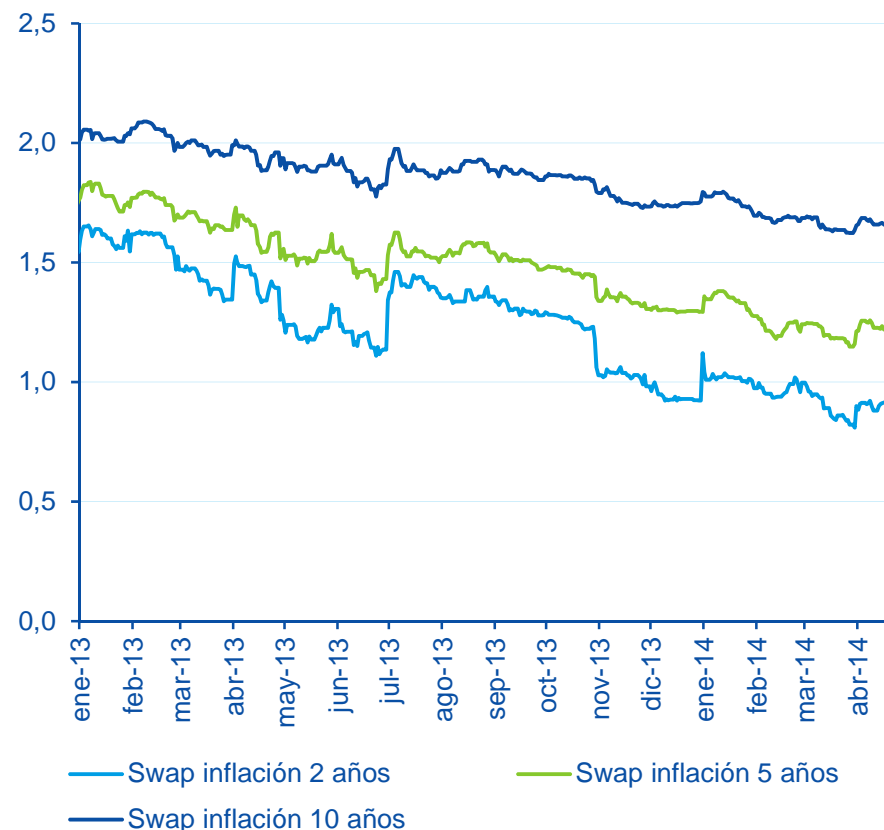
Zona euro: inflación (% a/a)

Fuente: BBVA Research



Zona euro: expectativas de los swaps de inflación (%)

Fuentes: Bloomberg y BBVA Research



La función de reacción del BCE: todavía un equilibrio demasiado delicado

Evento	Respuesta del BCE	¿Qué esperamos?
Tensión inesperada de la curva monetaria	Bajada de todos los tipos de interés en el corredor, provisión de liquidez ilimitada	En junio: bajada del tipo de referencia y tipo de depósito en negativo
Problemas de transmisión de la política monetaria	Operación de liquidez condicionada al crédito, compra de ABS...necesitan acciones con impacto heterogéneo para reactivar el mecanismo de transmisión	En junio: Anuncio de medidas a tomar a futuro:, compra de ABS, liquidez a muy largo plazo asociada al crédito (¿a tipo fijo?), no esterilización
Empeoramiento de las expectativas de baja inflación	Expansión cuantitativa de balance	No en junio: Compra de bonos soberanos y crédito privado tras el stress test del BCE

QE: ¿A través de qué canales?

Conclusions from recent experiences

Señalización

El anuncio postpone la fecha esperada de subida de tipos en 6 meses

Objetivo

En QE1 de Estados Unidos explicó entre el 50 y el 70% de la caída del tipo a 10 años en EEUU

Liquidez

Este canal sube los tipos de interés de aquellos activos con "premio"

Crédito

Impacto mayor en activos con riesgo de crédito alto con un efecto multiplicador al fortalecer el balance de los bancos

Inflación

Su eficacia está en cuestión salvo que el sector bancario esté roto

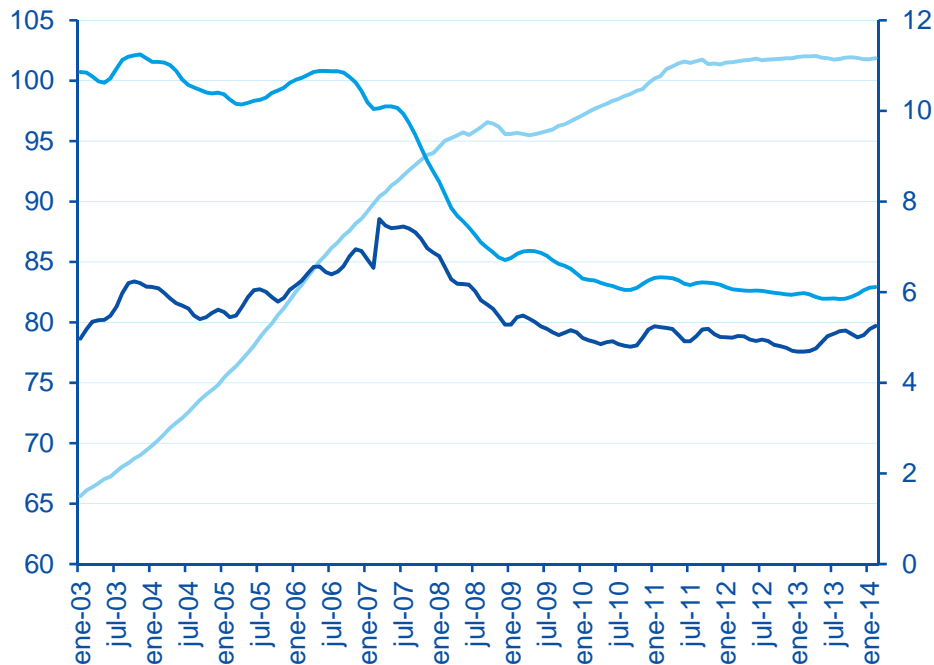
Problemas legítimos a la hora de pensar en QE

- Cómo hacer para que reduzca la fragmentación?
- Cuan relevante es el riesgo moral?
- Hay apoyo?

Los nuevos préstamos a los hogares se recuperan lentamente, en línea con el consumo...

Zona euro: stock de préstamos a los hogares

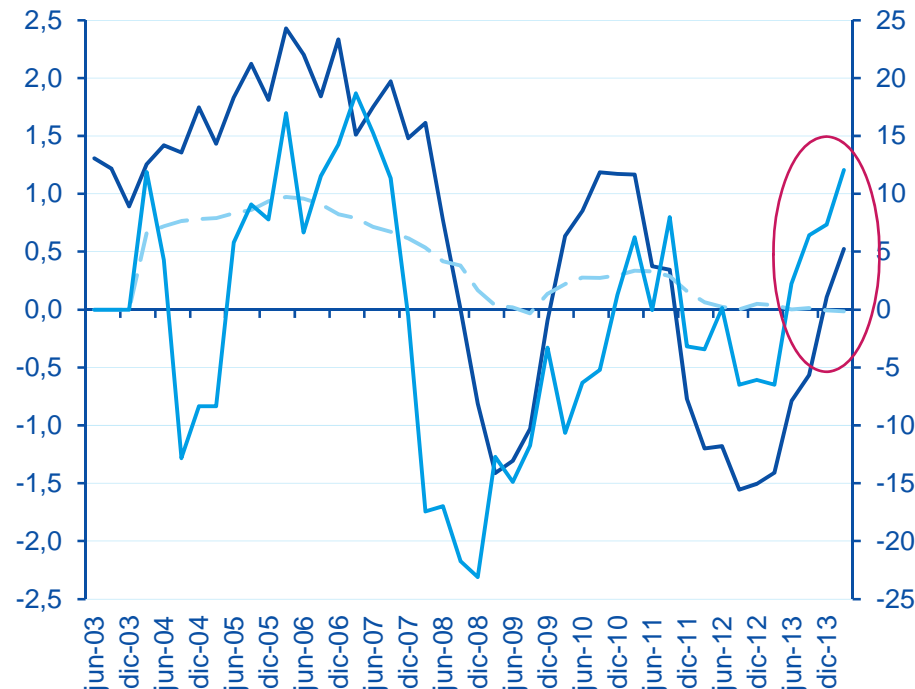
Fuentes: Eurostat y BBVA Research



- Préstamos a los hogares (Saldo, cve, Dic2010=100, izda)
- Nvos.préstamos al cons. 1-5 años tasa inicial fija (Tend., Mil.EUR, dcha)
- Nvos.préstamos al cons. >5 años tasa inicial fija (Tend., Mil.EUR, dcha)

Zona euro: crecimiento de los préstamos a los hogares y consumo privado (% a/a)

Fuentes: Eurostat y BBVA Research

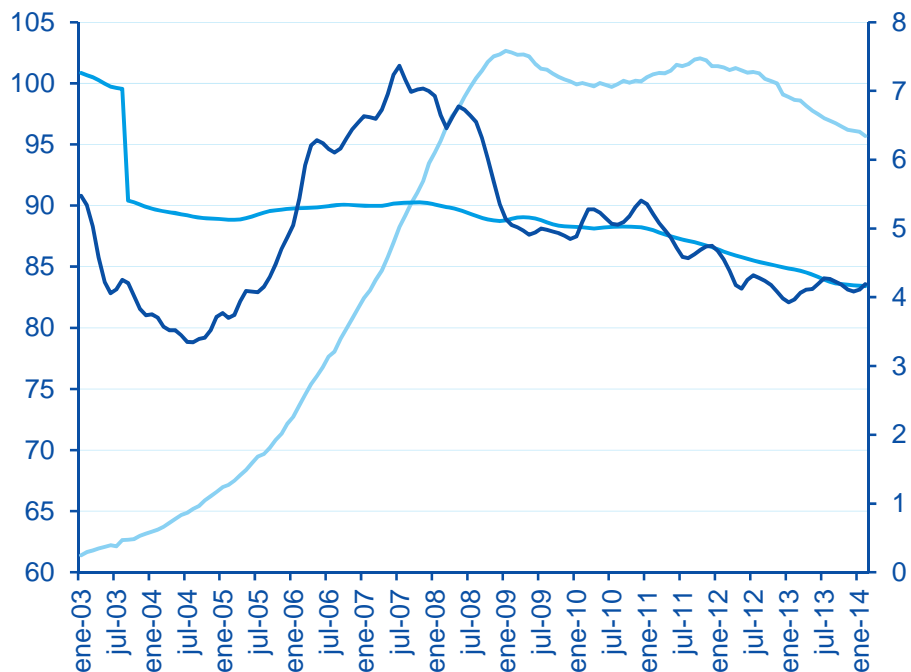


- Consumo privado
- Saldo préstamos a hogares (dcha)
- Nvos.préstamos al cons. >5 años tasa inicial fija (dcha)

... pero la recuperación de los préstamos a las empresas todavía es muy incipiente

Zona euro: préstamos a empresas no financieras

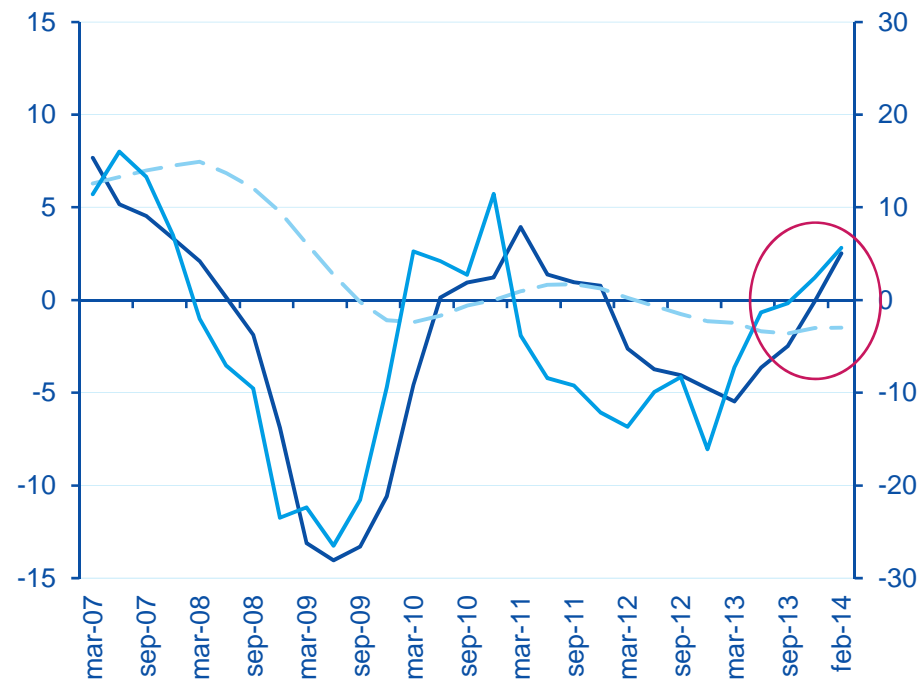
Fuentes: Eurostat y BBVA Research



- Préstamos a corporaciones no financieras (Saldo, cve, Dec2010=100, izda)
- Nvos. préstamos corp. no financ. 1-5 años tasa inicial fija (Tend., Mil.EUR., dcha)
- Nvos. préstamos corp. no finan >5 años tasa inicial fija (Tend, Mil.EUR., dcha)

Zona euro: préstamos a empresas no financieras e inversión (% a/a)

Fuentes: Eurostat y BBVA Research



- Inversión
- Préstamos a corporaciones no financieras (Saldo, dcha)
- Nvos. préstamos corp. no finan >5 años tasa inicial fija (dcha)

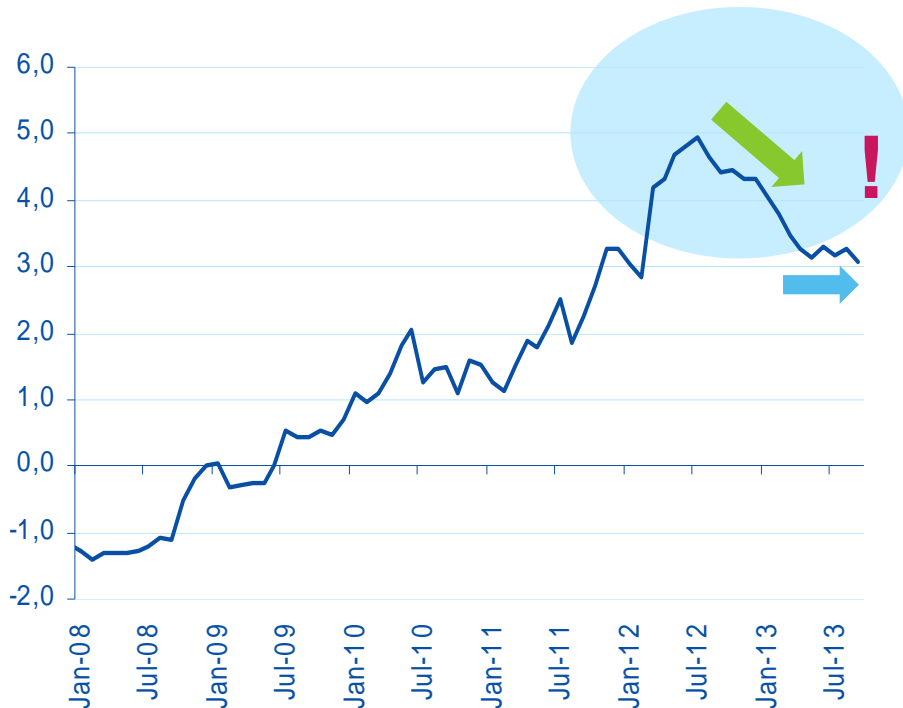
Índice

1. El entorno global
2. El ciclo económico en Europa, la desinflación y el BCE
- 3. Unión Bancaria**
4. Desequilibrios
5. Elecciones en Europa, una primera aproximación

La fragmentación actual es incompatible con el funcionamiento de una unión monetaria

Medida compuesta de la fragmentación financiera en la zona euro

Fuente: BBVA Research y Bloomberg



Necesitamos una unión bancaria:

Para romper el círculo vicioso soberano y bancario

Para reforzar la deficiente arquitectura institucional del euro

Para restaurar el canal de transmisión de la política monetaria

La unión monetaria se está reforzando con nuevos mecanismos e instituciones



Fiscal compact: reforzamiento de la supervisión y corrección de los desequilibrios fiscales nacionales

OMT: operaciones de política monetaria del BCE orientadas a contrarrestar ataques especulativos a soberanos

ESM: rescate a soberanos con condicionalidad supranacional

Banking Union (BU): supervisión y regulación supranacional del sistema bancario que debilita la dependencia con el soberano

La Unión Bancaria de un vistazo

La construcción de un marco supranacional robusto

Pilar III ?



La evaluación global de los balances de los bancos es el evento fundamental en 2014

Se compone de 3 pilares

Evaluación de riesgos para examinar los riesgos principales, incluidos la liquidez, el apalancamiento y la financiación

Análisis de la calidad de los activos (AQR) para examinar la calidad de los activos de los bancos, la valoración de las garantías y las provisiones

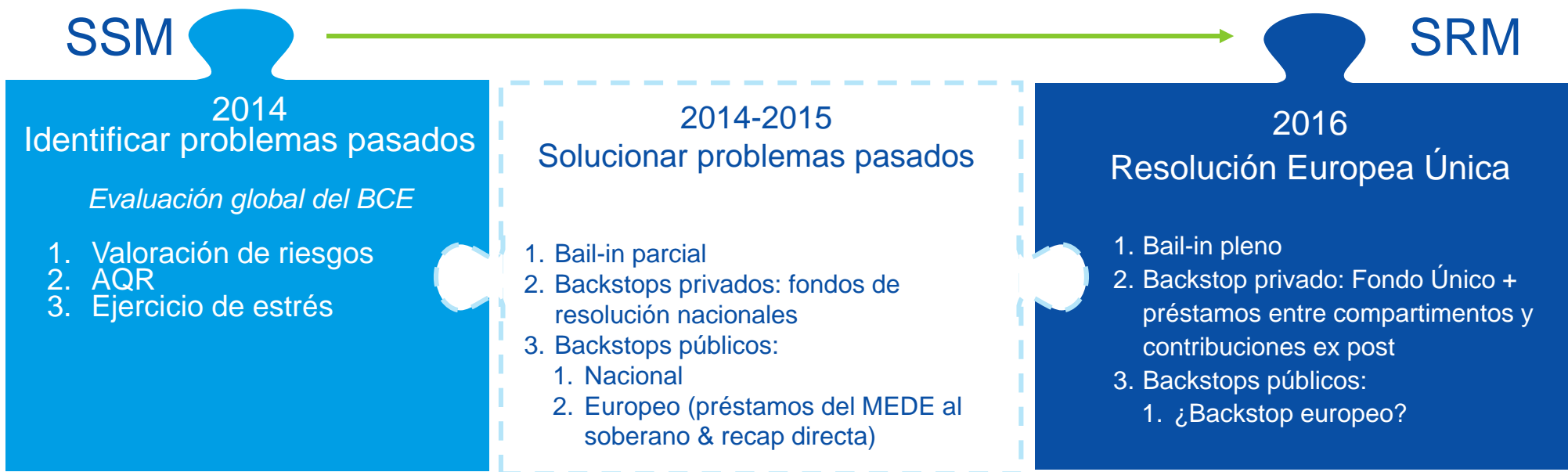
Prueba de solvencia para examinar la solidez del balance de los bancos ante escenarios de estrés

El ejercicio debe ser lo suficientemente estricto como para disipar cualquier duda sobre la solidez de los balances

Debe prestarse atención en especial al AQR, ya que la mayoría de las dudas son sobre la situación actual de los balances

Ahora el SSM requiere de contraparte creíble: el SRM

Es necesario resolver los problemas pasados antes de mutualizar pérdidas



Nuevo marco de resolución en la Zona Euro

1. Autoridad Única de Resolución (SRB)

Desde 2015, salvo funciones de resolución (2016)



2. Fondo Único de Resolución desde 2016

Nivel objetivo (€55bn) en 8 años

Mutualización progresiva de fondos

Fuente: Comisión Europea



Compartimentos nacionales fusionados por completo en 8 años (40%, 20%, 6,7%...)

A modo de resumen rápido de la Unión bancaria

Llevará tiempo romper el círculo soberano bancario: lo “terminará” la supervisión

Ha contenido el proceso de fragmentación (ha puesto el puente que necesitaba para defender el euro)...

... pero hay que completarla con un fondo único de garantía de depósitos y avanzar hacia una integración económica, fiscal y política

Este proyecto no está para resolver y pagar problemas del pasado, solo del futuro...

... pero hay que limpiar los balances bancarios sin ningún atisbo de duda

El SSM es un cambio radical de cómo se supervisa y vigila al sector bancario en Europa...

... pero tiene que construir la relación con otros países (home-host). El mismo reto que tienen otras instituciones, como en EEUU

Bajo el SRM los bancos se tendrán que resolver en un fin de semana con fondos privados

...pero todavía restan dudas acerca del uso del backstop público que es necesario disipar (¡no se hará pronto!)

Índice

1. El entorno global
2. El ciclo económico en Europa, la desinflación y el BCE
3. Unión Bancaria
- 4. Desequilibrios**
5. Elecciones en Europa, una primera aproximación

Mapa de calor de los desequilibrios macroeconómicos

	Deuda pública	Déficit público*	Tasa de desempleo	Cuenta corriente	Posición de inversión internacional neta	Tipo de cambio real efectivo	Coste laboral unitario nominal	Deuda de los hogares	Deuda de las empresas no financieras	Crédito a hogares	Crédito a empresas no financieras
	% del PIB 4T-2013	% del PIB 2013	Último	% del PIB 2013	% del PIB 4T-2013**	Cambio % 3 años Sep. 2013	Cambio % 3 años Último	% del PIB Último	% del PIB Último	Cambio % anual Marzo 2014	Cambio % anual Marzo 2014
Eurozona	92,7	-2,8	11,8	2,4	-12,2	1,0	3,9	63,9	81,5	-0,1	-3,0
GER	78,4	0,0	5,1	7,5	48,3	0,1	6,1	58,2	48,5	1,3	-0,2
FRA	93,5	-4,3	10,4	-1,4	-21,2	-0,7	5,2	56,7	84,0	2,4	0,2
AUT	74,5	-0,9	4,9	2,7	3,4	2,2	7,3	54,5	92,9	1,2	-0,7
BEL	101,5	-2,8	8,5	-1,6	44,0	0,5	8,6	56,5	92,4	8,8	0,1
NED	73,5	-2,5	7,2	10,4	53,0	1,5	6,4	127,9	91,5	-2,8	-1,0
FIN	57,0	-2,1	8,5	-1,1	15,8	1,9	8,5	65,4	92,5	2,2	6,2
ITA	132,6	-3,1	12,7	1,0	-30,0	2,0	4,3	45,3	81,0	-1,2	-4,7
SPA	93,9	-6,6	25,3	0,8	-98,2	0,8	-5,3	81,3	114,0	-4,4	-10,0
POR	129,0	-4,5	15,2	0,5	-118,7	0,2	-1,3	86,8	130,8	-3,9	-5,5
IRE	123,7	-6,7	11,8	6,6	-104,9	-2,4	-3,4	105,1	201,3	-2,9	-6,6
GRC	175,1	-2,1	26,5	0,7	-119,0	-3,9	-11,1	64,5	64,8	-3,1	-5,8
CYP	111,7	-5,2	17,4	-1,9	-85,7	0,1	-6,3	137,1	162,1	-7,3	-4,7
SLV	71,7	-4,3	9,7	6,3	-37,9	0,8	-0,8	29,6	74,0	-2,7	-15,8
SLK	55,4	-2,8	13,9	2,1	-65,1	3,0	0,8	28,3	44,8	10,7	0,8
DEN	44,5	-0,9	6,5	7,3	39,6	-1,4	3,8	139,2	97,9	-2,2	1,7
SWE	40,6	-1,1	8,1	6,2	-4,8	3,1	6,2	83,4	121,2	-2,1	-6,7
U.K.	90,6	-5,7	6,7	-4,4	-1,3	3,9	6,2	93,1	83,8	3,9	-5,0

Criterio de colores:

Mayor de 130	Menor de -6	Mayor de 16	Menor de -6	Menor de -100	Mayor de 6	Mayor de 9	Mayor de 110	Mayor de 140	Mayor de 10	Mayor de 10
110/130	-6/-5	13/16	-6/-4	-100/-50	4/6	6/9	90/110	120/140	7/10	7/10
90/110	-5/-4	10/13	-4/-2	-50/0	2/4	3/6	75/90	100/120	4/7	4/7
60/90	-4/-3	7/10	-2/0	0/20	0/2	0/3	60/75	80/100	0/4	0/4
Menor de 60	Mayor de -3	Menor de 7	Mayor de 0	Mayor de 20	Menor de 0	Menor de 0	Menor de 60	Menor de 80	Menor de 0	Menor de 0

*Excluyendo ayudas al sector financiero

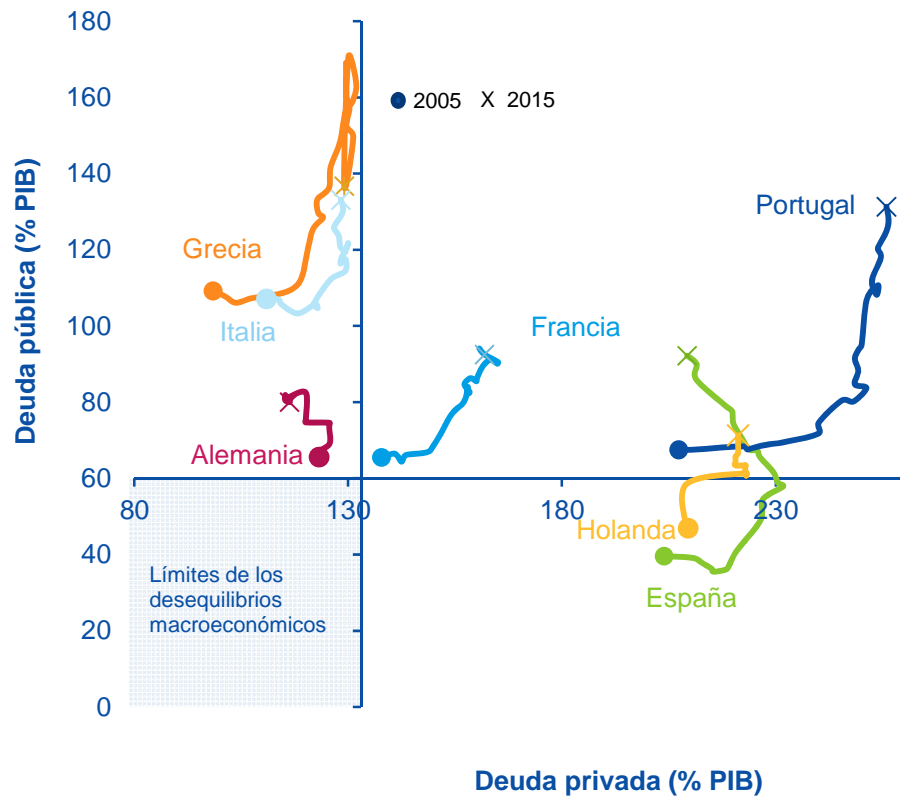
**Dato de Francia: 4T-2012

Fuente: Eurostat, BCE, Haver y BBVA Research

Todavía no está presente el desapalancamiento, con excepciones

Deuda pública y privada 2005-2015 (% PIB)

Fuentes: Eurostat y BBVA Research



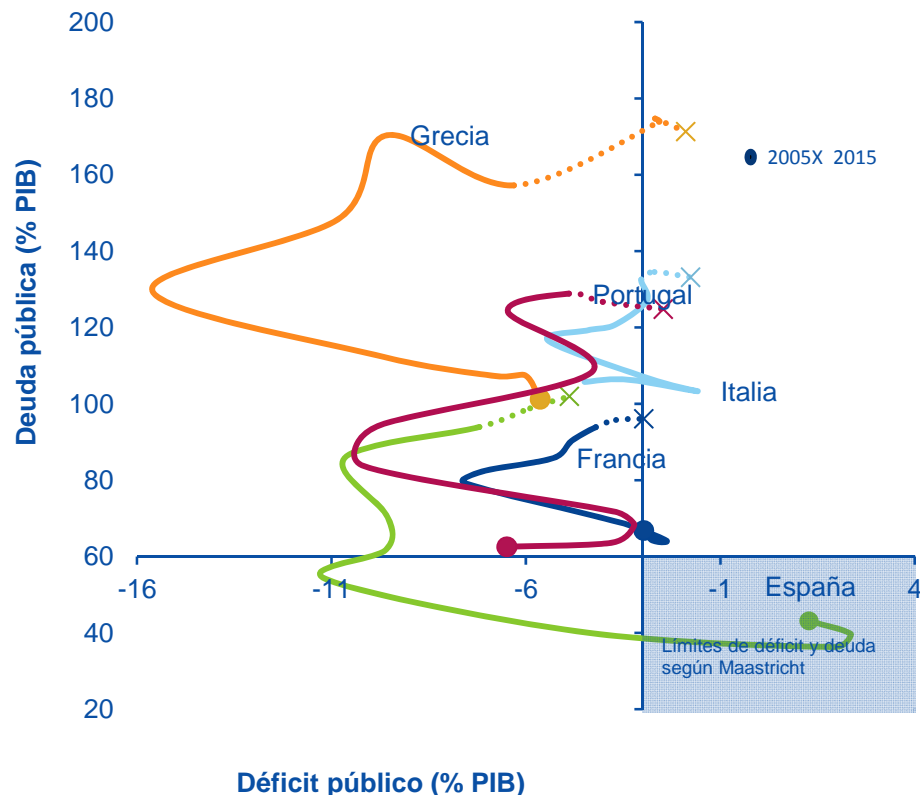
La deuda privada se ha estabilizado y ha empezado a caer en España

Los países periféricos han experimentado incrementos de la deuda mucho mayores que los centrales durante la crisis

Los países periféricos han reducido los déficits públicos pero las deudas públicas siguen creciendo

Deuda y déficit del gobierno 2005–2015

Fuente: FMI



El ajuste del déficit ha sido grande, especialmente en los países sujetos al programa

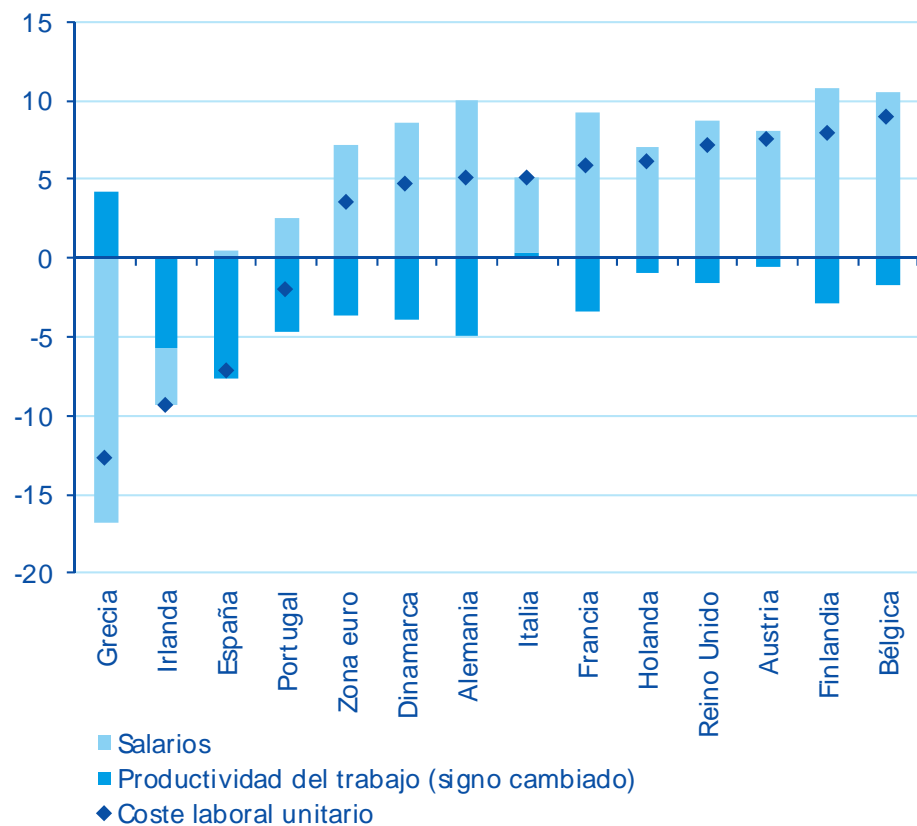
Pero los niveles de deuda aún no han empezado a caer

El retorno al crecimiento y una inflación más alta son fundamentales para un desapalancamiento rápido

Los costes laborales unitarios se han ajustado rápidamente en la periferia

Ajuste de costes laborales unitarios, 2009-2013 (%)

Fuentes: Haver y BBVA Research



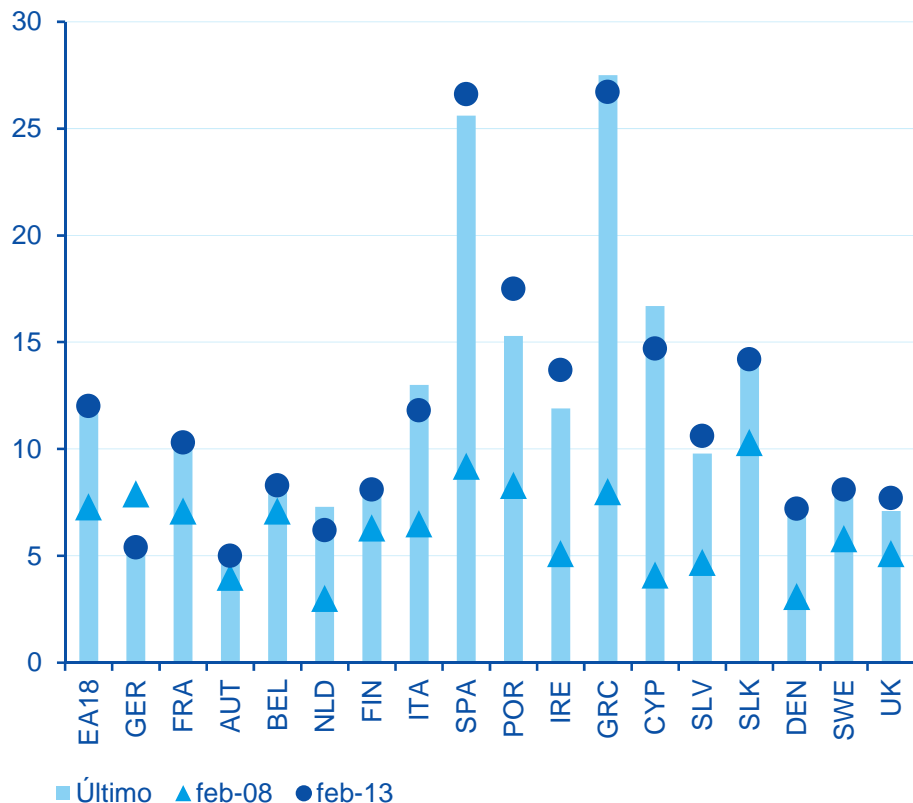
En algunos países dicho ajuste se debe a una mayor productividad provocada por la caída del empleo

La moderación salarial también ha jugado un papel, especialmente en comparación con los países centrales

Las tasas de paro continúan siendo muy elevadas

Desempleo desde el comienzo de la crisis (%)

Fuentes: Haver y BBVA Research



En algunos países dicho ajuste se debe a una mayor productividad provocada por la caída del empleo

La moderación salarial también ha jugado un papel, especialmente en comparación con los países centrales

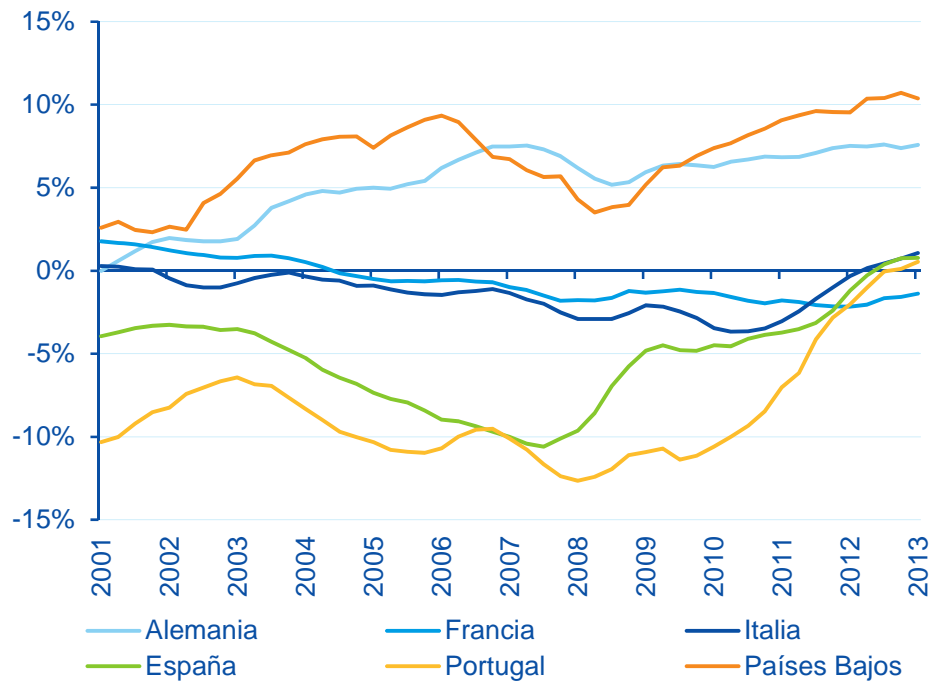
Las cuentas corrientes se han ajustado mucho más rápido de lo previsto

La mayoría de los países de la zona euro están ahora en superávit (excepto Francia)

Parte del ajuste se debe a la recesión (menos importaciones), pero las exportaciones también han jugado un papel importante

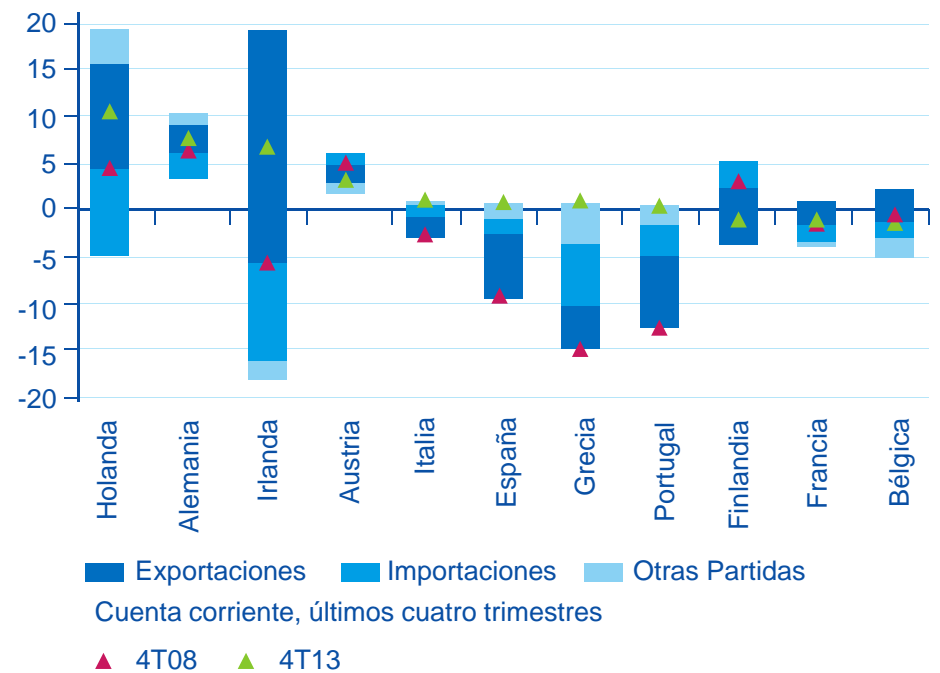
Cuenta corriente (% del PIB)

Fuentes: Eurostat y BBVA Research



Cuenta corriente (% del PIB)

Fuentes: Eurostat y BBVA Research



Índice

1. El entorno global
2. El ciclo económico en Europa, la desinflación y el BCE
3. Unión Bancaria
4. Desequilibrios
- 5. Elecciones en Europa, una primera aproximación**

Resultados de las elecciones: partidos antisistema suben pero los tradicionales mantienen la mayoría

Europe	2014		2009	
Party	Votes %	Seats (Total 751)	Votes %	Seats (Total 766)
PPE (Centre-right)	28,4	213	35,8	274
S&D (Centre-left)	25,3	190	25,6	196
ADLE (Liberals)	8,5	64	10,8	83
Greens/ALE	7,1	53	7,4	57
CRE (conservatives)	6,1	46	7,4	57
GUE/NGL (Left)	5,6	42	4,6	35
EFD (Nacionalist right)	5,1	38	4,1	31
Not attached members	5,5	41	4,3	33
Others	8,5	64		
PPE+S&D+ADLE	62,2	467	72,2	553

Los partidos antisistema son muy heterogéneos: victorias en Francia, Reino Unido y Grecia

Los partidos tradicionales mantienen el 62% de los votos y los escaños: PPE Y SD tienen un 54%

Entre los partidos tradicionales ganan influencia Alemania e Italia

Ger=65
Ita=47
Fra=40
Spa=33

Ger=77
Ita=63
Fra=49
Spa=46

Implicaciones para la agenda europea

La debilidad de los partidos tradicionales hará más difícil tomar decisiones y condicionar las políticas de la Comisión y el Consejo

Francia pierde un peso importante frente a Alemania e Italia

Italia y Francia presionarán por políticas europeas de mayor inversión, ayuda al paro juvenil y tal vez una consolidación fiscal más lenta. Alemania puede aceptar las dos primeras.

Las elecciones hacen más posible que el foco sea más hacia consolidar lo ya. De aquí a 4 años habrá un debate serio sobre la hoja de ruta: más peso al parlamento europeo o a una unión basada en criterios más nacionales (atención a medidas como Schengen)

Los acuerdos comerciales transnacionales como el TTIP serán más difíciles por la fuerte oposición de los nuevos partidos

El Reino Unido se va haciendo cada vez más euroescéptico

Implicaciones nacionales

Francia

La extrema derecha (25%) gana al centro-derecha (21%) y el centro izquierda (14%)

Italia

Gran victoria del centro izquierda (41%) que gana a Grillo (21%). El gobierno se hace más fuerte para implementar reformas y pedir concesiones a Europa

Alemania

Aparece un partido anti europeo (8%). La CDU mantiene la distancia con el SPD

España

El partido en el gobierno gana las elecciones a pesar de la crisis pero los dos partidos tradicionales consiguen menos del 50% de los votos. Surge un partido antisistema a la izquierda

Grecia

El partido Syriza antisistema gana pero no con suficiente distancia como para permitirle pedir elecciones adelantadas

Portugal

El partido socialista de la oposición gana a la coalición del gobierno, pero con menos margen del esperado

Europa: camino de la recuperación con desafíos estructurales

Jorge Sicilia, Economista Jefe Grupo BBVA

Junio 2014

A decorative horizontal bar at the bottom of the slide, consisting of several horizontal stripes in various shades of blue, ranging from a very dark blue at the top to a light blue at the bottom.

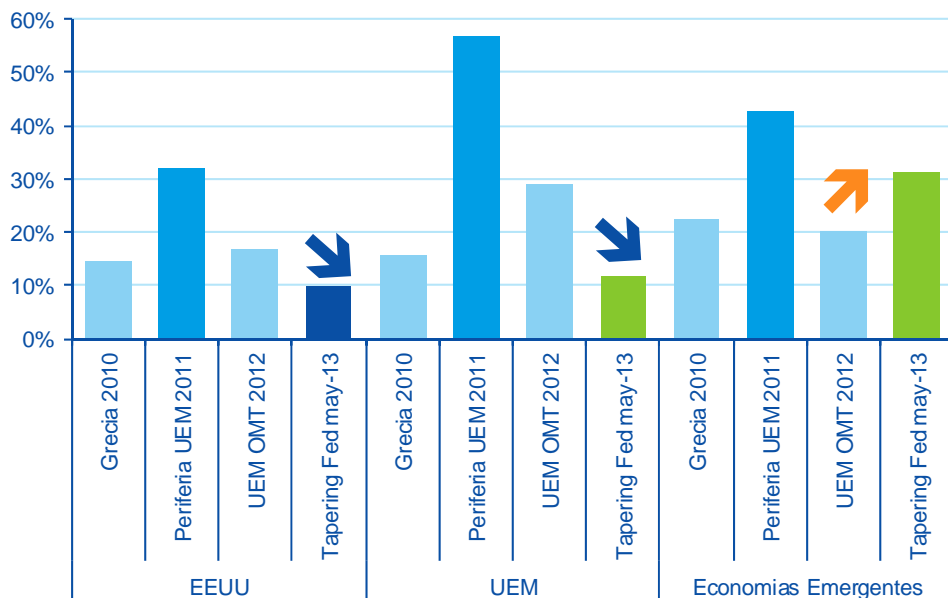
EEUU: la normalización monetaria tendrá una repercusión mundial en los mercados financieros

Los países emergentes son muy sensibles a la normalización monetaria en EEUU

Existe una cierta diferenciación en aquellos países con dependencia financiera del exterior

Tensiones financieras en comparación con caso Lehman

Índice de tensión financiera de BBVA Research frente a Lehman=100%
Fuente: BBVA Research



Volatilidad del tipo de cambio en mayo-junio de 2013 y necesidades financieras externas

Fuente: BBVA Research

