

El entorno exterior y la crisis financiera debilitarán la actividad económica en España en 2009

Presentación de "Situación España"

José Luis Escrivá

Economista Jefe Grupo BBVA

Principales mensajes

- El entorno económico global es especialmente adverso, con una crisis financiera que se recrudece y se extiende a países y segmentos de mercado no afectados previamente
- La economía española se verá afectada, además, por el menor crecimiento mundial, especialmente en los mercados más importantes de las exportaciones españolas, como es el área del euro, que registrará en 2009 una caída del PIB en torno al medio punto
- En este contexto, se revisan a la baja los rangos de crecimiento del PIB anunciados en julio pasado. En 2008, el crecimiento se situará en el 1,4% y 1,2%. En 2009, el PIB se situará entre -0,1% y - 1,5%
- Dentro de este rango, los riesgos están sesgados a la baja con un escenario central del -1,0%. Excluyendo la construcción la economía española registra en 2009 un crecimiento positivo del 0,6%
- Los menores tipos de interés y la caída del precio de las materias primas son elementos de soporte que neutralizarán parcialmente en 2009 los factores que están afectando negativamente la actividad económica
- En este entorno, es prioritario reducir el déficit exterior e impulsar la productividad mediante la implementación de políticas micro y macroeconómicas apropiadas. Así, una vez superada la actual crisis, el crecimiento económico español podría retomar tasas en torno al 2,8%

Contenido

- **Recrudescimiento de la crisis financiera global y deterioro del entorno externo**

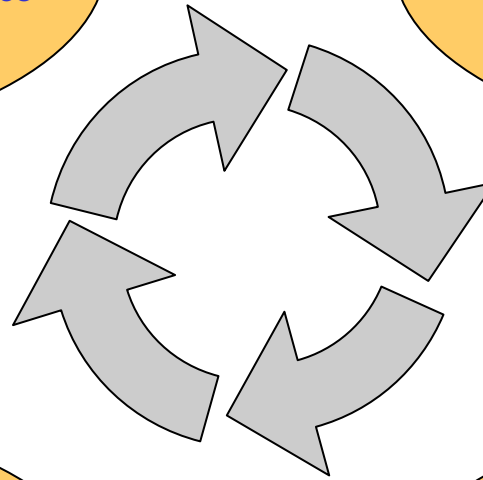
Recrudescimiento de la crisis financiera global y deterioro de las perspectivas de crecimiento

4) Recesión a nivel global

Extensión de la crisis financiera a la economía real y a los países emergentes

1) Aversión extrema al riesgo

La quiebra de Lehman Brothers desencadena un proceso de aversión extrema al riesgo con un aumento extraordinario de la volatilidad



3) Se aceleran las crisis bancarias

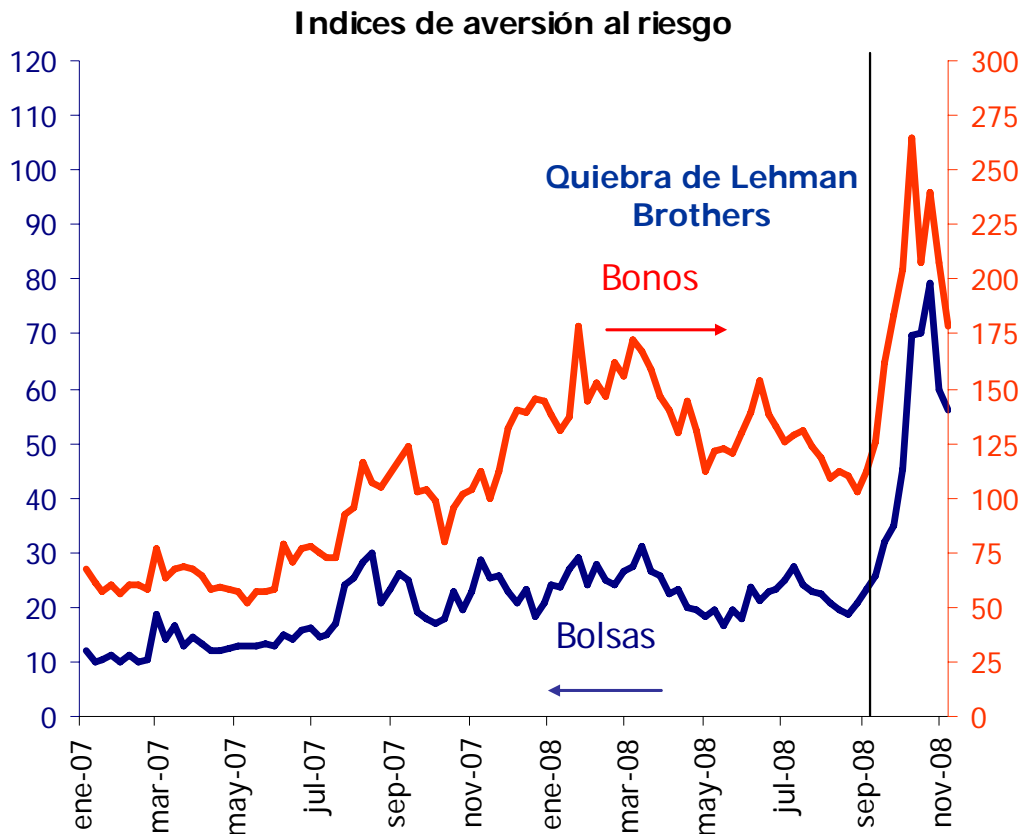
El tensionamiento financiero hace aflorar las vulnerabilidades de un número elevado de instituciones

2) Tensiones de liquidez extremas

Nuevamente, el cierre de mercados alternativos deriva en tensiones máximas en los mercados interbancarios

Recrudescimiento de la crisis financiera global y deterioro de las perspectivas de crecimiento

- 1 La quiebra de Lehman Brothers detona un repunte extraordinario de la **aversión al riesgo a nivel global**, con volatilidades extremas



Fuente: Bloomberg

Frente a los rescates de Bear Stearns o las agencias, la quiebra de Lehman genera pérdidas fuertes para los tenedores de deuda y activa un proceso de desconfianza creciente en los mercados financieros

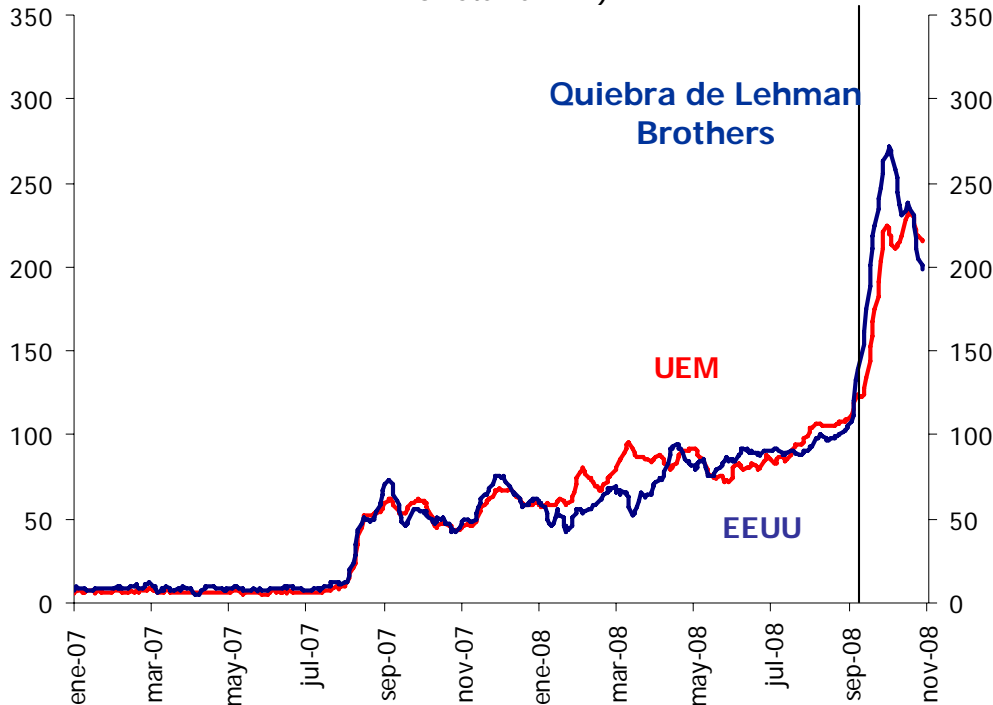
Lehman Brothers era demasiado grande para dejarlo caer y rompe el delicado equilibrio de los mercados

Recrudescimiento de la crisis financiera global y deterioro de las perspectivas de crecimiento

2

Los mercados interbancarios reflejan con **tensiones de liquidez extremas** el cierre súbito de otras fuentes de financiación

Indicador de tensiones de liquidez interbancaria
Diferencial (Interbancario 12M - Expectativas Política Monetaria 12M)



Fuente: Bloomberg. LIBOR12 M - OIS12M (Overnight Index Swap). Med.móv. 5 días

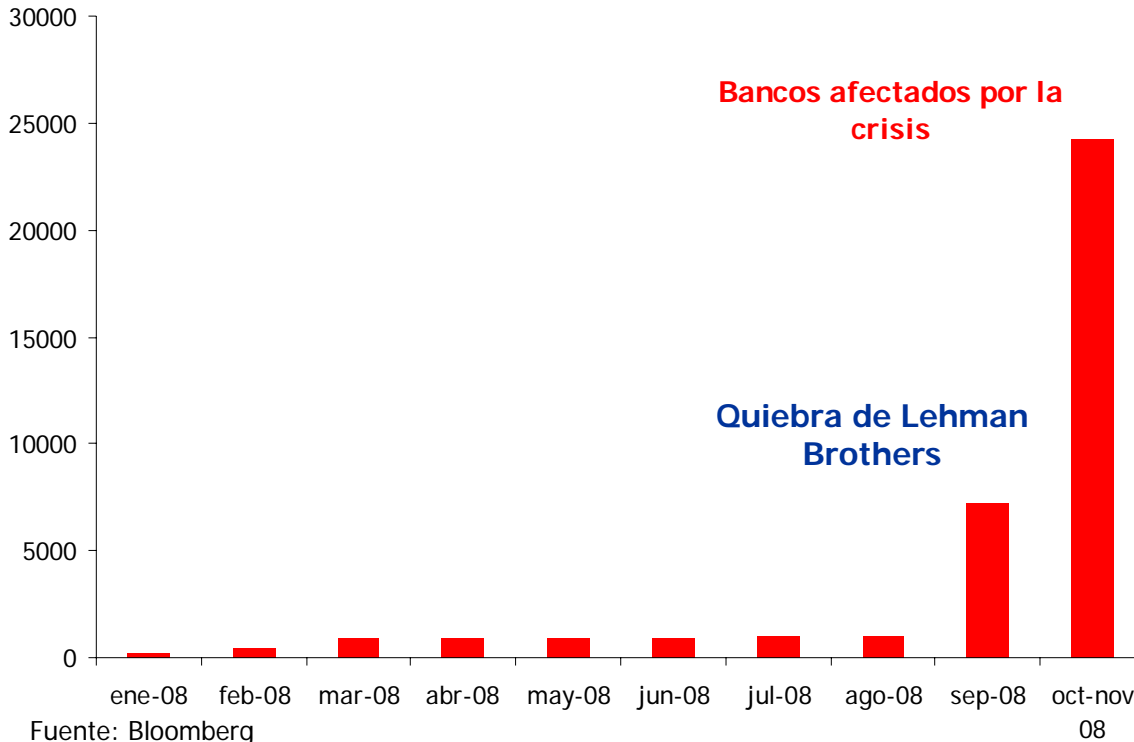
Ante la imposibilidad de obtener fuentes alternativas y en previsión de fallos en el sistema financiero, la demanda de liquidez en los mercados interbancarios crece exponencialmente

Como resultado, aumentan hasta niveles insostenibles las primas de liquidez y se recortan drásticamente los plazos

Recrudescimiento de la crisis financiera global y deterioro de las perspectivas de crecimiento

3 El tensionamiento de los mercados pone al descubierto las vulnerabilidades de las instituciones más débiles y **acelera las crisis bancarias**

EE.UU., UEM, Suiza y Reino Unido: bancos afectados por la crisis* y tensiones de liquidez (mm.US\$)



Se aceleran las crisis bancarias como consecuencia de las tensiones, que dificultan enormemente la continuidad de entidades con balances frágiles y muy dependientes de la liquidez externa

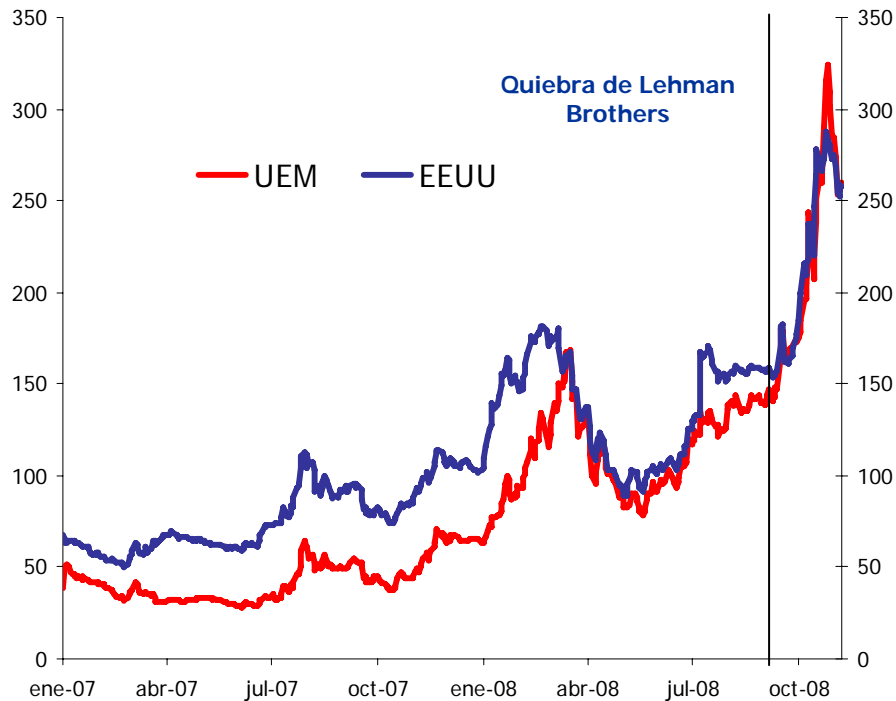
* Activos totales de los bancos quebrados o que han recibido capital público desde el inicio de la crisis

Recrudescimiento de la crisis financiera global y deterioro de las perspectivas de crecimiento

4

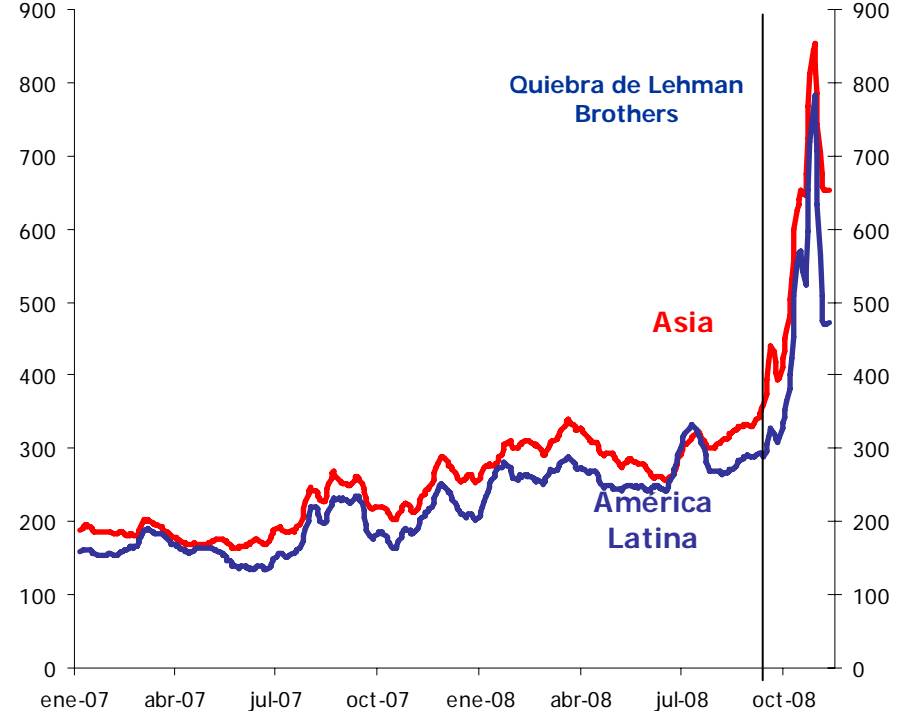
La crisis se extiende globalmente: se extiende a las empresas no financieras y a los mercados emergentes

Prima de riesgo del sector industrial (pb)



Fuente: Bloomberg

Primas de riesgos países emergentes (pb)

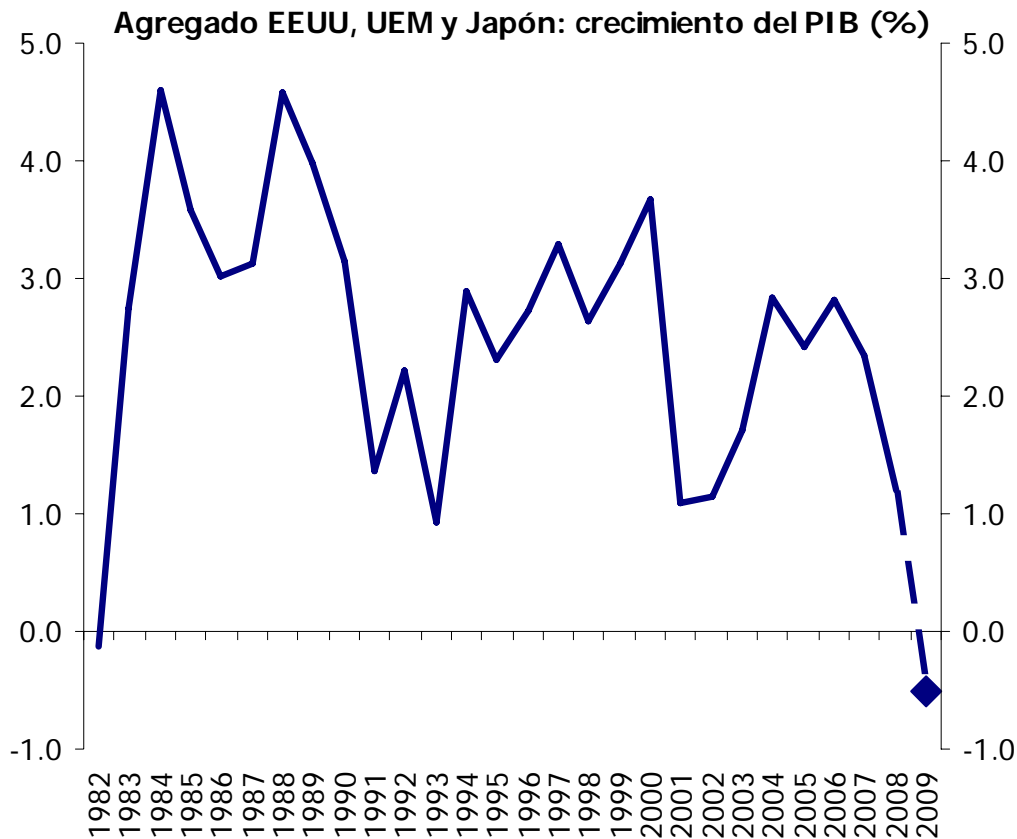


Fuente: Bloomberg

Recrudescimiento de la crisis financiera global y deterioro de las perspectivas de crecimiento

4

Recesión global: los países desarrollados experimentarán su peor registro de crecimiento de los últimos 25 años

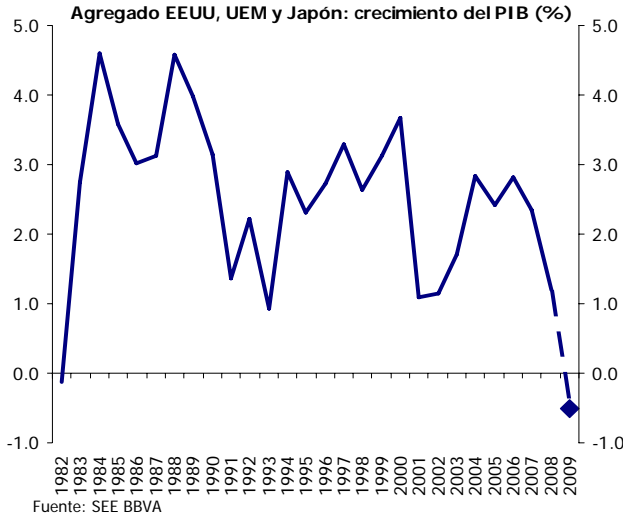


Fuente: SEE BBVA

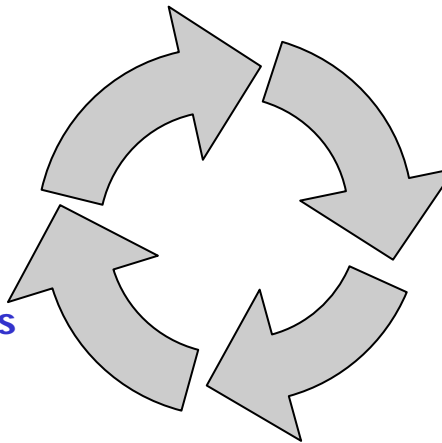
La magnitud del tensionamiento financiero y su extensión tendrán un impacto fuerte en el crecimiento económico a nivel mundial

Recrudescimiento de la crisis financiera global y deterioro de las perspectivas de crecimiento

4) Recesión global

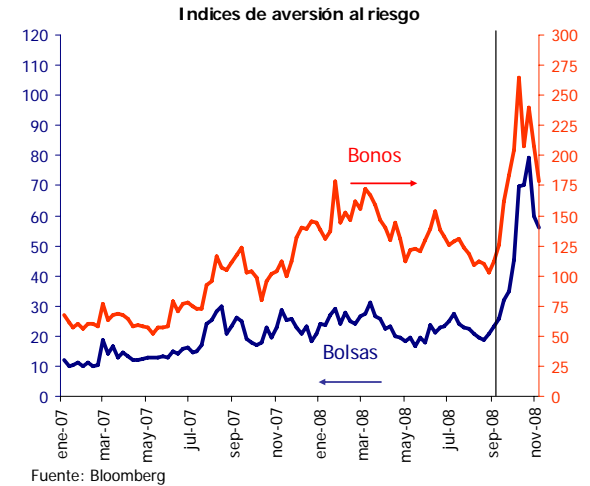


Círculo vicioso entre variables financieras y reales



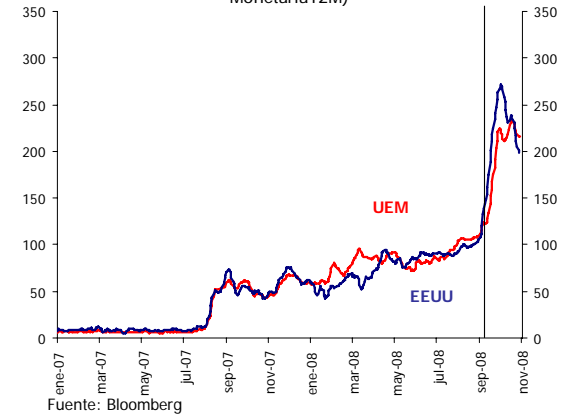
Credit crunch global

1) Aversión extrema al riesgo



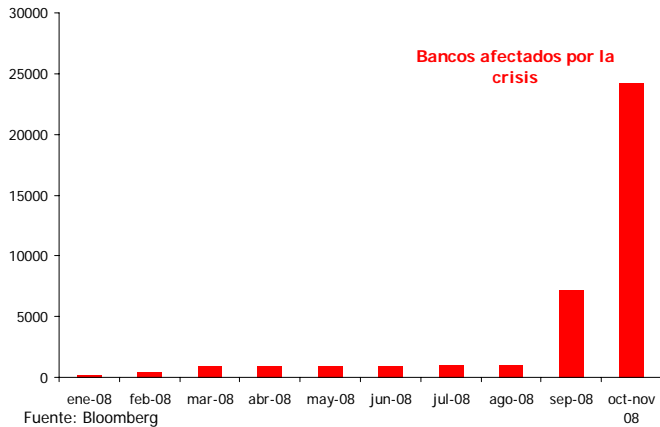
2) Tensiones de liquidez extremas

Indicador de tensiones de liquidez interbancaria
Diferencial (Interbancario 12M - Expectativas Política Monetaria 12M)



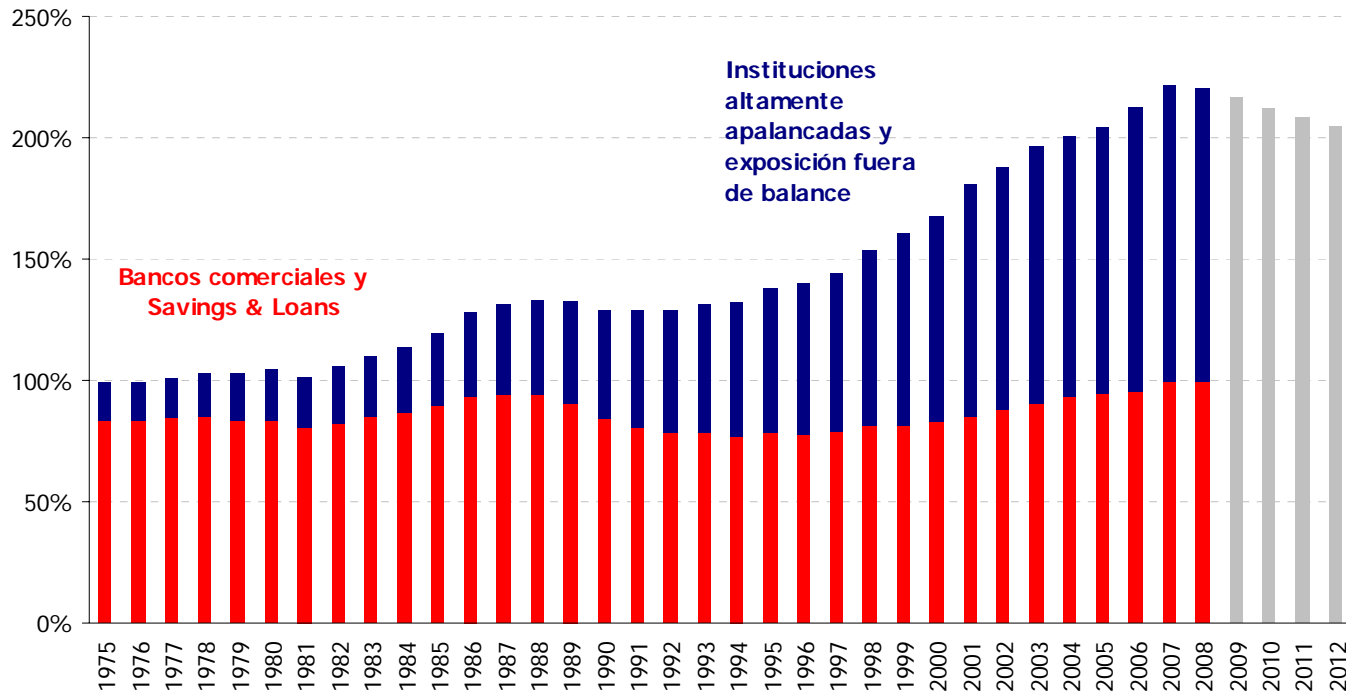
3) Aceleración de las crisis bancarias

EE.UU., UEM, Suiza y Reino Unido: bancos afectados por la crisis* y tensiones de liquidez (mm.US\$)



Recrudescimiento de la crisis financiera global y deterioro de las perspectivas de crecimiento

Estados Unidos: crédito y deuda sobre PIB (%)



Fuente: SEE BBVA

La economía global se ve abocada a un proceso de desapalancamiento que será prolongado

Recrudescimiento de la crisis financiera global y deterioro de las perspectivas de crecimiento

4) Recesión a nivel global

Recortes globales de los tipos de interés oficiales y planes de gasto fiscal

1) Aversión extrema al riesgo

Las autoridades cuentan con poco margen para actuación directa: debe perseguirse calmar mediante acciones en otros segmentos

En estas condiciones...¿qué se está haciendo?

3) Se aceleran las crisis bancarias

Medidas de adquisición de activos, garantías de deuda e inyecciones de capital para restaurar normalidad

2) Tensiones de liquidez extremas

Los bancos centrales pasan a proveer máxima liquidez

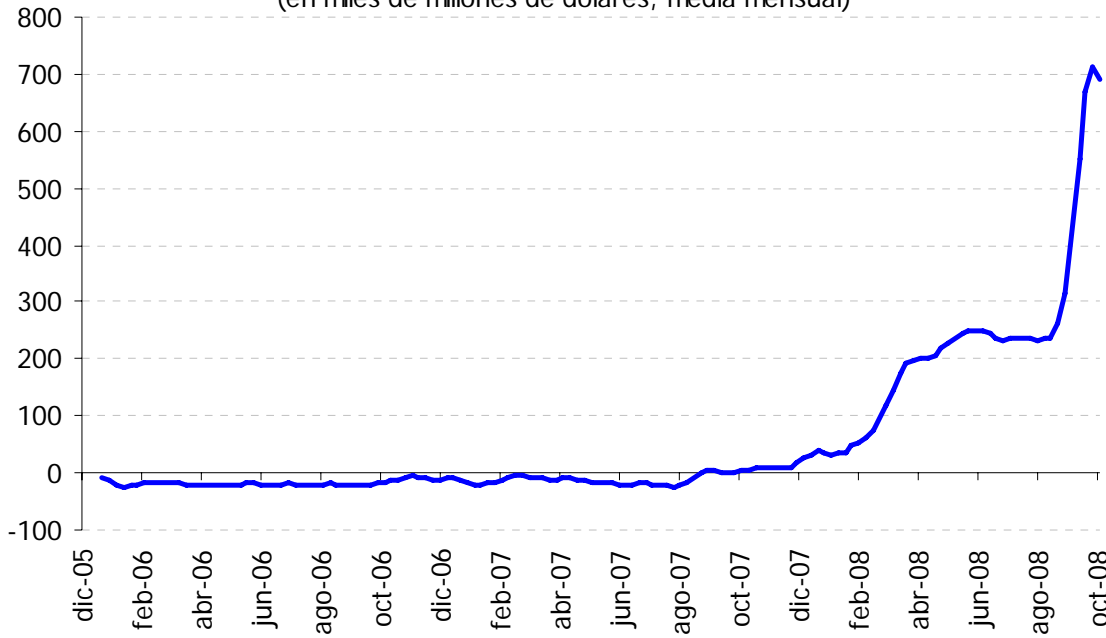
Recrudescimiento de la crisis financiera global y deterioro de las perspectivas de crecimiento

Liquidez

Provisión máxima de liquidez por parte de los bancos centrales

Reserva Federal: Crédito neto a instituciones depositarias*

(en miles de millones de dólares, media mensual)



La Reserva Federal expande rápidamente el volumen de sus inyecciones de liquidez al sistema financiero

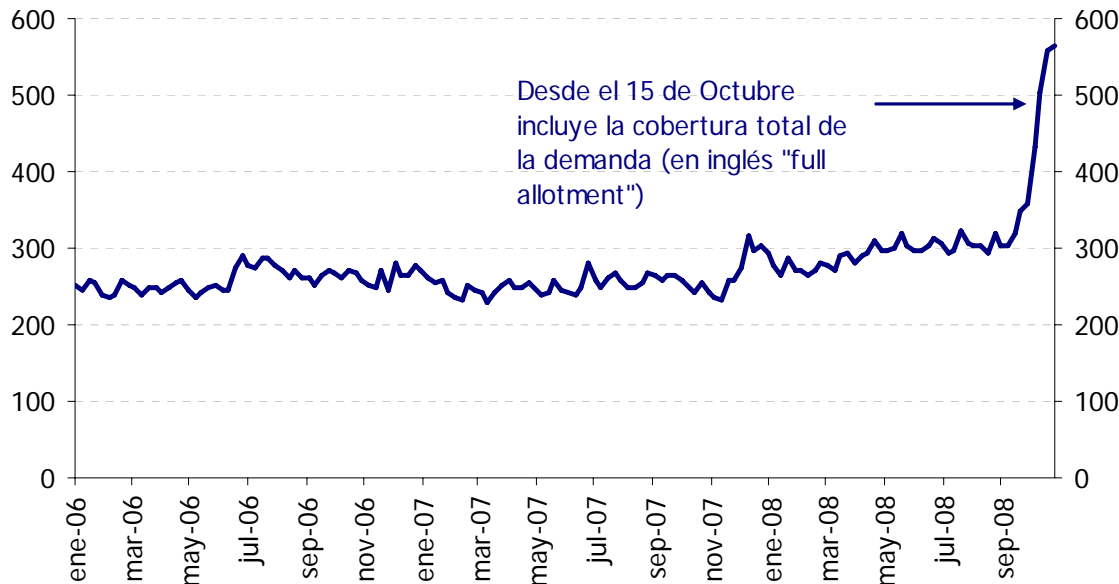
Fuente: BBVA y Reserva Federal. * Acuerdos de recompra de securities + Préstamos a instituciones depositarias + TAF + línea de AIG + Crédito a fondos monetarios menos Reservas.

Recrudescimiento de la crisis financiera global y deterioro de las perspectivas de crecimiento

Liquidez

Provisión máxima de liquidez por parte de los bancos centrales

BCE: Crédito neto a instituciones depositarias*
(en miles de millones de euros)



Y el BCE sigue este rumbo, aumentando de forma rápida sus inyecciones de liquidez

Fuente: BBVA y Bloomberg. * Créditos a entidades crediticias de la zona euro relacionadas con política monetaria menos depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro relacionadas con operaciones de política monetaria.

Recrudescimiento de la crisis financiera global y deterioro de las perspectivas de crecimiento

Estabilización bancaria

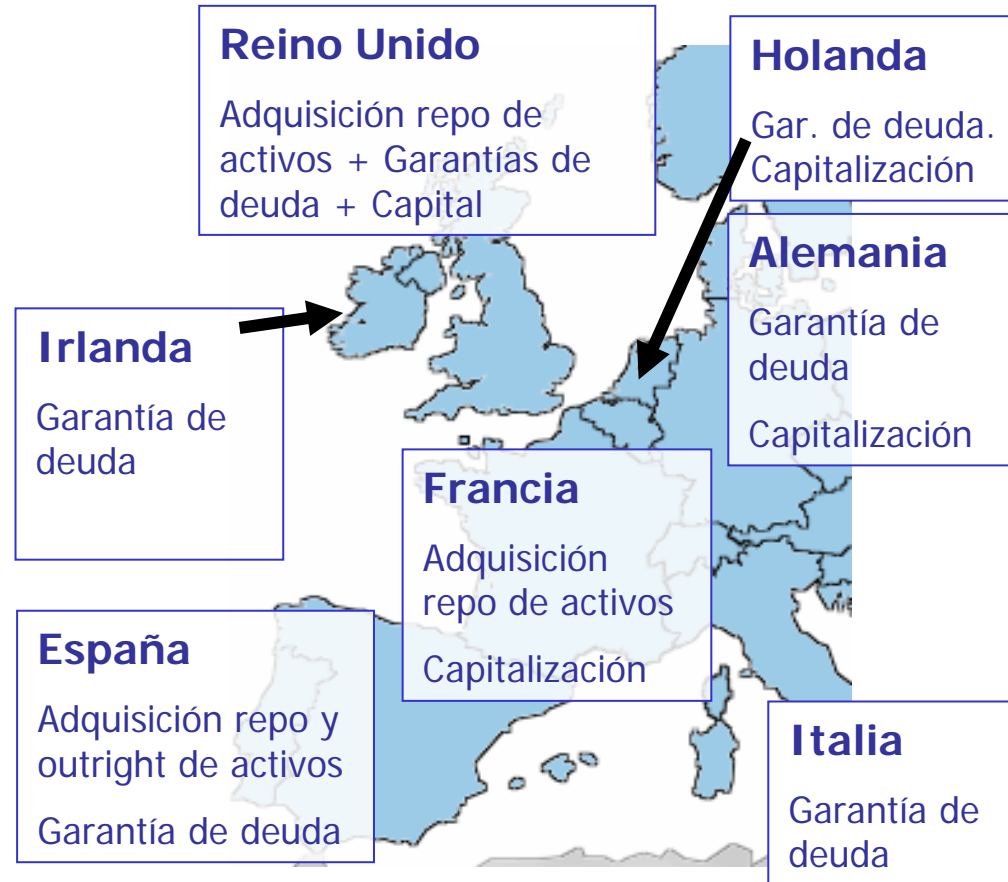
EEUU: estrategia dinámica y decisiva

- 1) Garantía de deuda
- 2) Inyección de capital
- 3) Reformas contables
- 4) Coordinada con políticas fiscales y monetarias

Coordinación de autoridades y capacidad de reacción ante cambios

Persisten divergencias internacionales

Europa: aproximación fragmentada

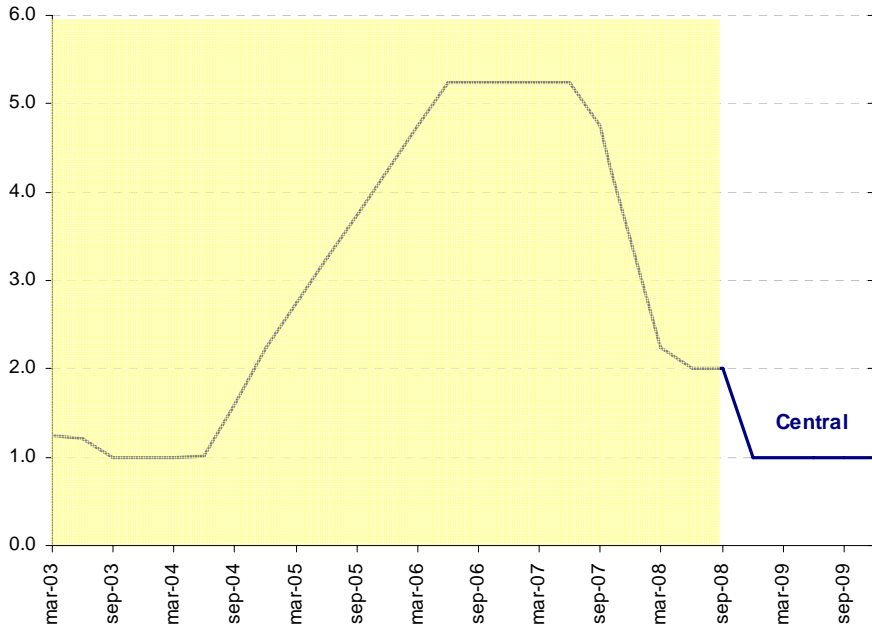


Recrudescimiento de la crisis financiera global y deterioro de las perspectivas de crecimiento

Recesión global: política monetaria

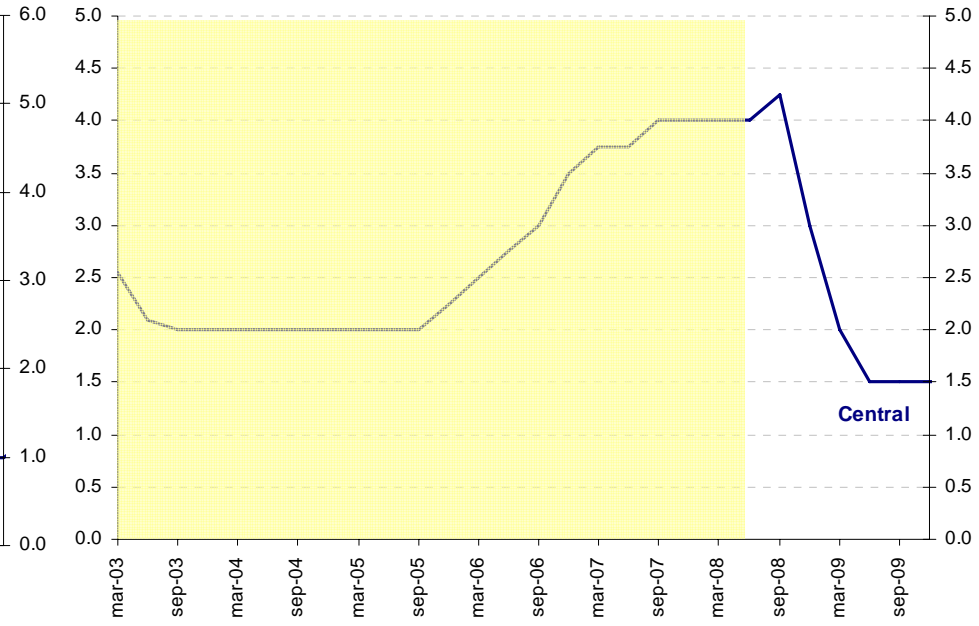
Recortes de tipos de interés oficiales acusados y duraderos

Tipo Oficial de la Fed
Fin de Periodo



Fuente: FED y SEE BBVA

Tipo Oficial del BCE
Fin de Periodo



Fuente: BCE y SEE BBVA

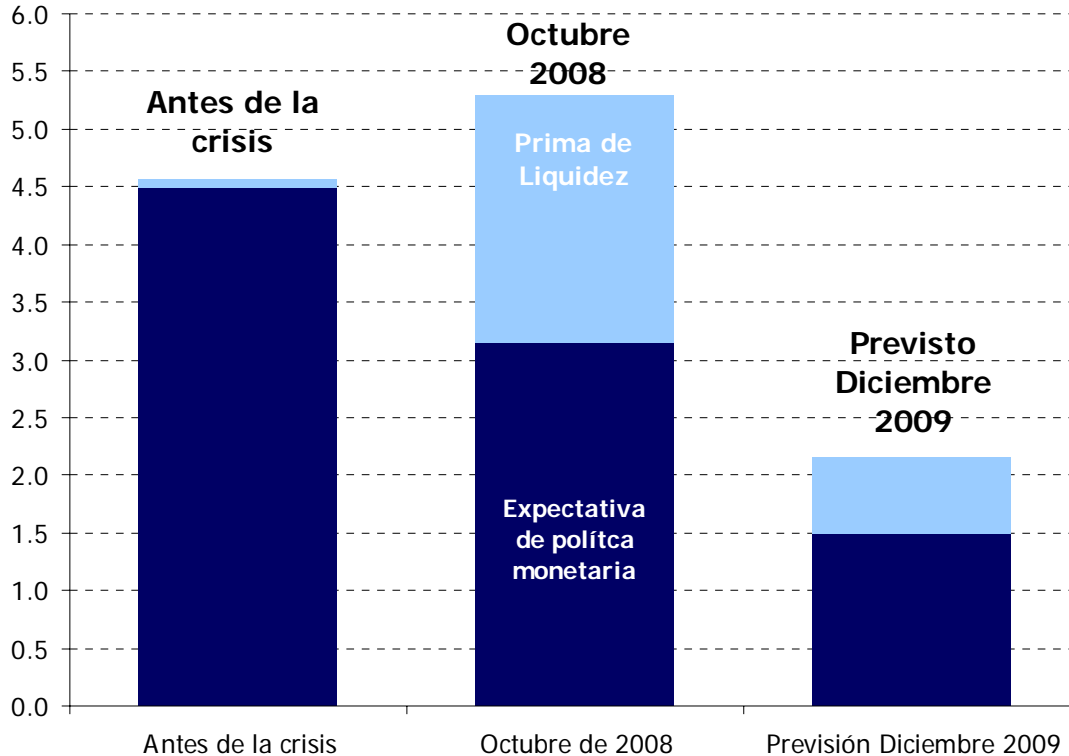
Los bancos centrales contribuirán a la solución parcialmente con bajadas rápidas y muy significativas de tipos de interés

Recrudescimiento de la crisis financiera global y deterioro de las perspectivas de crecimiento

Recesión global: política monetaria

...que generarán **caídas en los tipos interbancarios**, aunque graduales

Descomposición del EURIBOR 12 meses



Fuente: SEE BBVA

Los recortes de los bancos centrales reducirán los tipos interbancarios, pero se mantendrán primas por riesgo y liquidez muy superiores a las vigentes antes de la crisis, durante un período prolongado

Recrudescimiento de la crisis financiera global y deterioro de las perspectivas de crecimiento

Recesión global: política fiscal

Las **políticas fiscales** se orientarán a limitar el impacto en crecimiento

EEUU: aumento fuerte del gasto

1) Programas ya realizados/aprobados:

- 150mm. devolución impositiva (1%PIB)
- 300mm. Apoyo a refinanciación hipotecaria (2,1%PIB)
- 700mm. programa TARP estabilización bancaria (5%PIB)

2) Programas en preparación:

- 250mm. entre gasto público, recortes impositivos y ayudas al sector del automóvil (1,8%PIB)

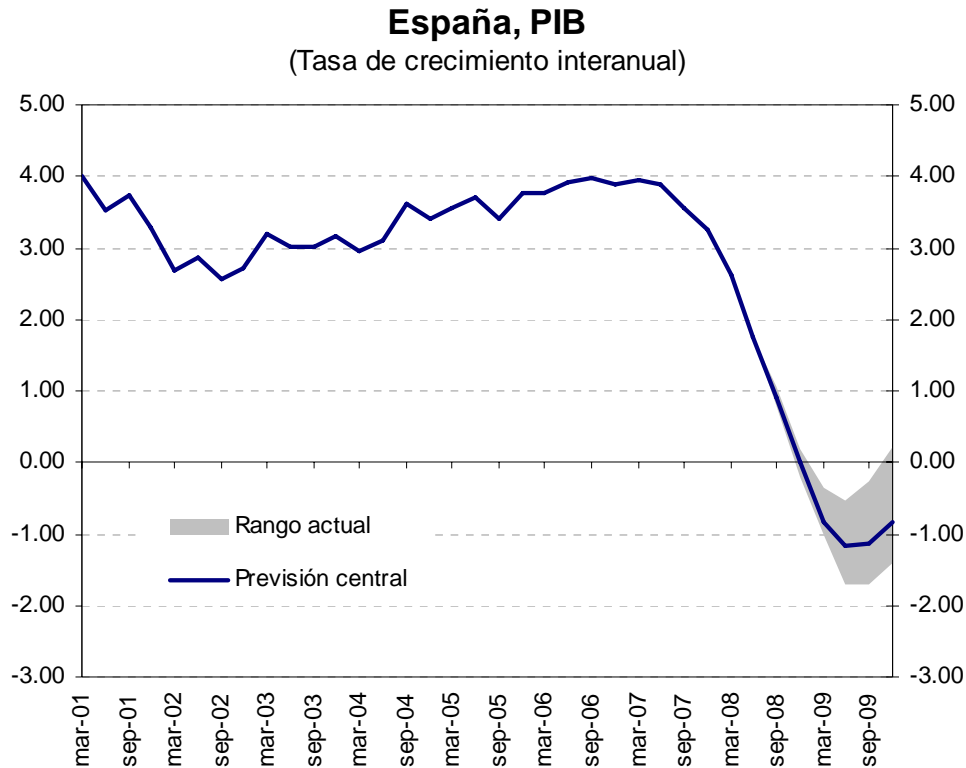
En Europa, la adopción de planes fiscales se demorará y será difícil alcanzar un acuerdo de coordinación fiscal, que sería deseable

Contenido

- Recrudescimiento de la crisis financiera global y deterioro del entorno externo

- **Revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento de la economía española**

Revisión a la baja del crecimiento económico español



Fuente: INE y SEE BBVA.

Aumenta la incertidumbre sobre el crecimiento de España en 2009, y aumentan los riesgos de una caída mayor.

El PIB español registrará un crecimiento entre el -0,1 y el -1,5%.

El pronóstico central es de -1%, pero con riesgos a la baja.

Revisión a la baja del crecimiento económico español

El crecimiento del PIB de 2009 se explica por:

- Entorno exterior de menor dinamismo, en especial en la UEM.
- Restricción de crédito, que impactará negativamente en la actividad económica.

Posibles elementos de soporte:

- Bajada de tipos de interés.
- Menores precios del petróleo y menor inflación que mejora la renta de los agentes económicos.

Revisión a la baja del crecimiento económico español

El crecimiento del PIB de 2009 se explica por:

• Entorno exterior de menor dinamismo, en especial en la UEM.

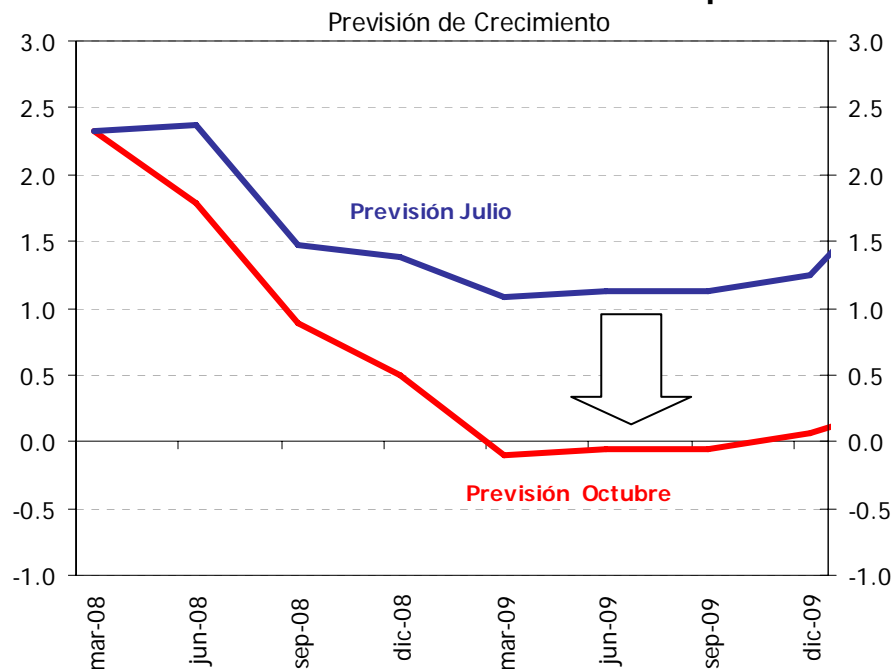
• Restricción de crédito, que impactará negativamente en la actividad económica.

Posibles elementos de soporte:

• Bajada de tipos de interés.

• Menores precios del petróleo y menor inflación que mejora la renta de los agentes económicos.

Demanda Externa de la economía española



Fuente: SEE BBVA

El débil crecimiento mundial previsto reducirá la capacidad de exportación de España

Revisión a la baja del crecimiento económico español

El crecimiento del PIB de 2009 se explica por:

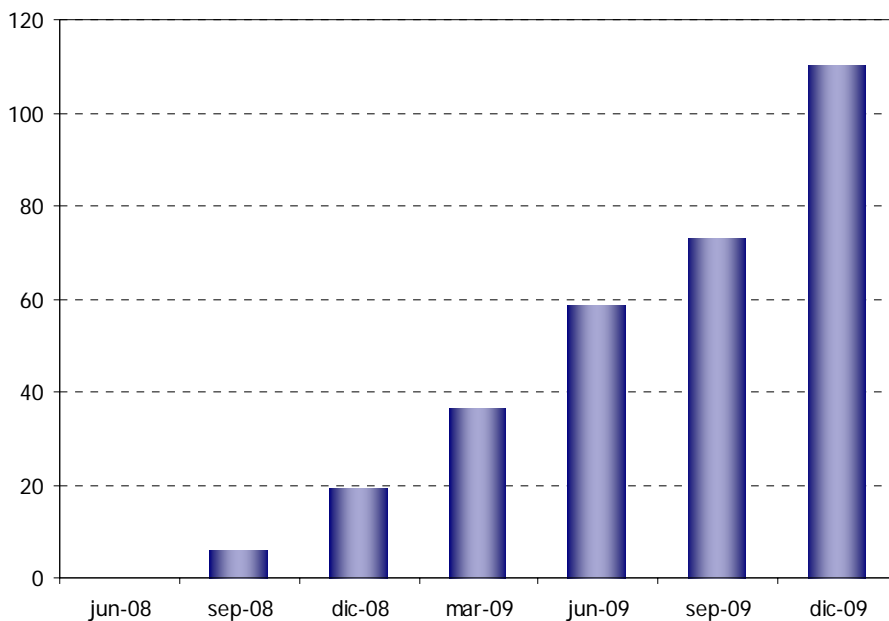
- Entorno exterior de menor dinamismo, en especial en la UEM.

- Restricción de crédito, que impactará negativamente en la actividad económica.

Posibles elementos de soporte:

- Bajada de tipos de interés.
- Menores precios del petróleo y menor inflación que mejora la renta de los agentes económicos.

Potencial racionamiento del crédito bajo mercados cerrados (Miles de millones de euros de menor crédito)



Fuente: SEE BBVA

En ausencia de las medidas del Gobierno de apoyo a la liquidez, el impacto de esta restricción de crédito podría haber alcanzado un punto de PIB.

Revisión a la baja del crecimiento económico español

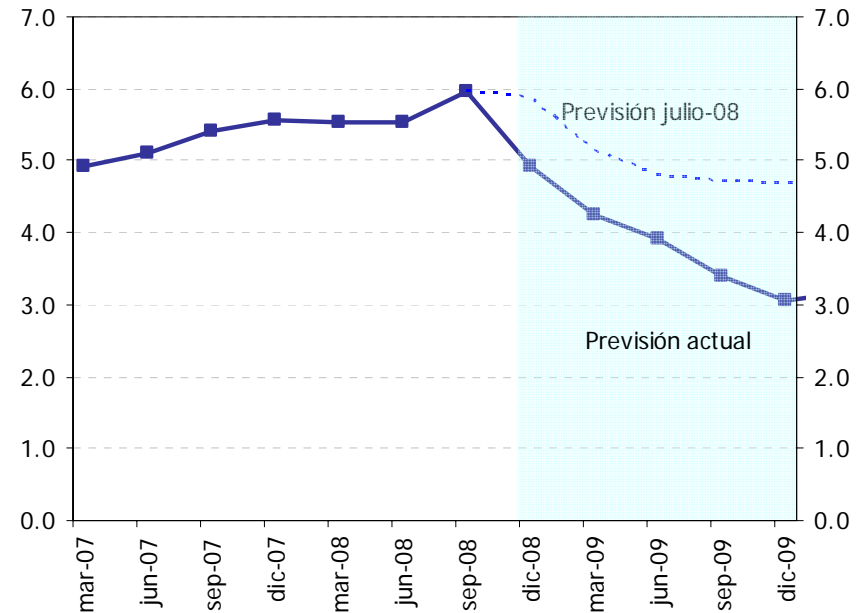
El crecimiento del PIB de 2009 se explica por:

- Entorno exterior de menor dinamismo, en especial en la UEM.
- Restricción de crédito, que impactará negativamente en la actividad económica.

Posibles elementos de soporte:

- Bajada de tipos de interés.
- Menores precios del petróleo y menor inflación que mejora la renta de los agentes económicos.

Tipo hipotecario de nuevas operaciones



Fuente: SEE BBVA

Los tipos oficiales se situarán en el 1,5% en primavera. Junto con una relajación de las tensiones financieras reducirá los tipos de mercado.

Revisión a la baja del crecimiento económico español

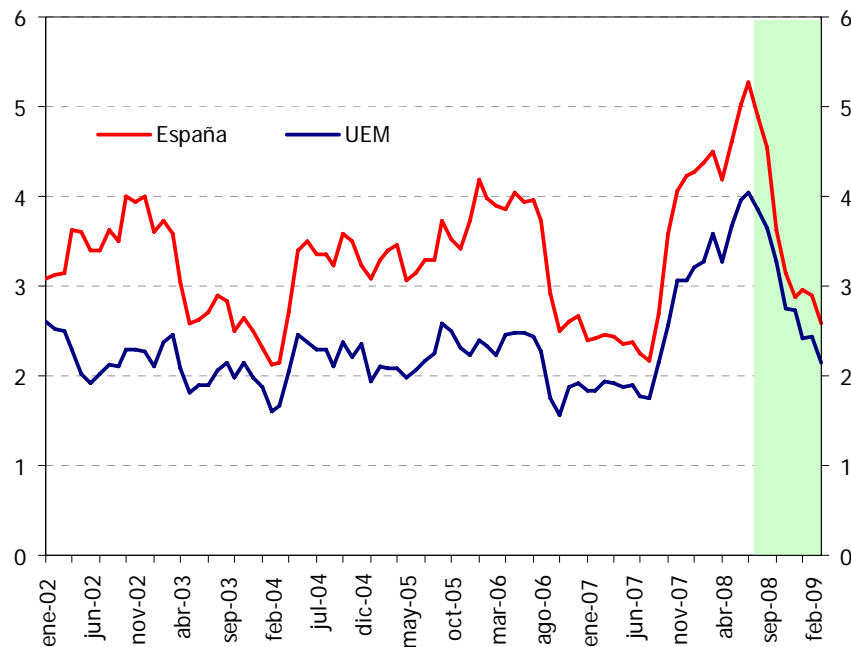
El crecimiento del PIB de 2009 se explica por:

- Entorno exterior de menor dinamismo, en especial en la UEM.
- Restricción de crédito, que impactará negativamente en la actividad económica.

Posibles elementos de soporte:

- Bajada de tipos de interés.
- Menores precios del petróleo y menor inflación que mejora la renta de los agentes económicos.

Inflación
(Tasa de variación interanual)



Fuente: SEE BBVA

Los precios del petróleo se aproximan a nuestro escenario; la inflación se modera en lo que queda de año y en la primera parte de 2009.

Revisión a la baja del crecimiento económico español

España, Resumen de previsiones

tasas a/a	2006	2007	2008	2009
Consumo hogares	3.9	3.4	1.1	-0.5
FBCF	7.1	5.3	-2.0	-9.1
Equipo	10.2	10.0	-1.3	-13.9
Otros Productos	7.1	3.9	3.5	0.5
Construcción	5.9	3.8	-4.0	-9.6
Vivienda	6.0	3.8	-9.5	-20.7
Resto	5.7	3.9	1.3	-0.6
Demanda nacional (*)	5.3	4.4	0.8	-2.2
Exportaciones	6.7	4.9	3.1	-1.6
Importaciones	10.3	6.2	1.1	-4.3
Saldo exterior (*)	-1.5	-0.8	0.5	1.3
PIB pm	3.9	3.7	1.3	-1.0
Pro-memoria				
PIB sin construcción	3.2	3.6	2.4	0.6
Empleo total (EPA)	4.1	3.1	-0.2	-3.2
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	8.5	8.3	11.0	15.4
Tasa de Ahorro (% renta)	11.2	10.2	11.0	11.3
Saldo de las AA.PP (% PIB)	1.8	2.2	-1.5	-4.3
Saldo por cuenta corriente (%PIB)	-8.9	-10.1	-9.9	-8.2
IPC media anual	3.5	2.8	4.3	2.3

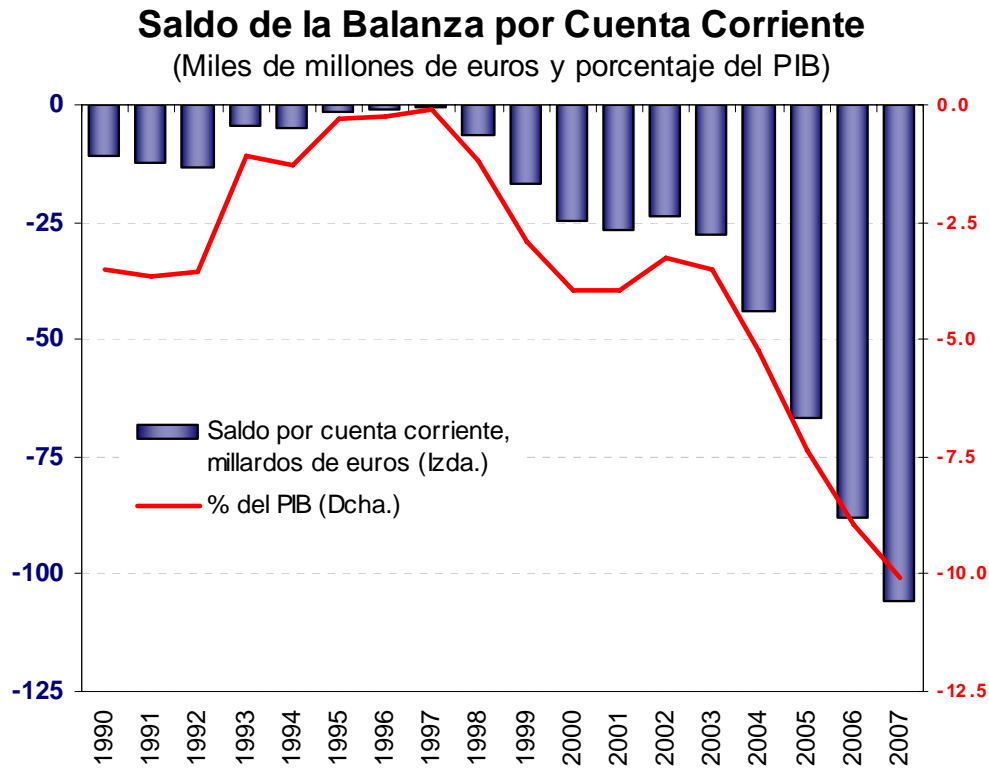
(*) contribuciones al crecimiento

Fuente: INE, Banco de España y previsiones BBVA

Contenido

- Recrudescimiento de la crisis financiera global y deterioro del entorno externo
- Revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento de la economía española
- **Las necesidades de financiación de la economía se mantendrán en niveles elevados en el contexto de restricción financiera**

España, ante el reto de reducir las necesidades de financiación...

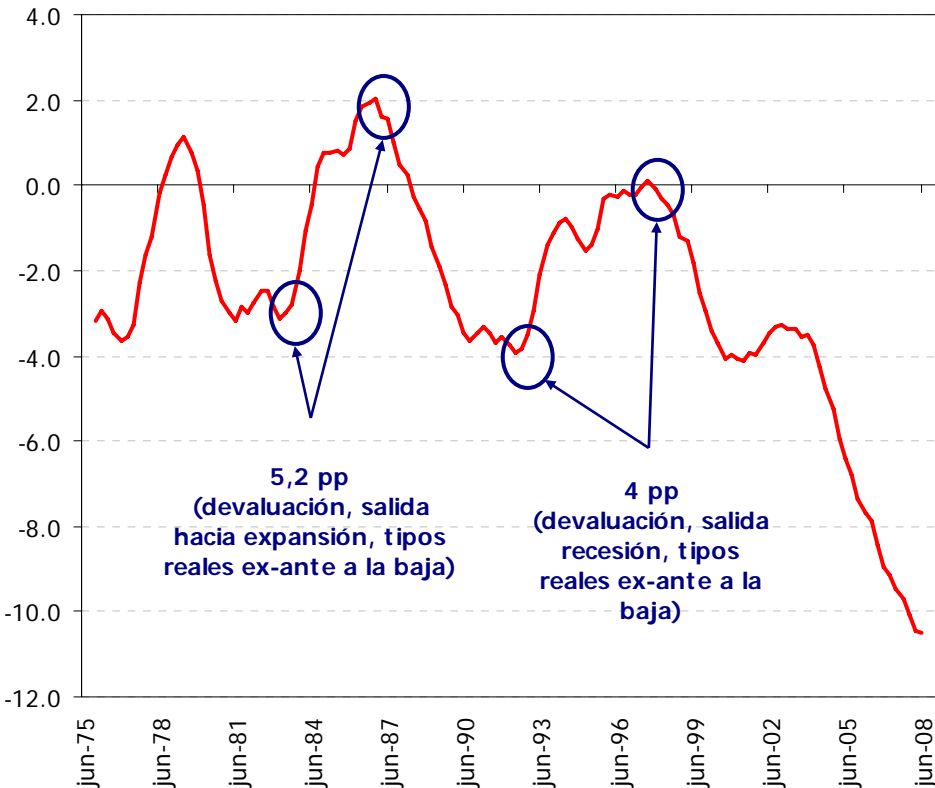


Fuente: SEE BBVA a partir de BdE

- La economía española ha venido financiando en condiciones laxas el exceso de inversión nacional sobre el ahorro nacional.
- La necesidad de financiación exterior ha hecho a España más vulnerable a la crisis financiera mundial cuando las condiciones financieras han cambiado.

España, ante el reto de reducir las necesidades de financiación...

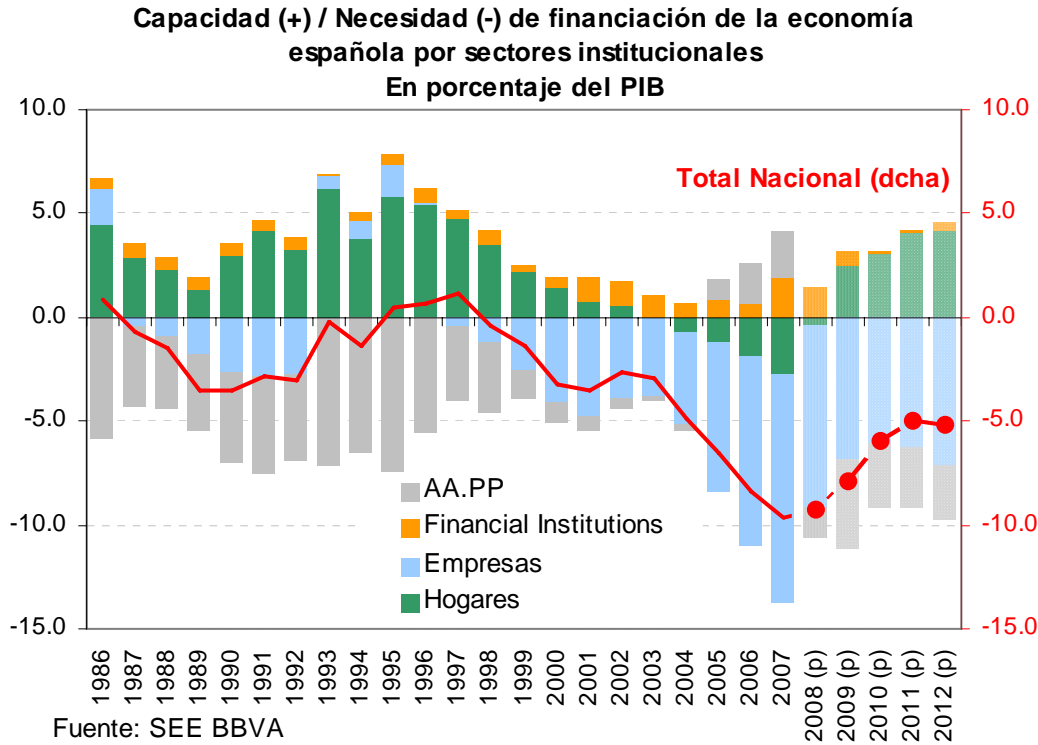
España, Balanza por Cuenta Corriente (% PIB)



Por primera vez se afronta un escenario de ajuste de la necesidad de financiación frente al exterior sin el mecanismo de ajuste del tipo de cambio nominal.

Fuente: SEE BBVA

España, ante el reto de reducir las necesidades de financiación...



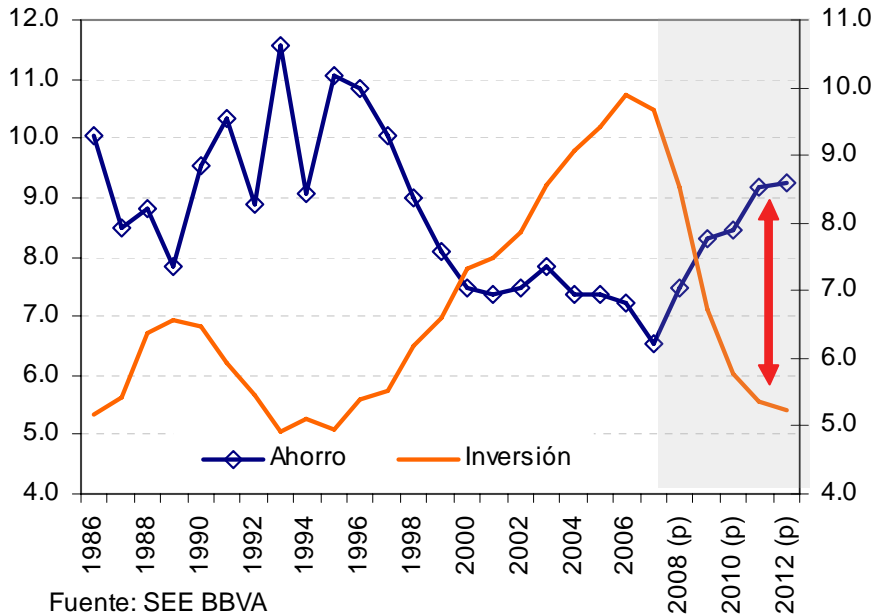
Nuestros ejercicios de consistencia sobre el ahorro y la inversión de los agentes económicos, llevan a una senda de corrección hasta el entorno del 5% del PIB, con todo el doble de su promedio histórico.

España, ante el reto de reducir las necesidades de financiación...

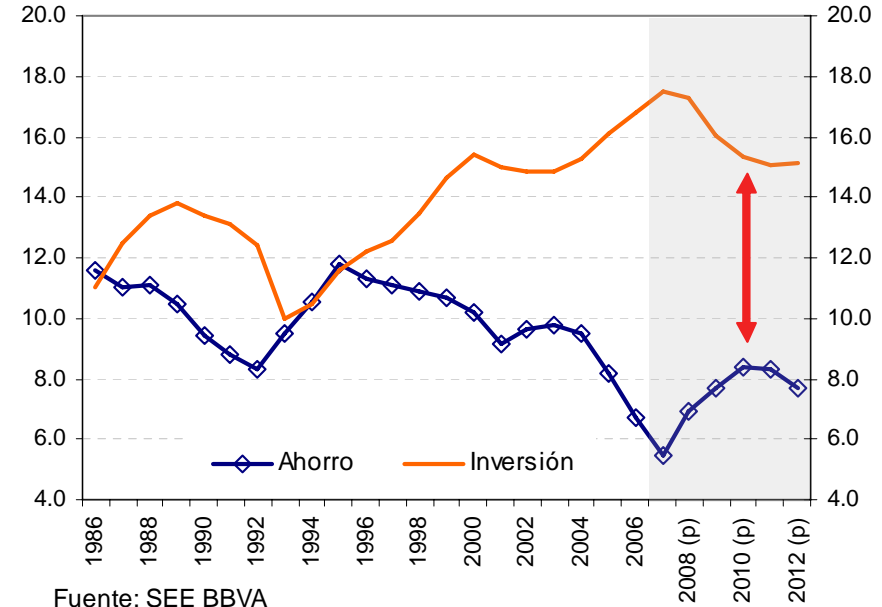
Los Hogares registrarán una capacidad de financiación promedio para el periodo 2008-2012 del 2,7%, casi la mitad de la capacidad registrada a comienzos de los 90

Para ese mismo periodo, la necesidades promedio de las Empresas se situarán en torno al 7%, muy lejos del -1,6% de la anterior fase contractiva.

Hogares, Ahorro e Inversión Bruta
En porcentaje del PIB

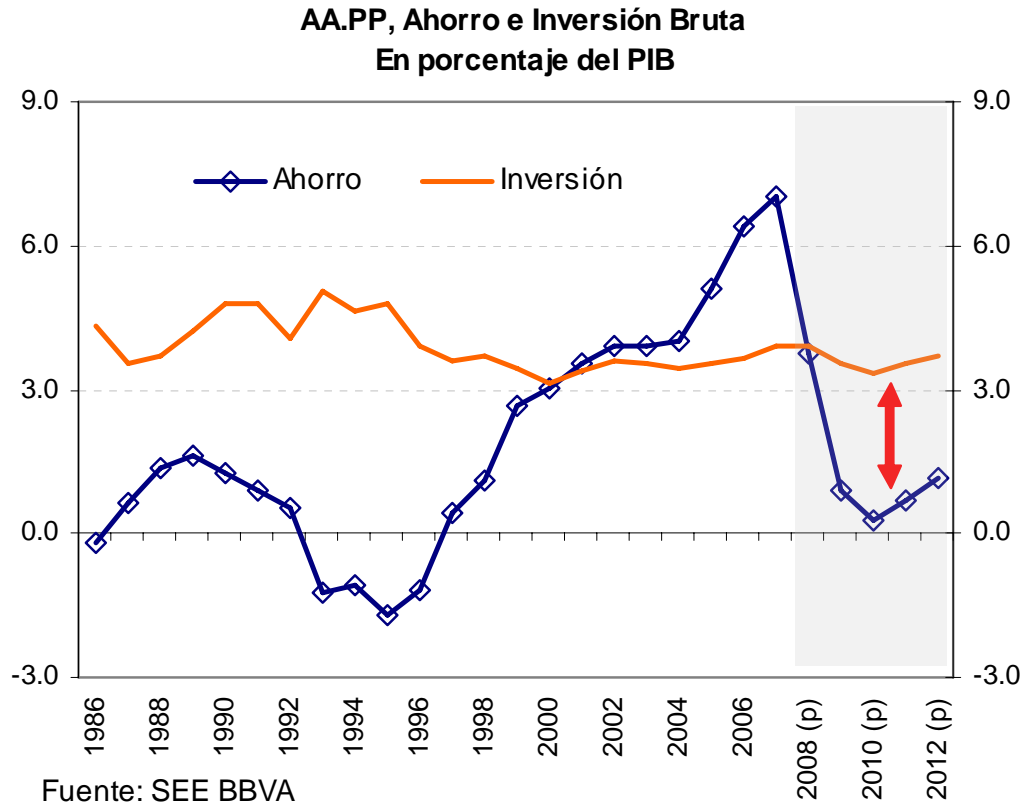


Empresas, Ahorro e Inversión Bruta
En porcentaje del PIB



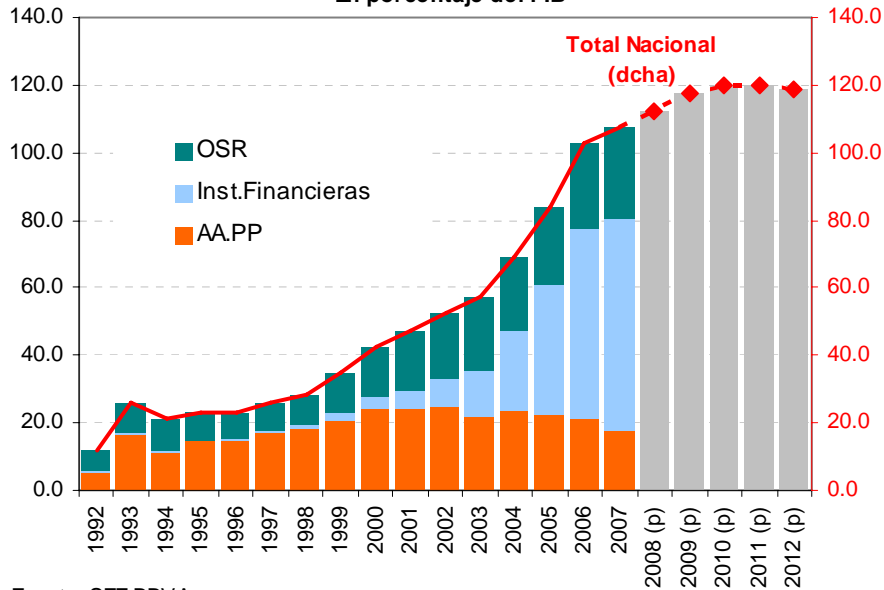
España, ante el reto de reducir las necesidades de financiación...

Como consecuencia de la notable reducción del ahorro público, que cae a niveles similares a los de comienzos de la década de los 90, **las administraciones públicas registrarán una necesidad de financiación promedio en torno al 3%** para el periodo 2008-2012.



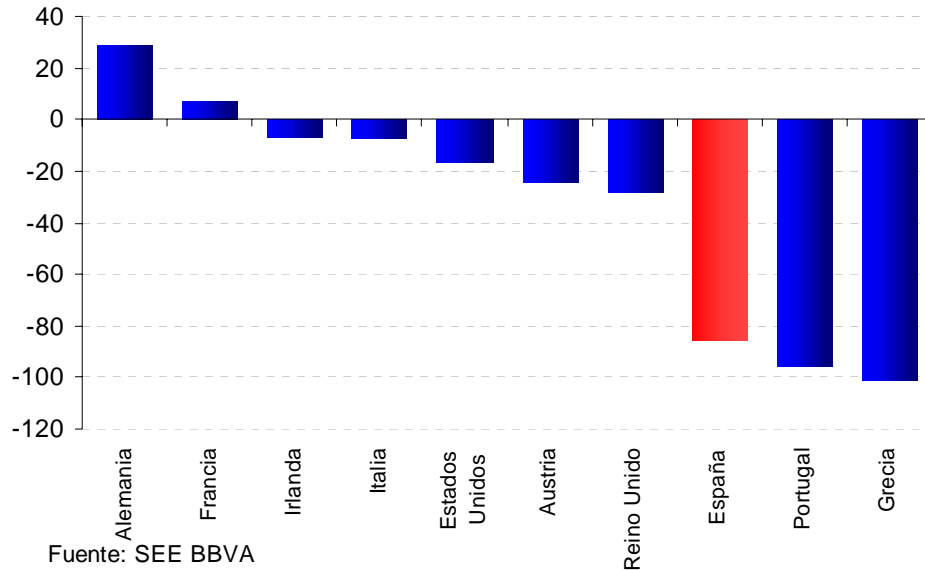
España, ante el reto de reducir las necesidades de financiación...

Saldo de la Deuda frente al RM de los sectores, materializada en valores distintos de acciones y en préstamos
En porcentaje del PIB



Fuente: SEE BBVA

Posición Financiera Internacional (%PIB)

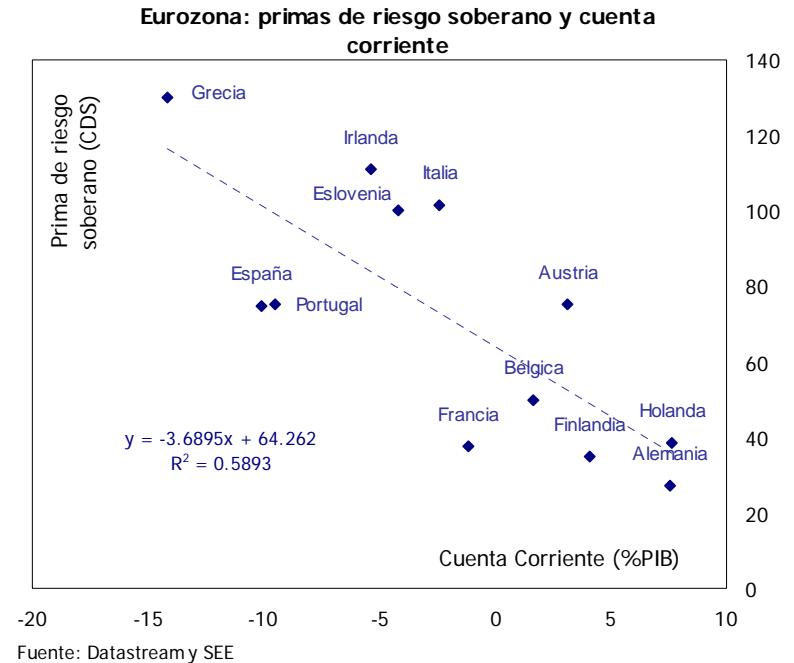
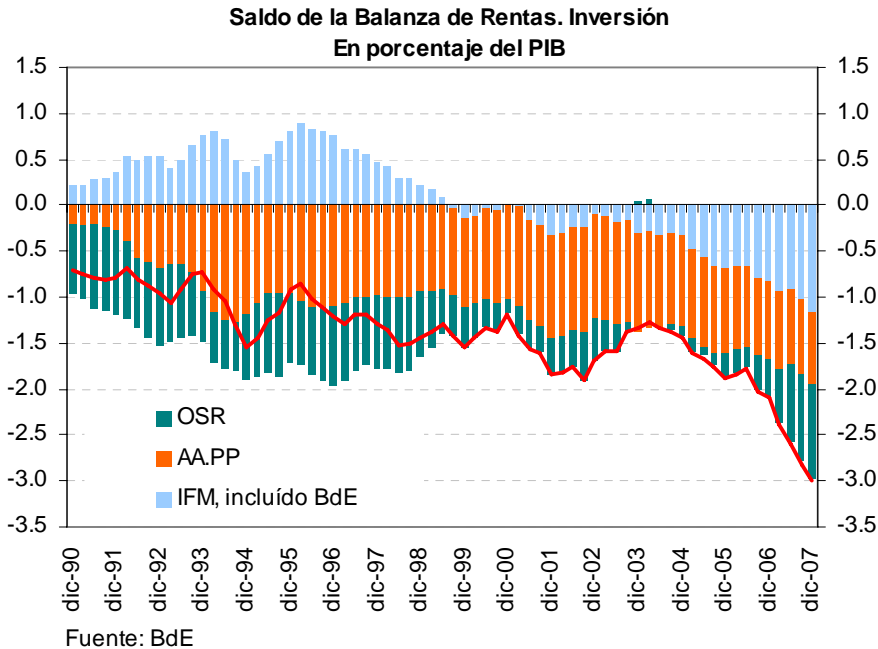


Fuente: SEE BBVA

Estas elevadas necesidades de financiación supone seguir acumulando pasivos frente al exterior, ...

... además, España es uno de los países con un mayor endeudamiento neto.

España, ante el reto de reducir las necesidades de financiación...



Este elevado endeudamiento hace que los pagos por intereses asciendan ya a 3 puntos de PIB, deteriorando el saldo de la balanza por cuenta corriente ...

... lo que además, conlleva un aumento de los costes de financiación soberanos, ya que el mercado penaliza a los países con mayor endeudamiento externo.

España, ante el reto de reducir las necesidades de financiación... ... y de aumentar la productividad

¿Cómo conseguir que se reduzcan las necesidades de financiación y generar las bases de un crecimiento sostenible a medio plazo?

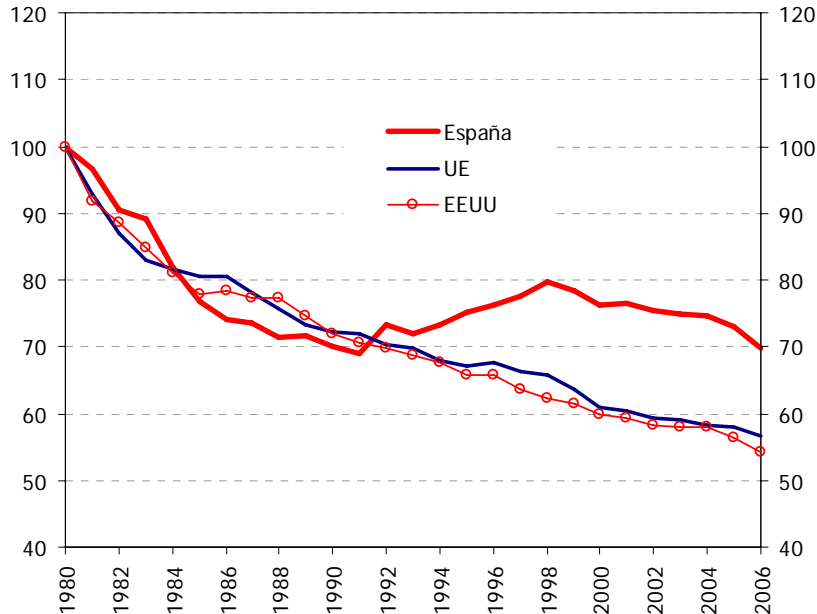
Mediante la puesta en marcha de medidas encaminadas a:

- ❑ Reducir la dependencia energética; y
- ❑ Mejorar la competitividad, que es posible por dos vías:
 - Disminución de los costes laborales unitarios, válida a corto plazo
 - Mejoras de productividad

España, ante el reto de reducir las necesidades de financiación... ... y de aumentar la productividad

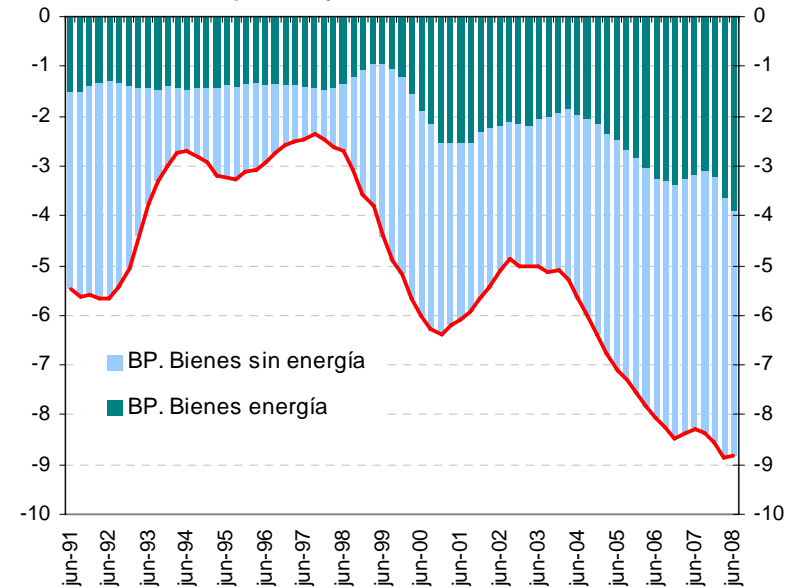
1 Reducción de la dependencia energética

Uso de petróleo por unidad de PIB
(1980=100)



Fuente: SEE BBVA, Comisión Europea y BP

Saldo de la Balanza de Bienes
En porcentaje del PIB acumulado anual



Fuente: SEE BBVA a partir de BdE e INE

Exigiría un **nuevo modelo energético**, pero requiere medidas de implementación larga, con lo que en el corto y medio plazo se continuaría soportando un déficit energético de más de dos puntos.

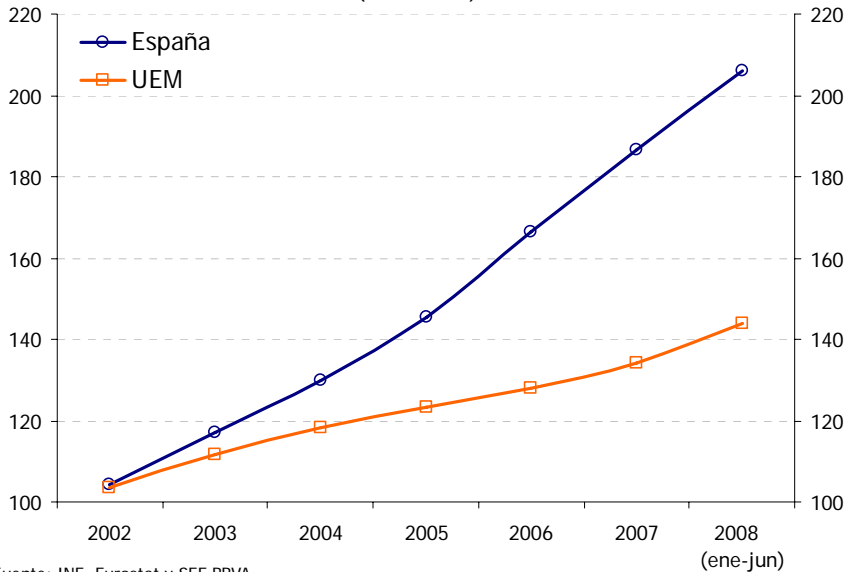
España, ante el reto de reducir las necesidades de financiación... ... y de aumentar la productividad

2 Disminución de los costes laborales unitarios (CLUs)

Diferencial de crecimiento de los costes laborales unitarios frente a nuestros principales competidores (UE) → Pérdida de competitividad precio,...

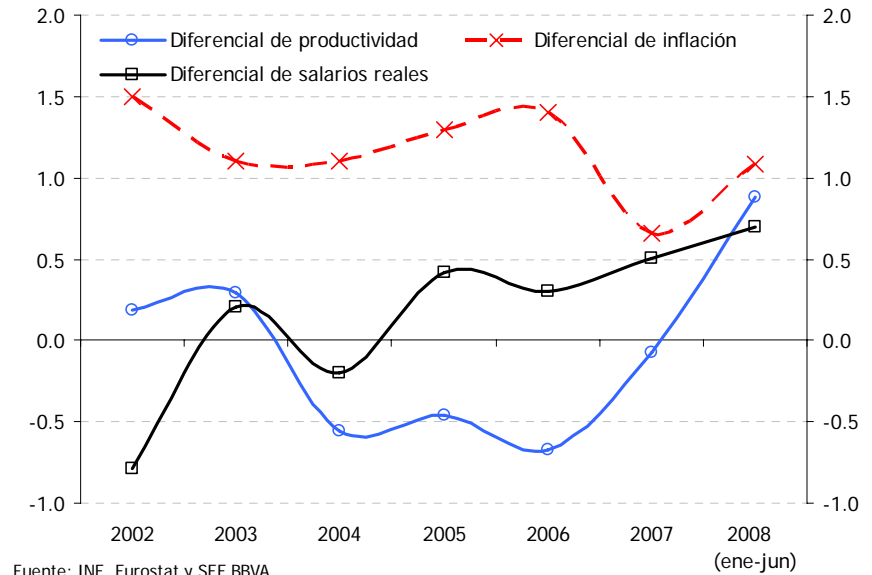
... tanto porque la productividad ha crecido comparativamente menos en España, como por el diferencial de inflación que se ha reflejado en el mayor crecimiento de los salarios nominales

Crecimiento acumulado de los costes laborales unitarios.
España vs UEM
(2002 = 100)



Fuente: INE, Eurostat y SEE BBVA

Componentes de los CLUs. Salarios vs productividad.
Diferencial de tasas de crecimiento España-UEM



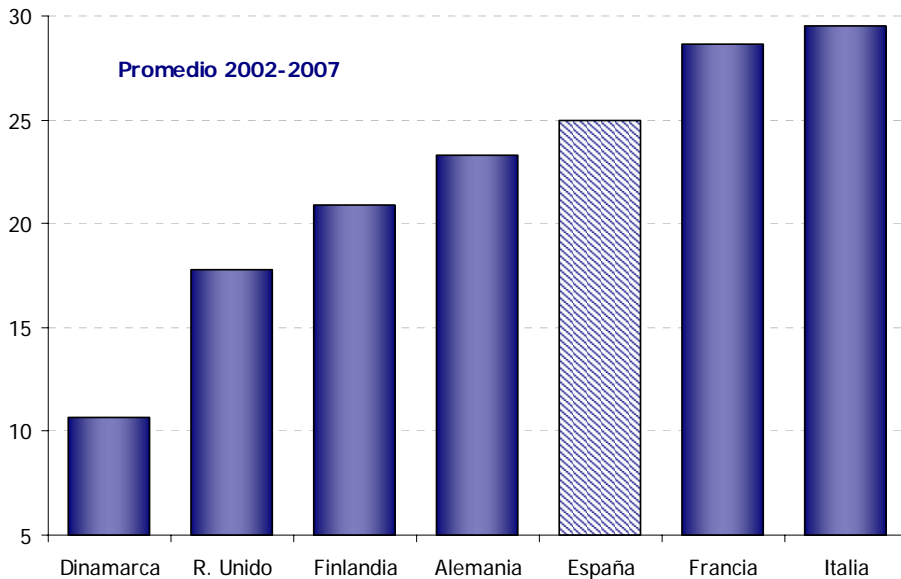
Fuente: INE, Eurostat y SEE BBVA

España, ante el reto de reducir las necesidades de financiación... ... y de aumentar la productividad

2 Disminución de los costes laborales unitarios (CLUs)

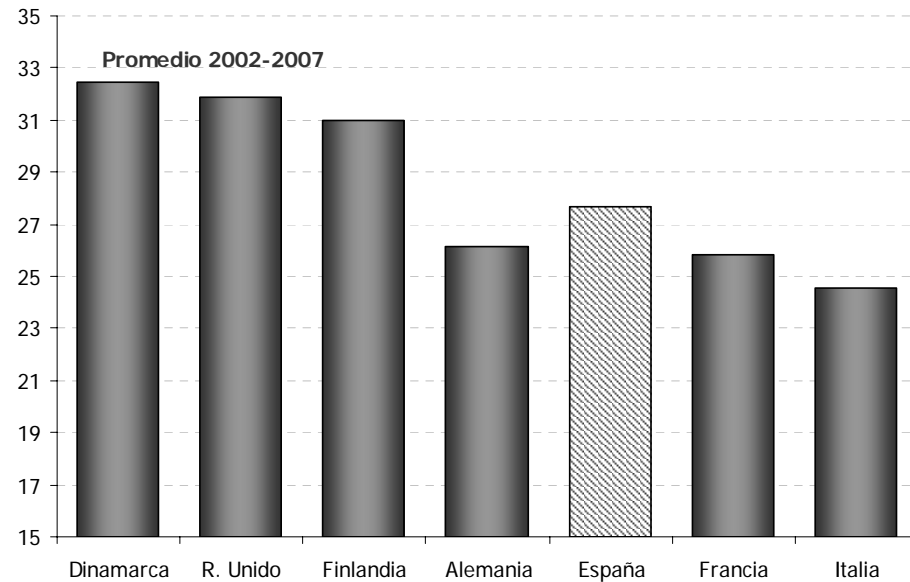
Un modo de reducir los CLUs es disminuir temporalmente las cotizaciones sociales, ...
... comparativamente elevadas en el caso de España, ... a cambio de un incremento del IVA,
de España, ... comparativamente reducido.

Cotizaciones sociales pagadas por la empresa
(% sobre el coste laboral total)



Fuente: Eurostat y SEE BBVA

Recaudación del IVA
(% sobre el total)



Fuente: Eurostat y SEE BBVA

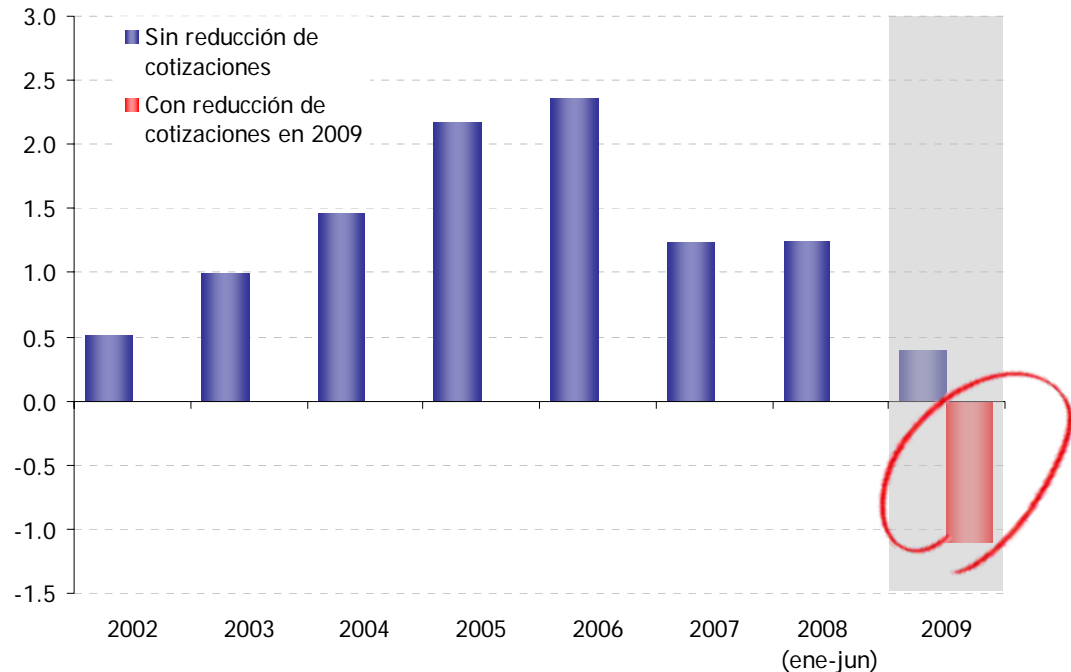
España, ante el reto de reducir las necesidades de financiación... ... y de aumentar la productividad

2 Disminución de los costes laborales unitarios (CLUs)

Por ejemplo, una disminución de 6 pp de las cotizaciones sociales a cargo del empleador (~R. Unido) supondría una reducción del crecimiento de los CLUs en 1,5 pp

..., lo que convertiría el diferencial de crecimiento de los CLUs con la UEM en negativo

Diferencial de crecimiento de los CLUs España-UEM.
Previsión sin reducción de cotizaciones vs con reducción



Fuente: SEE BBVA

España, ante el reto de reducir las necesidades de financiación... ... y de aumentar la productividad

3

El patrón de crecimiento de la economía española necesita apoyarse en ganancias en productividad

En la revista Situación España de julio mostrábamos que el comportamiento de la economía ex-construcción determinaría el crecimiento de los próximos años

Obteníamos que los sectores económicos no vinculados al de la construcción se caracterizan por:

Utilización intensiva de tecnología

Fabricación de material eléctrico, aeronáutica, act. informáticas, servicios empresariales

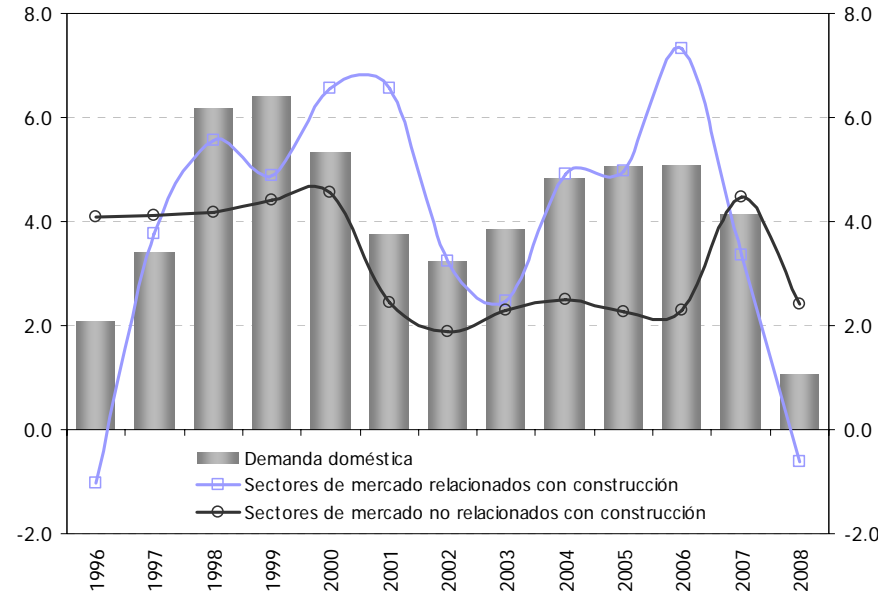
Adaptación a nuevos hábitos de la población

Actividades recreativas, servicios personales, comercio y turismo.

Dinamismo exportador

Energía, alimentación y bebidas, química, vehículos de motor, industria textil, material eléctrico, aeronáutica.

Valor añadido bruto, real
(Tasa de crecimiento interanual)



Fuente: INE y SEE BBVA

Las ganancias de productividad son imprescindibles para asegurar el crecimiento a largo plazo

España, ante el reto de reducir las necesidades de financiación... ... y de aumentar la productividad

3

El patrón de crecimiento de la economía española necesita apoyarse en ganancias en productividad

Las ganancias de productividad son imprescindibles para asegurar el crecimiento a largo plazo.

Crecimiento del PIB Potencial en España: Descomposición en Contribuciones

(tasa media de crecimiento anual; en porcentaje)

	PIB	=	Población	+	Mercado Laboral	+	Productividad
1988-1993	2,9		0,8		0,7		1,4
1994-2000	3,2		0,8		1,7		0,7
2001-2009	3,1		1,4		1,0		0,6
2010-2015	2,8		0,9		0,8		1,1

Las perspectivas de menor crecimiento de la población y de ritmo más lento de convergencia del mercado laboral ...

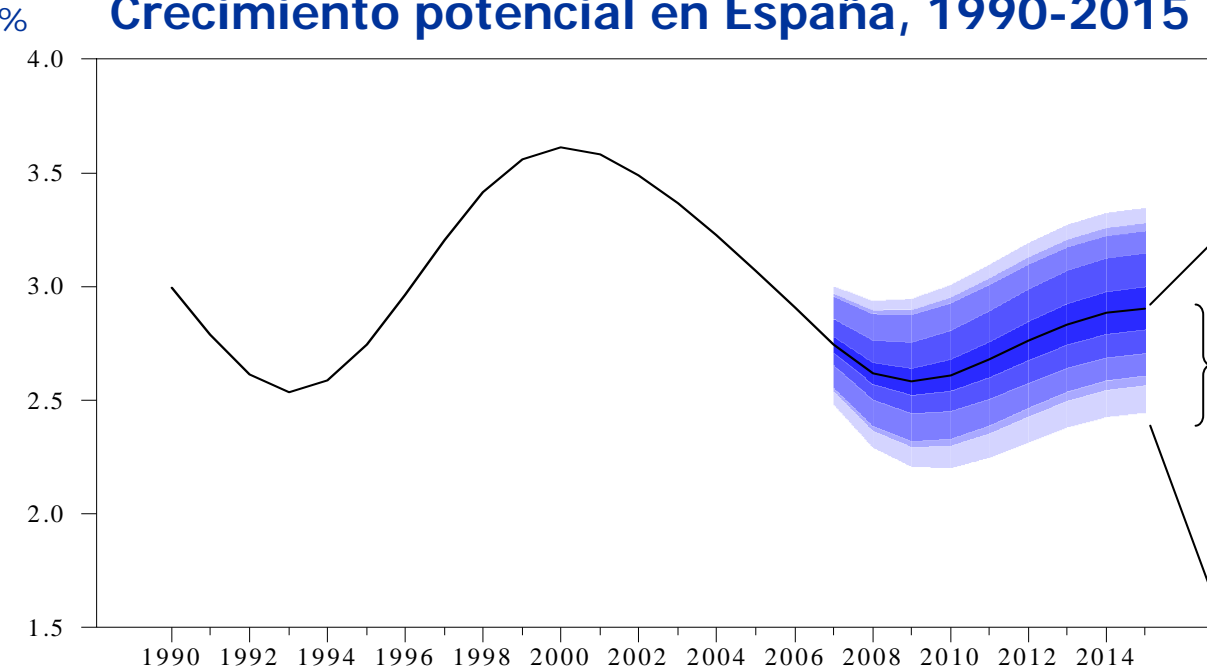
... implican que para registrar a medio plazo una tasa de crecimiento potencial del 2,8%, la economía española necesitará alcanzar un crecimiento de la productividad por encima del 1%

España, ante el reto de reducir las necesidades de financiación... ... y de aumentar la productividad

3

El patrón de crecimiento de la economía española necesita apoyarse en ganancias en productividad

Crecimiento potencial en España, 1990-2015



Escenario central: **2,8%**

Margen para la política económica:

Entre los dos escenarios hay menos crecimiento en productividad (0,2 décimas), en actividad y empleo (0,2 décimas) y en población activa (0,1 décima)

Peor escenario: **2,3%**

..., lo que facilitaría la depreciación del tipo de cambio real (mejora en la competitividad) y también reduciría las necesidades de financiación de la economía en el medio plazo.

Principales mensajes

- El entorno económico global es especialmente adverso, con una crisis financiera que se recrudece y se extiende a países y segmentos de mercado no afectados previamente
- La economía española se verá afectada, además, por el menor crecimiento mundial, especialmente en los mercados más importantes de las exportaciones españolas, como es el área del euro, que registrará en 2009 una caída del PIB en torno al medio punto
- En este contexto, se revisan a la baja los rangos de crecimiento del PIB anunciados en julio pasado. En 2008, el crecimiento se situará en el 1,4% y 1,2%. En 2009, el PIB se situará entre -0,1% y - 1,5%
- Dentro de este rango, los riesgos están sesgados a la baja con un escenario central del -1,0%. Excluyendo la construcción la economía española registra en 2009 un crecimiento positivo del 0,6%
- Los menores tipos de interés y la caída del precio de las materias primas son elementos de soporte que neutralizarán parcialmente en 2009 los factores que están afectando negativamente la actividad económica
- En este entorno, es prioritario reducir el déficit exterior e impulsar la productividad mediante la implementación de políticas micro y macroeconómicas apropiadas. Así, una vez superada la actual crisis, el crecimiento económico español podría retomar tasas en torno al 2,8%

El entorno exterior y la crisis financiera debilitarán la actividad económica en España en 2009

Presentación de "Situación España"

José Luis Escrivá

Economista Jefe Grupo BBVA