

HACIA UN ENTORNO MACROFINANCIERO MÁS INCIERTO: PERSPECTIVAS Y RETOS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Óscar Arce

Director general de Economía y Estadística

Banco de España

LA GESTIÓN INDEPENDIENTE ANTE EL NUEVO ENTORNO ECONÓMICO.
NUEVOS RETOS PARA LA INVERSIÓN Y LA CREACIÓN DE VALOR EN BOLSA

Madrid, 27 de noviembre de 2018

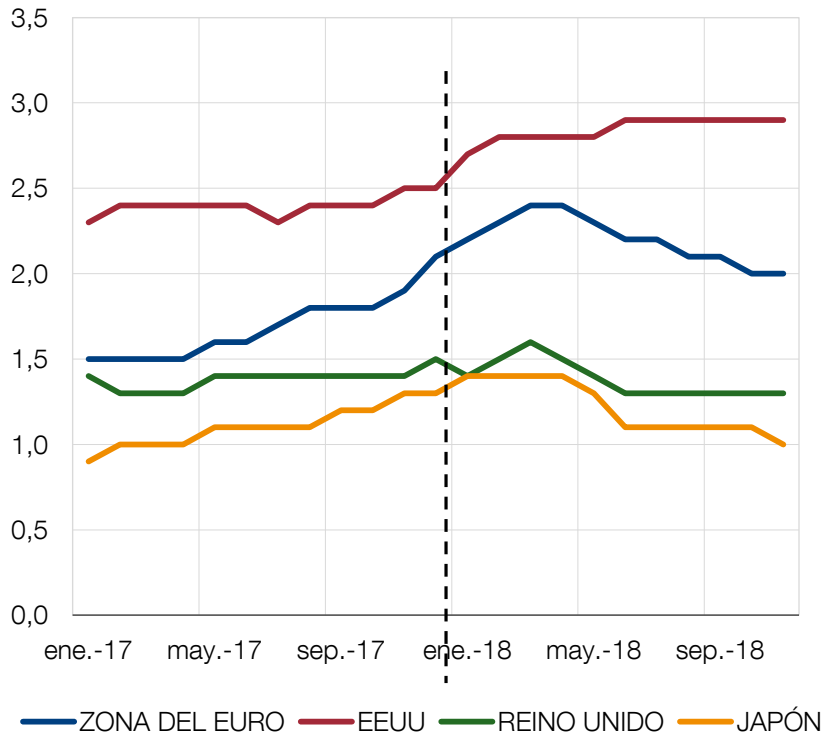
Contenidos

- 1. Un entorno macrofinanciero global más incierto**
2. Desaceleración reciente y perspectivas del área del euro
3. Perspectivas y retos para España

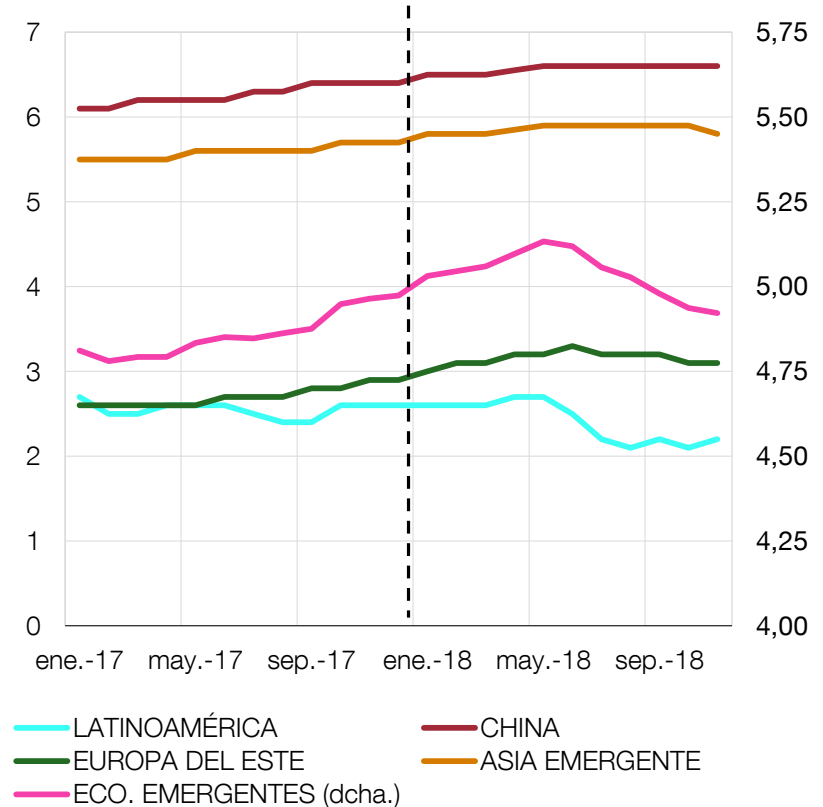
- La economía mundial muestra señales de fatiga y se observan divergencias crecientes entre países.
- El estímulo fiscal está contribuyendo a mantener el crecimiento de EEUU

PREVISIONES DE CRECIMIENTO PARA 2018 (%)

ECONOMÍAS AVANZADAS



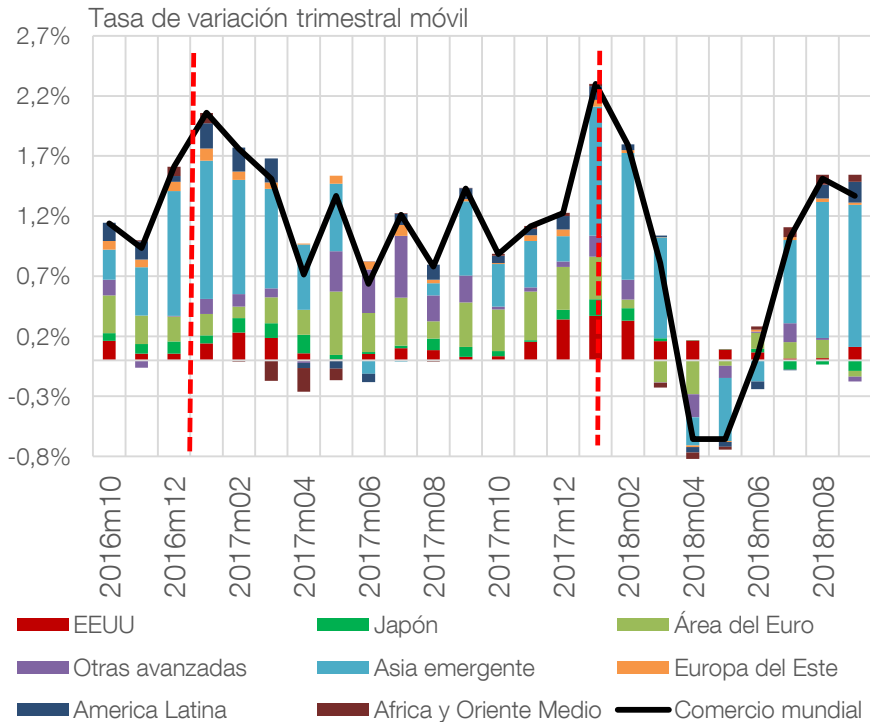
ECONOMÍAS EMERGENTES



Fuente: Consensus. Última previsión: noviembre de 2018. La categoría "Eco. emergentes" comprende Latinoamérica (ex Venezuela desde abril de 2018), Asia emergente (China, Hong Kong, Corea del Sur, Taiwán, Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur, Tailandia, Sri Lanka y Vietnam) y Europa del Este (27 países entre los que figuran Rusia, Hungría, Polonia y República Checa).

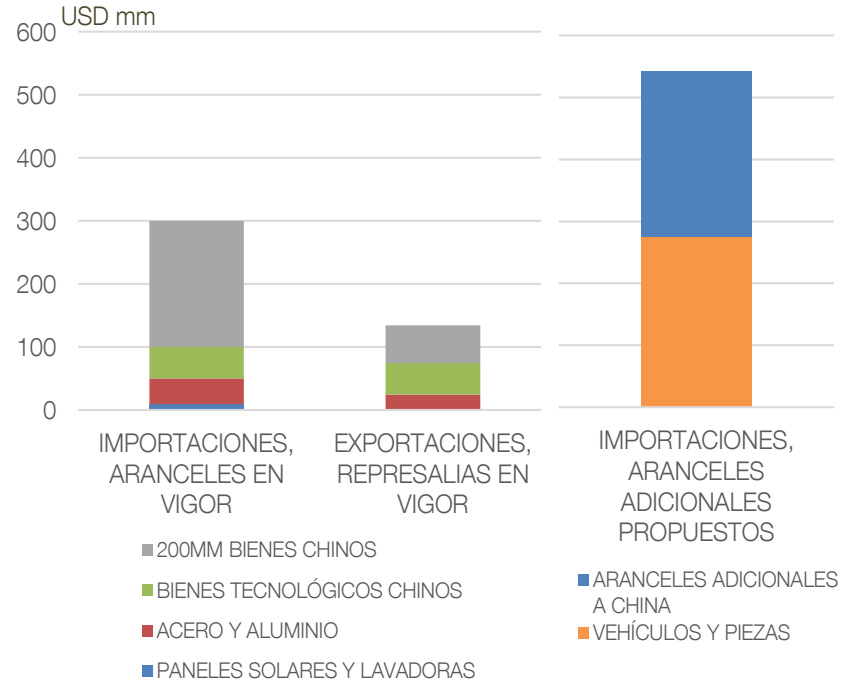
Ralentización del comercio internacional en 2018 y materialización de amenazas proteccionistas

CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL COMERCIO



Fuente: CPB, última observación: septiembre de 2018.

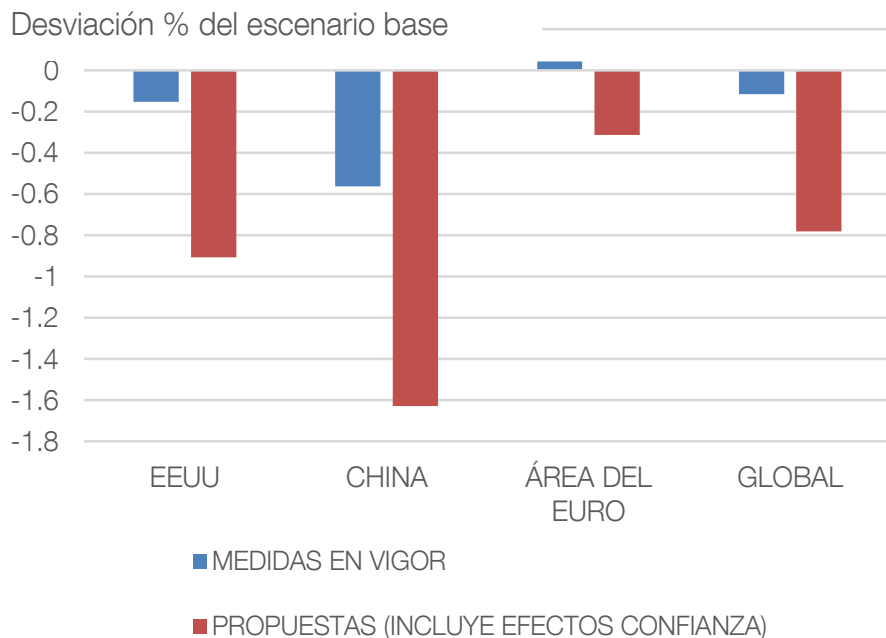
COMERCIO DE EE.UU. AFECTADO POR MEDIDAS PROTECCIONISTAS



FUENTES: PIIIE, BCE

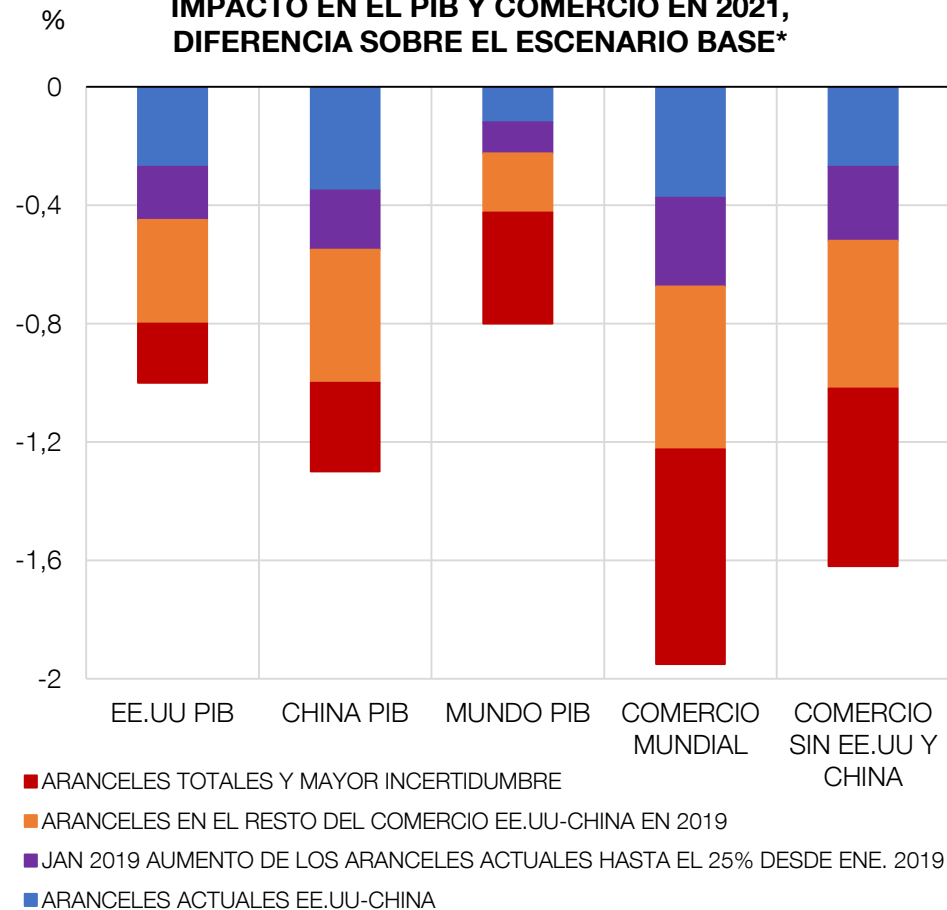
Una escalada proteccionista en EEUU tendría un impacto significativo sobre la actividad

IMPACTO ESTIMADO DE LAS MEDIDAS PROTECCIONISTAS EN 2019



Fuente: FMI WEO.

IMPACTO EN EL PIB Y COMERCIO EN 2021, DIFERENCIA SOBRE EL ESCENARIO BASE*



Fuente: OCDE.

Nota: Los aranceles actuales incluyen todos los impuestos en el comercio bilateral EEUU-China en 2018 hasta septiembre. El escenario morado muestra el impacto adicional de una subida de los aranceles a las importaciones de EEUU a 200 mil millones USD de productos chinos del 10% al 25% desde enero de 2019 (con represalias chinas de 60 mil millones USD de importaciones de EEUU). El escenario naranja muestra el impacto adicional si se imponen aranceles del 25% en el resto de comercio bilateral de productos no básicos entre China y EEUU a partir de julio de 2019. El escenario rojo muestra el impacto adicional de la incertidumbre resultante de una subida de 50 pb en la prima de riesgo en todos los países en 2019-2021.

El empeoramiento del comercio internacional explica una parte importante de la sorpresa negativa del crecimiento mundial en 2018

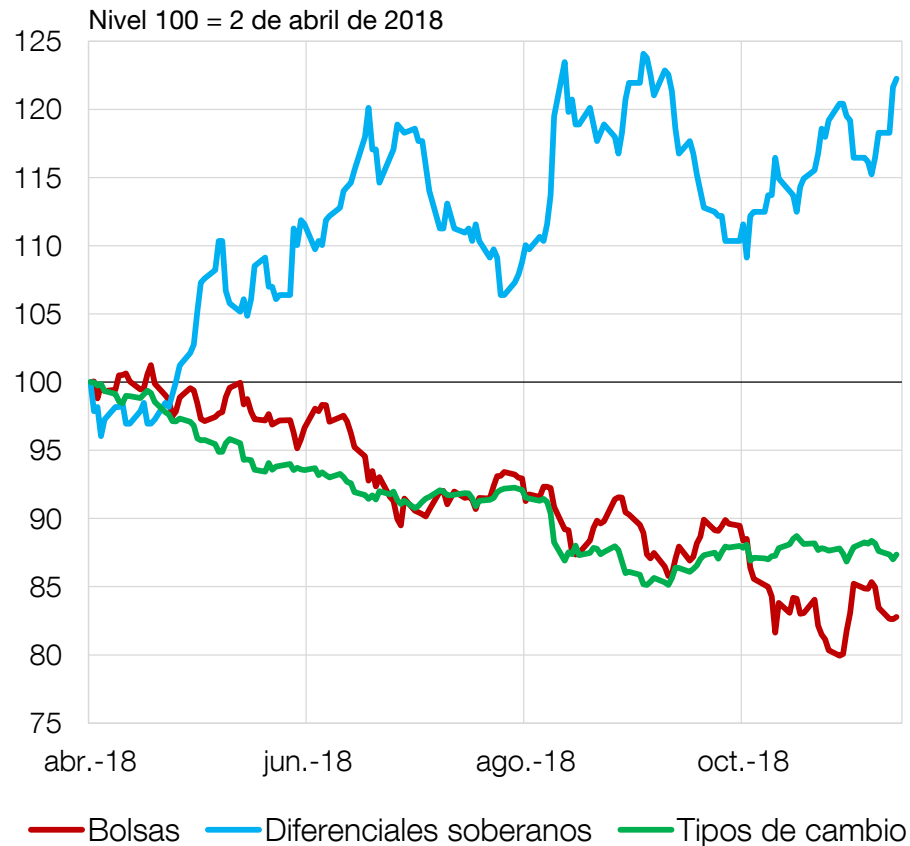
		2017	2018	2019	2020
BCE	PIB	3,7	3,7	3,5	3,5
(Sept 2018)	Importaciones de bb y ss	5,1	4,7	4,0	3,8
	Elasticidad	1,4	1,3	1,1	1,1
FMI	PIB	3,7	3,7	3,7	3,7
(Oct 2018)	Comercio de bb y ss	5,2	4,2	4	4,1
	Elasticidad	1,4	1,1	1,1	1,1
OCDE	PIB	3,7	3,7	3,5	3,5
(Nov 2018)	Comercio de bb y ss	5,0	4,7	4,5	
	Elasticidad	1,4	1,3	1,3	
Comisión Europea	PIB	3,7	3,7	3,5	3,5
(Nov 2018)	Importaciones de bb y ss	5,2	3,9	3,7	3,7
	Elasticidad	1,4	1,1	1,1	1,1
OMC	PIB (a tc de 2005)	3	3,1	2,9	
(Sept 2018)	Importaciones de bb y ss	4,7	3,9	3,7	
	Elasticidad	1,6	1,3	1,3	

El endurecimiento de las condiciones financieras en Estados Unidos afecta a los mercados emergentes

PROBABILIDAD DE 4 O MÁS SUBIDAS DE TIPOS DE INTERÉS EN EL INTERVALO OBJETIVO DE LOS FONDOS FEDERALES



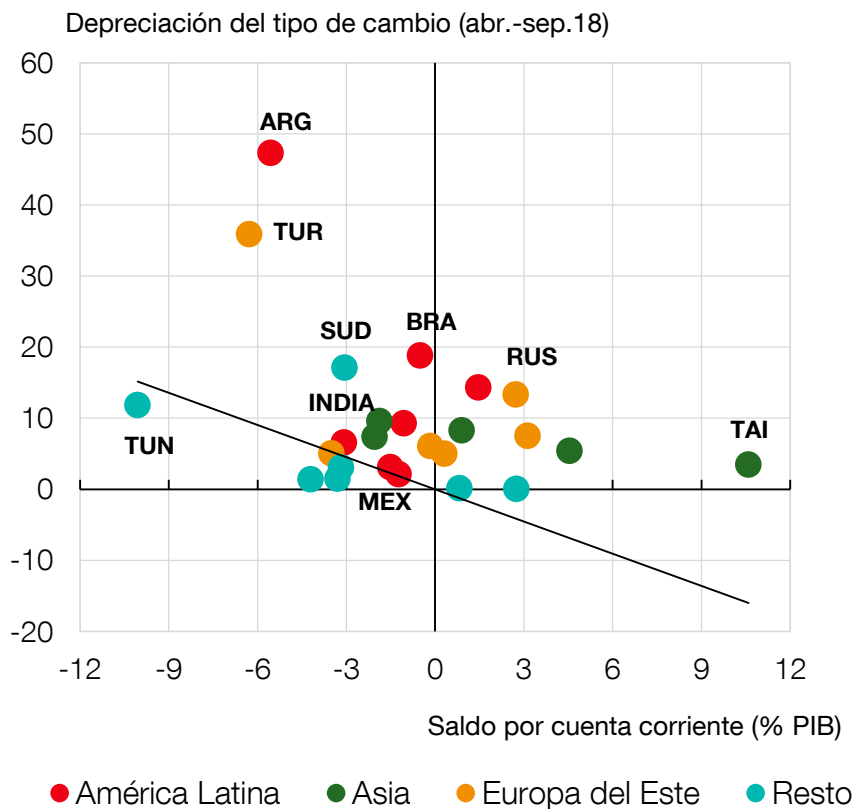
MERCADOS EMERGENTES: PRINCIPALES INDICADORES



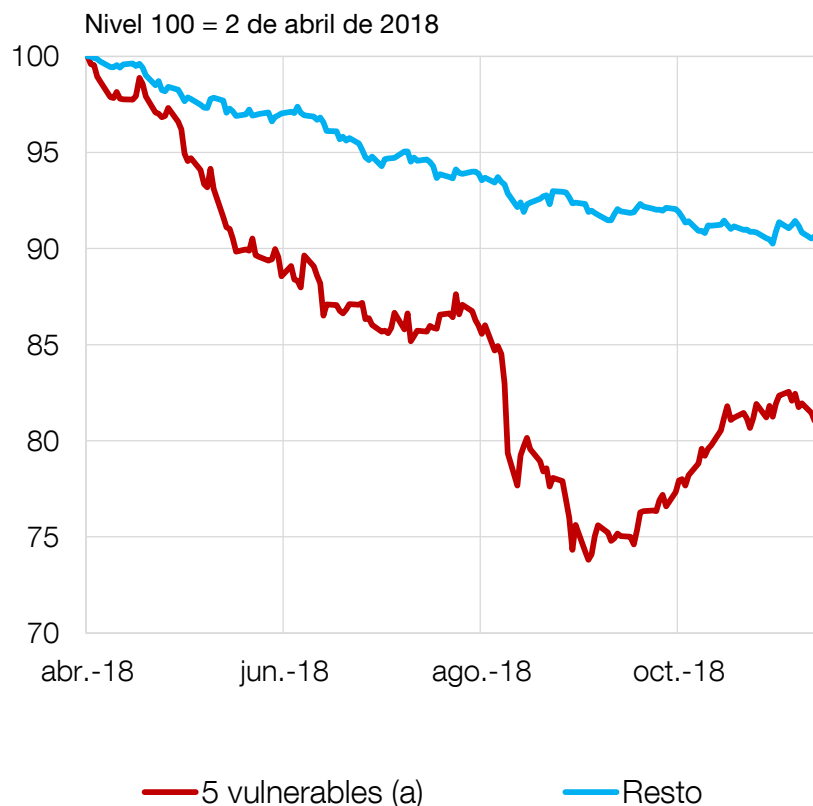
Fuentes: Bloomberg e IFS Datastream. Última observación: 15 de noviembre de 2018.

Impacto en economías emergentes: discriminación en base a vulnerabilidades

VULNERABILIDADES Y DEPRECIACIÓN CAMBIARIA



TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



Fuente: IFS Datastream. Última observación: 15 de noviembre de 2018.

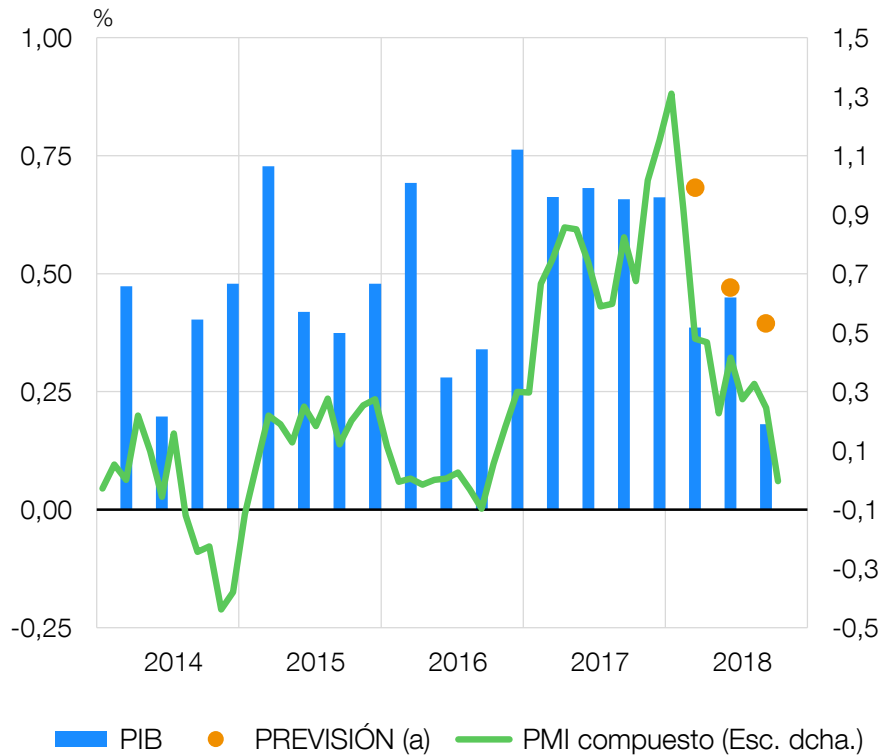
(a) Argentina, Egipto, Sudáfrica, Brasil y Turquía.

Contenidos

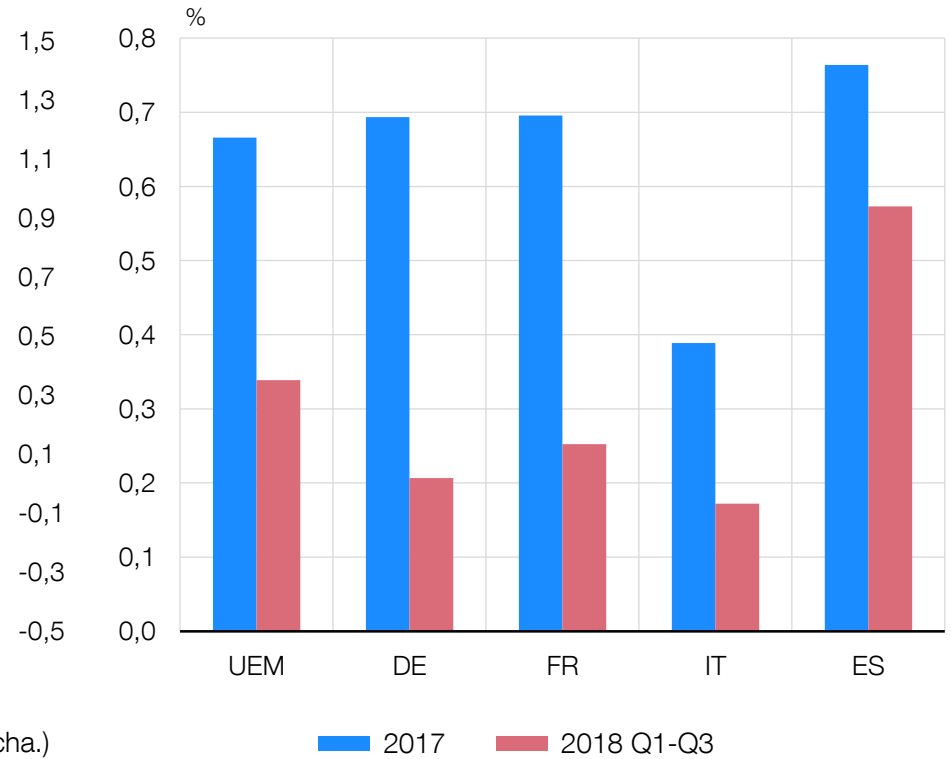
1. Un entorno macrofinanciero global más incierto
- 2. Desaceleración reciente y perspectivas del área del euro**
3. Perspectivas y retos para España

El área del euro se está desacelerando en 2018 más de lo esperado, tras un impulso notable en 2017

CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB



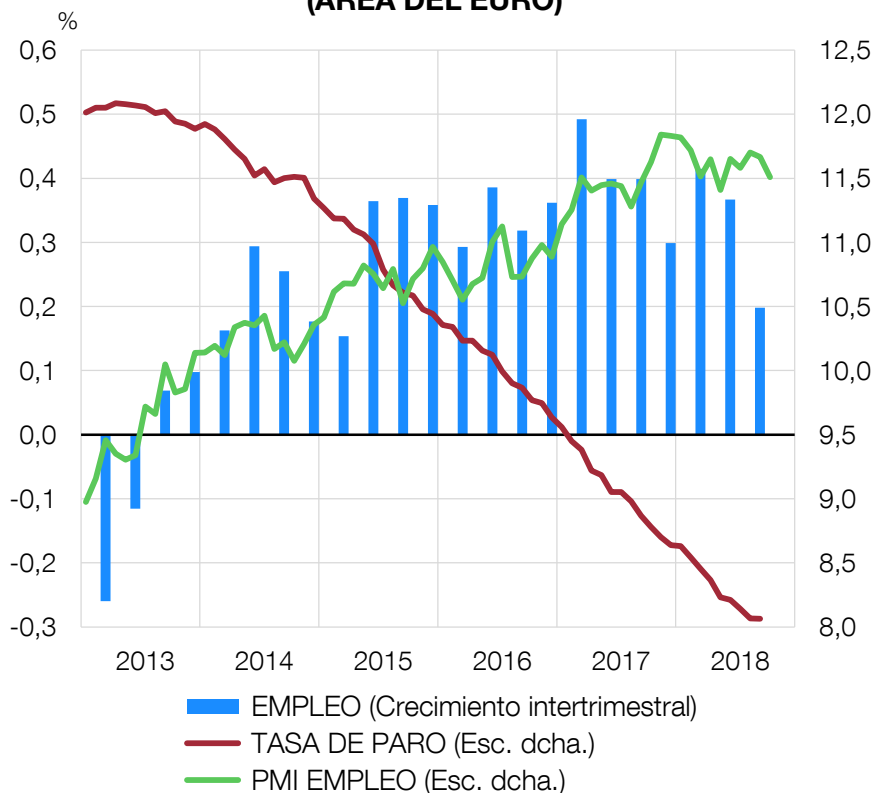
CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL MEDIO



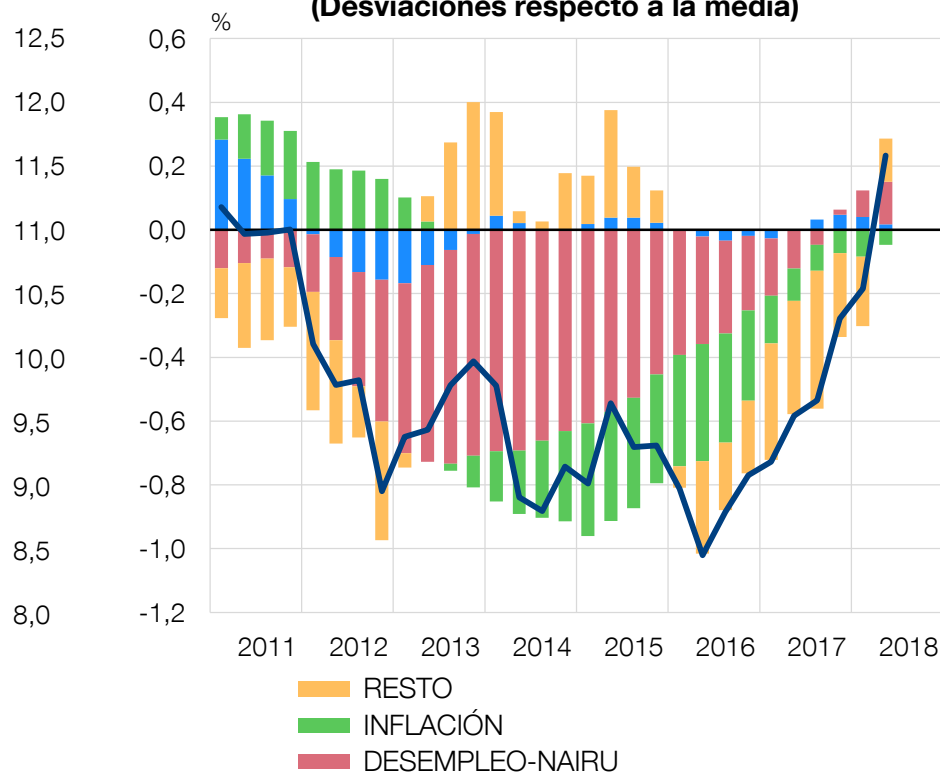
Fuentes: BCE, Eurostat e IHS Markit. Última observación: octubre de 2018 para el PMI y tercer trimestre para el PIB.
 (a) Ejercicios de previsión del BCE en marzo, junio y septiembre de 2018, respectivamente.

No obstante, se espera que prosiga la fase expansiva, apoyada en varios elementos de soporte, como la mejora progresiva del mercado de trabajo...

**EMPLEO, DESEMPLEO Y PMI
(ÁREA DEL EURO)**



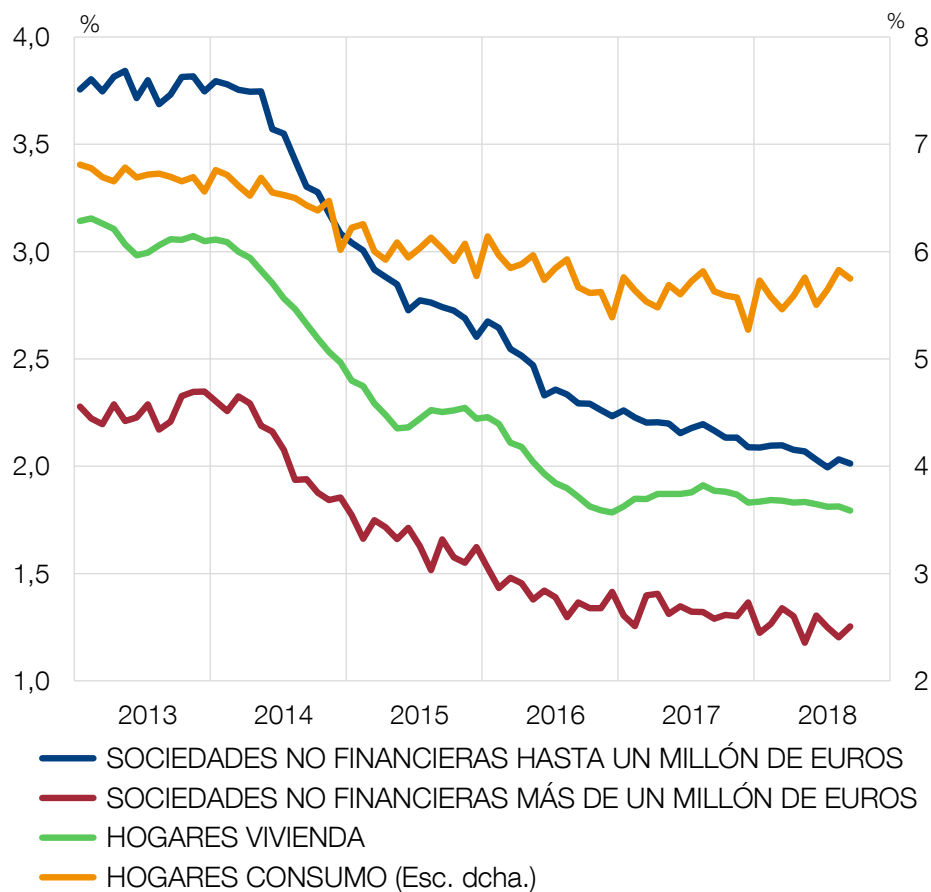
**CRECIMIENTO DE LA REMUNERACIÓN POR ASALARIADO
Descomposición basada en la curva de Phillips
(Desviaciones respecto a la media)**



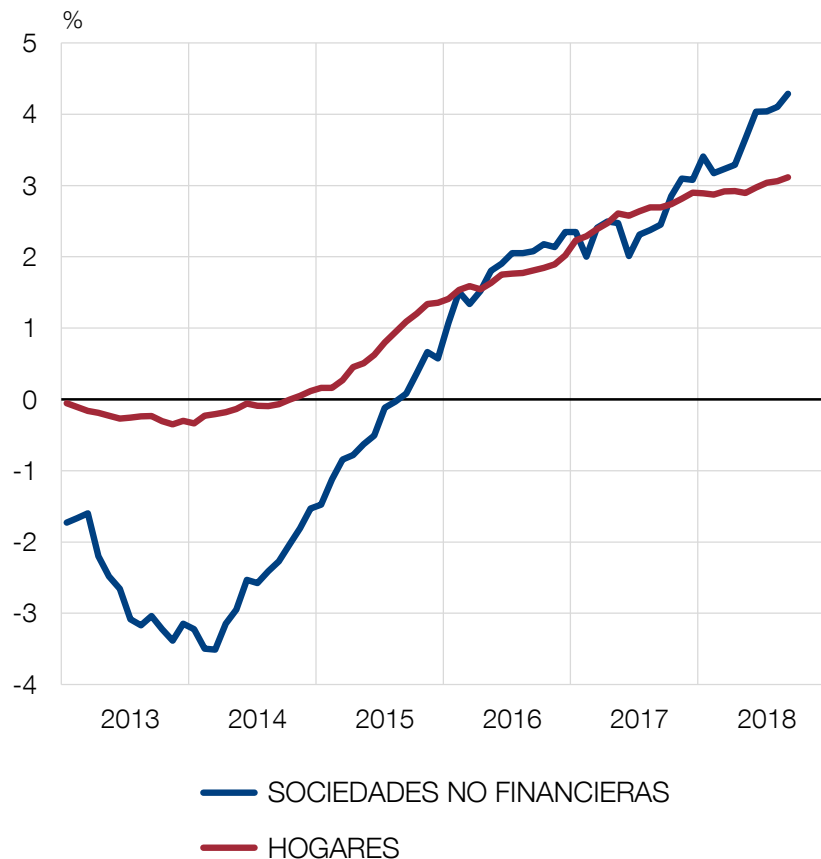
Fuentes: Eurostat e IHS Markit. Última observación: en el gráfico izquierdo, tercer trimestre de 2018 para el empleo, septiembre para la tasa de paro y octubre para el PMI; en el gráfico derecho, descomposición realizada hasta el segundo trimestre de 2018.

... y unas condiciones financieras holgadas.

TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA UEM

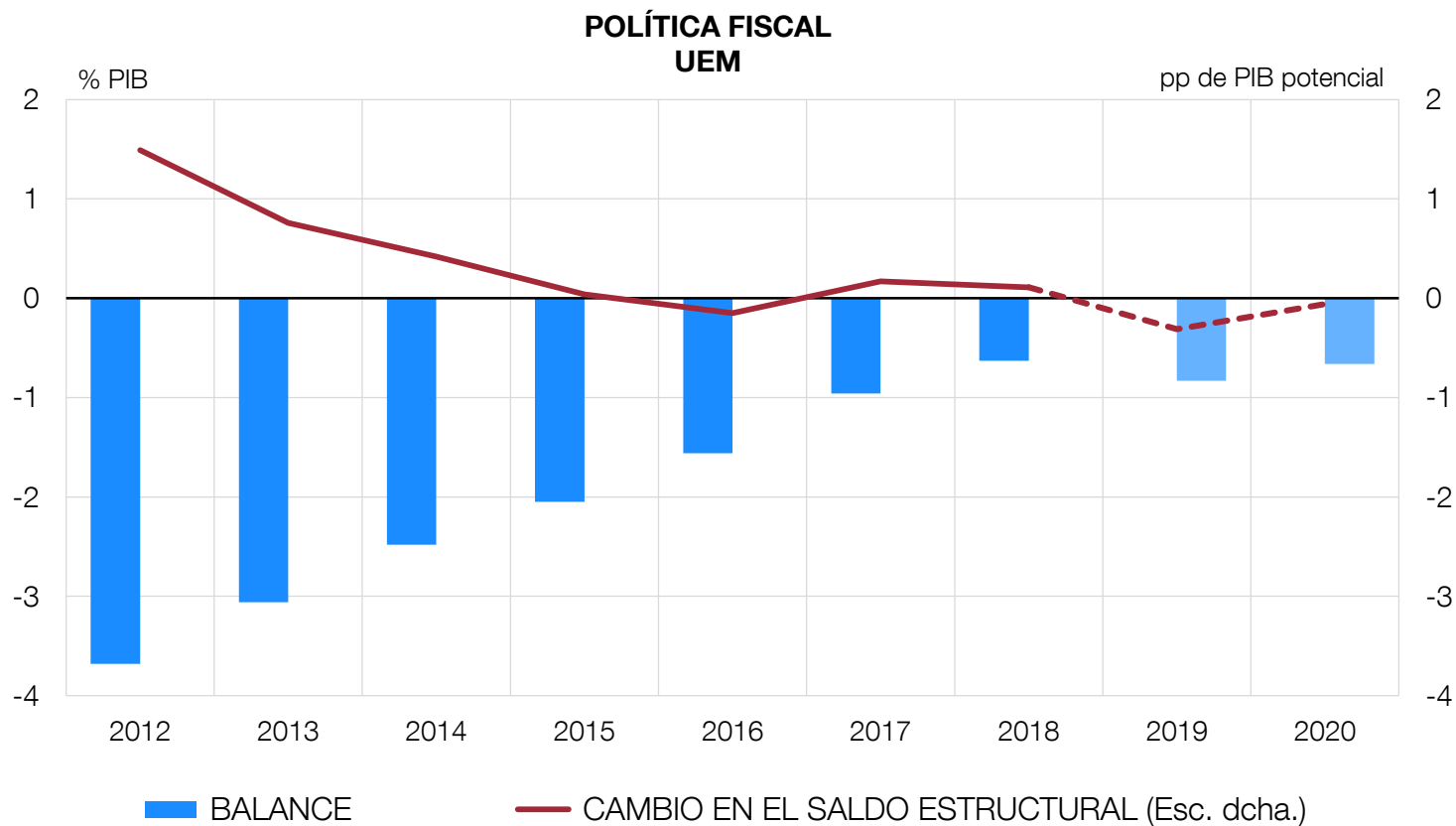


SALDO VIVO DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA UEM Tasa de crecimiento interanual



Fuente: BCE. Última observación: septiembre de 2018.

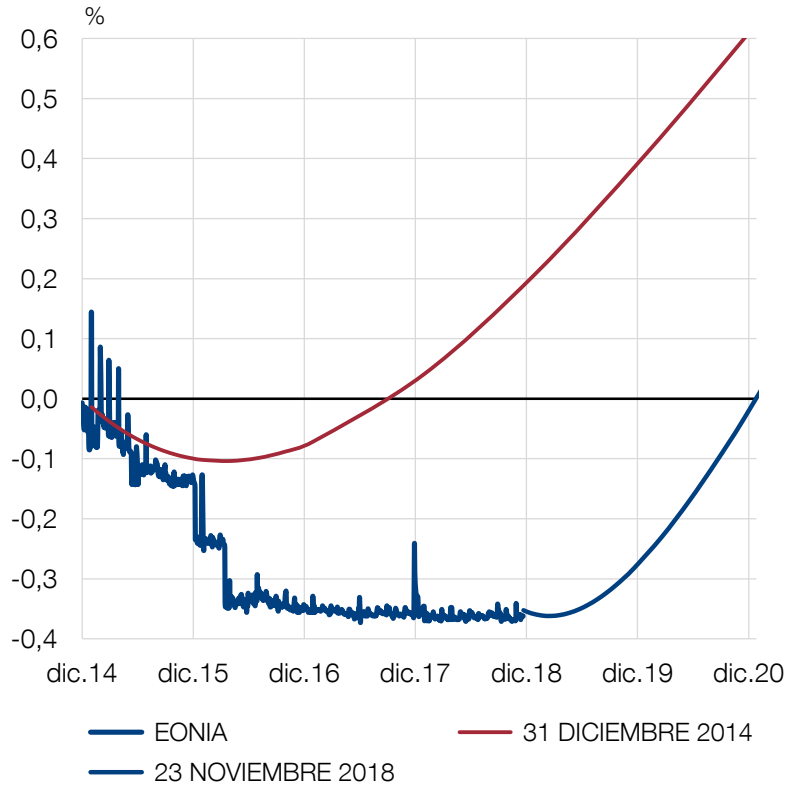
Se espera que la política fiscal en el área del euro sea ligeramente expansiva en los dos próximos años...



Fuente: Comisión Europea (previsiones de otoño de 2018).

...mientras que la política monetaria continuará proporcionando el estímulo necesario para que la inflación mantenga el ajuste sostenido hacia niveles en línea con el objetivo

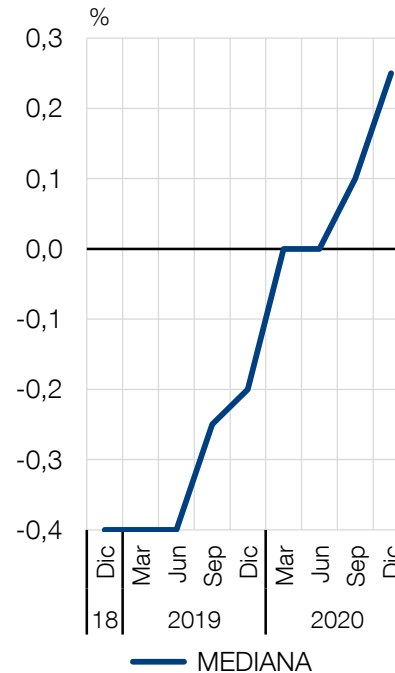
OIS FORWARD INSTANTÁNEO



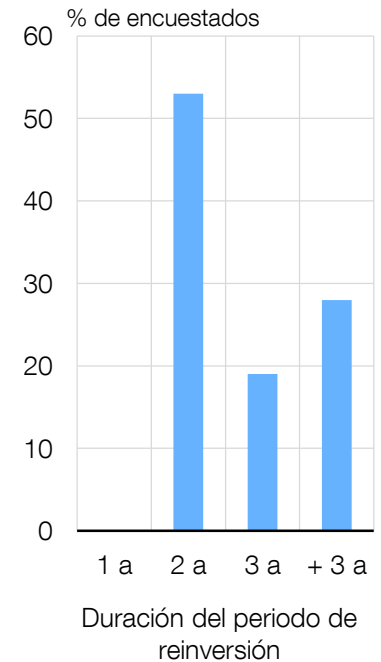
EXPECTATIVAS DE POLÍTICA MONETARIA

Encuesta Bloomberg

Tipo de depósito esperado (Encuesta noviembre)

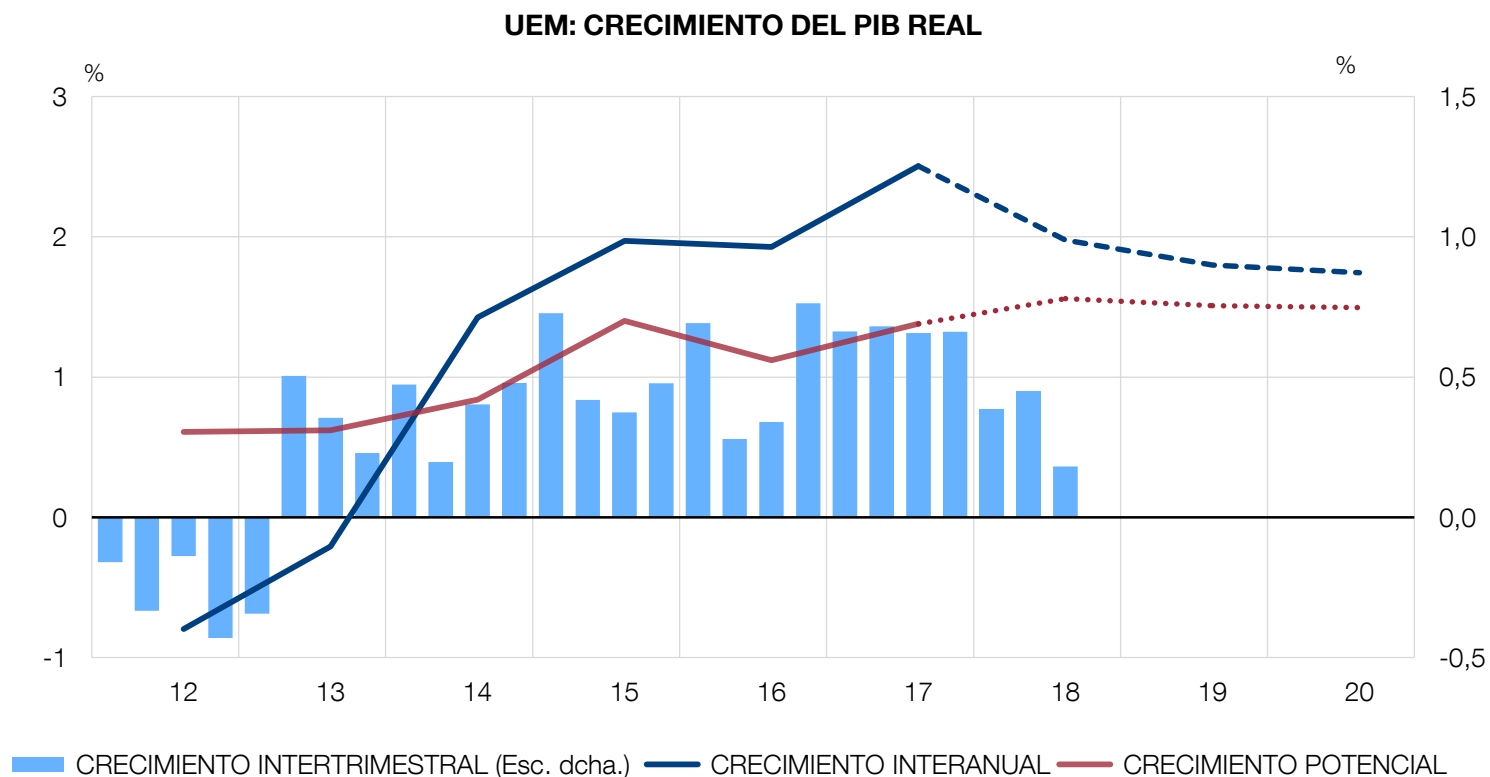


Reinversiones (Encuesta octubre)



Fuentes: Bloomberg e IFS Datastream.

Los anteriores factores continuarán respaldando el crecimiento económico de la UEM (por encima del potencial), aunque éste se verá afectado por la desaceleración del comercio exterior y el incremento de la incertidumbre...



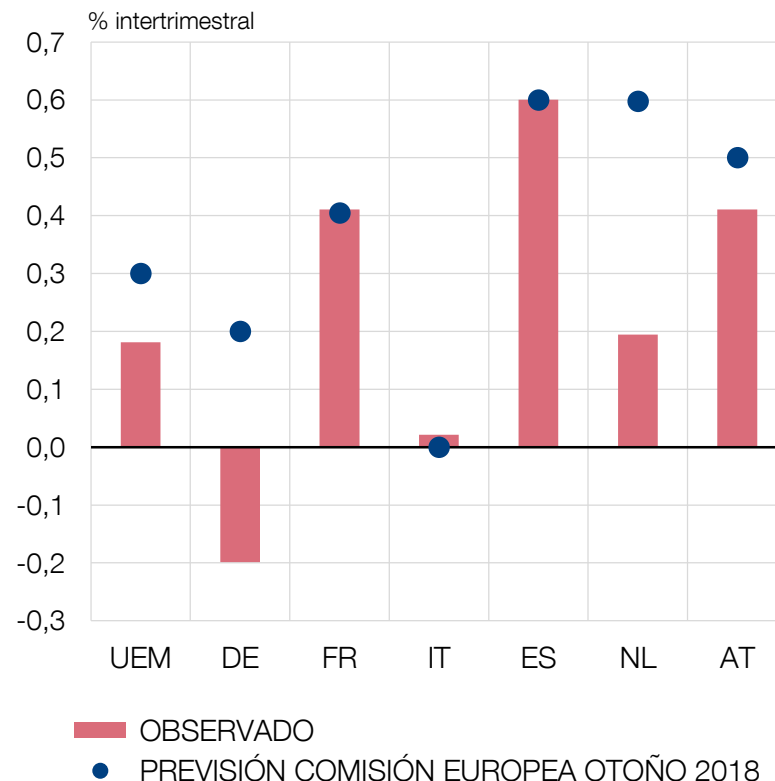
Fuentes: BCE, Comisión Europea y Eurostat.

...que ya están motivando revisiones a la baja en el crecimiento esperado (si bien no recogen plenamente la sorpresa negativa en el tercer trimestre)

PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB DEL ÁREA DEL EURO

	2017	2018	2019	2020
BCE				
Septiembre 18	2.5	2.0	1.8	1.7
<i>Junio 18</i>	2.5	2.1	1.9	1.7
Comisión Europea				
Noviembre 18	2.4	2.1	1.9	1.7
<i>Julio 18</i>	2.4	2.1	2.0	...
FMI				
Octubre 18	2.4	2.0	1.9	1.7
<i>Julio 18</i>	2.4	2.2	1.9	...
OCDE				
Noviembre 18	2.5	1.9	1.8	1.6
<i>Septiembre 18</i>	2.5	2.0	1.9	...
Survey Professional Forecasters				
Octubre 18	...	2.0	1.8	1.6
<i>Julio 18</i>	...	2.2	1.9	1.6
Consensus				
Noviembre 18	2.5	2.0	1.7	...
<i>Octubre 18</i>	2.5	2.0	1.8	1.8
Eurobarómetro				
Noviembre 18	2.4	2.0	1.7	...
<i>Octubre 18</i>	2.4	2.0	1.8	1.6

CRECIMIENTO DEL PIB TERCER TRIMESTRE DE 2018



Fuentes: BCE, Comisión Europea, Consensus, Eurobarómetro, Eurostat, FMI, OCDE, y SPF.

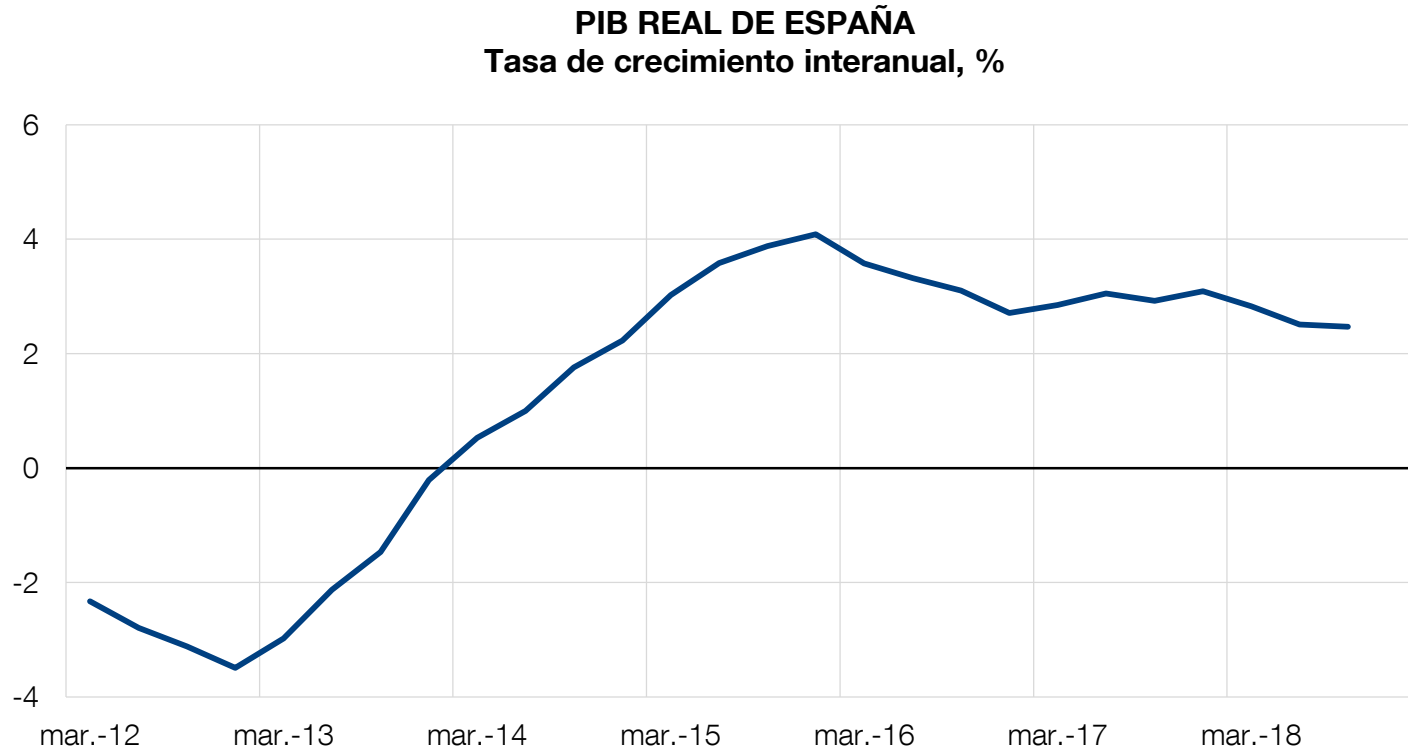
Impacto a largo plazo sobre el PIB de un *brex* sin acuerdo

Institution	GDP losses ¹		Channels	Kind of methods	
	UK	EU27			
LSE (2017)	-2.7		Trade, EU Budget	Comparative static, gravity + trade model	
IMF (2018b)	-4.0	-0.5			
CAE (2018)	-2.7	-0.8			
IFO (2017)	-1.7	-0.3	Trade		
IFO (2018)	-3.2	-0.6			
CPB (2016)	-4.1	-0.8	Trade		CGE trade model
KUL (2017)	-4.5	-1.5	Trade, GVC		Comparative static, gravity with sector-level input-output linkages
Bank of Italy (2018)	-2.0	-0.3 (EA)	Trade	DSGE	
	-10.6	-0.5 (EA)	Trade, TFP shock		
CPB (2016)	-8.7		Trade, TFP shock	CGE trade model	
IMF (2018b)		-1.5	Integration	PCA, gravity, panel cointegration	
NIESR (2016)	-3.2		Trade, tariffs, FDI, EU budget	Nigem	
	-7.8		Idem + labour productivity shock		
UK Gov (2018)	-7.7		Trade, migration, deregulation		CGE trade model (+ gravity)
UK Treasury (2016)	-7.5		Trade, FDI, uncertainty persistence	Calculations based on estimates of trade destruction and trade-income elasticity	
IFO (2015)	-14.1		Trade		

Contenidos

1. Un entorno macrofinanciero global más incierto
2. Desaceleración reciente y perspectivas del área del euro
- 3. Perspectivas y retos para España**

El crecimiento de la economía española también se está reduciendo, reflejando una desaceleración que en parte era prevista, pero que también recoge el reciente deterioro del entorno internacional



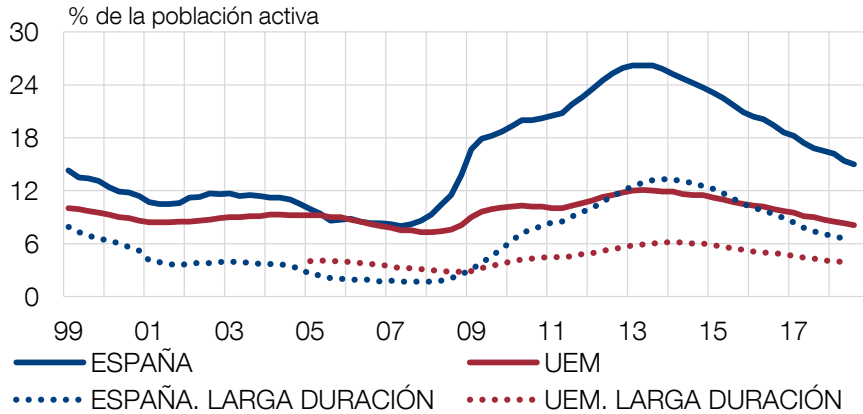
Fuente: INE. Última observación: tercer trimestre de 2018.

Aunque se espera un crecimiento superior al potencial en el medio plazo, esta previsión no está exenta de riesgos...

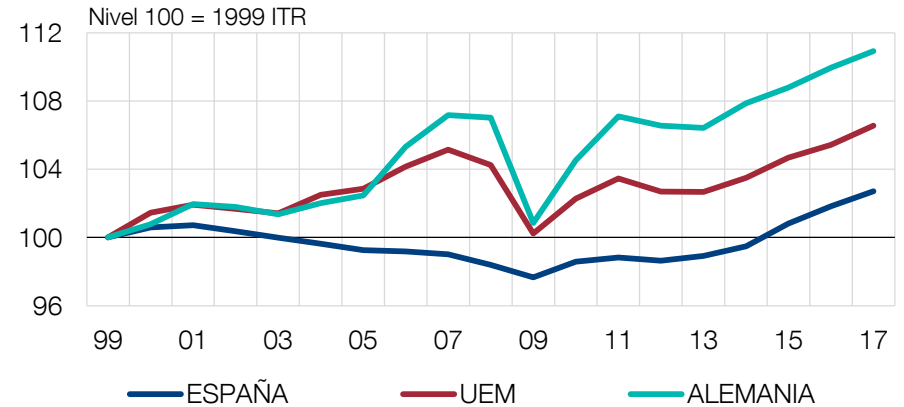
- **En la vertiente externa:**
 - incertidumbres asociadas a los efectos del proceso de normalización de las políticas monetarias (en particular, en Estados Unidos) sobre las condiciones financieras globales y la situación de ciertas economías emergentes
 - el posible resurgimiento de tensiones geopolíticas o una eventual escalada en la adopción de medidas proteccionistas. En concreto, de particular relevancia para la economía española resultan el desenlace del *brexit* y la situación en Italia.
- **En el plano interno:**
 - la fragmentación parlamentaria genera incertidumbre sobre el curso de algunas de las principales políticas económicas,
 - por otro lado, un hipotético repunte de la incertidumbre, asociada a la situación política en Cataluña, sigue representando un riesgo adicional para la estabilidad económica.

...mientras persisten algunos desequilibrios que es necesario corregir para consolidar un mayor crecimiento en el largo plazo

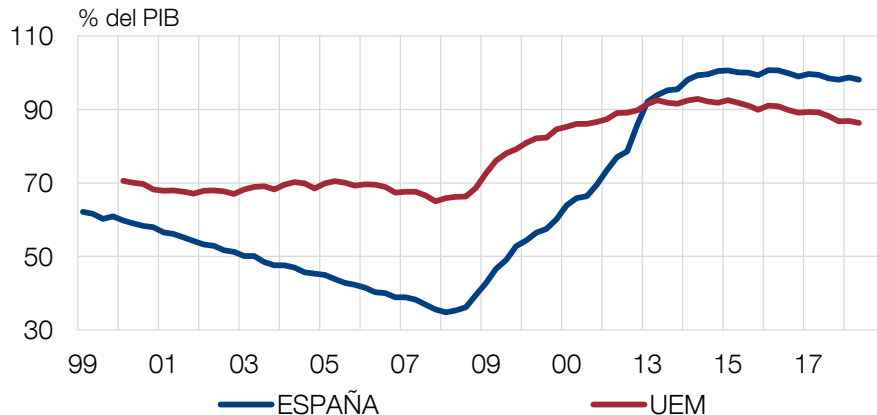
TASA DE PARO



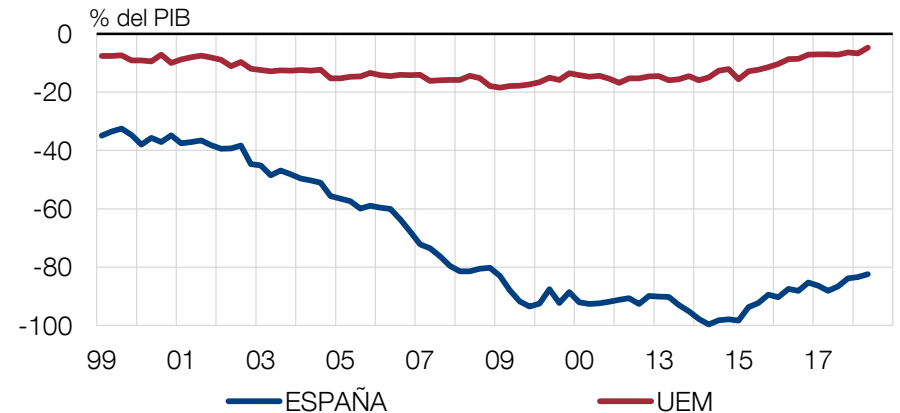
PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES (PTF)



DEUDA PÚBLICA



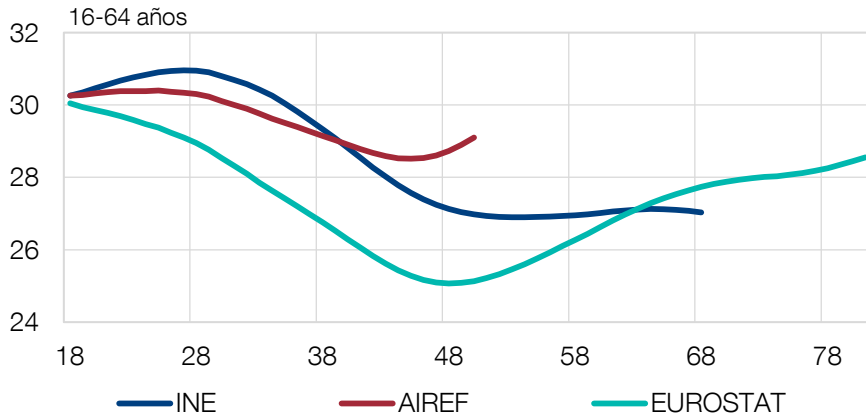
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (PII) NETA



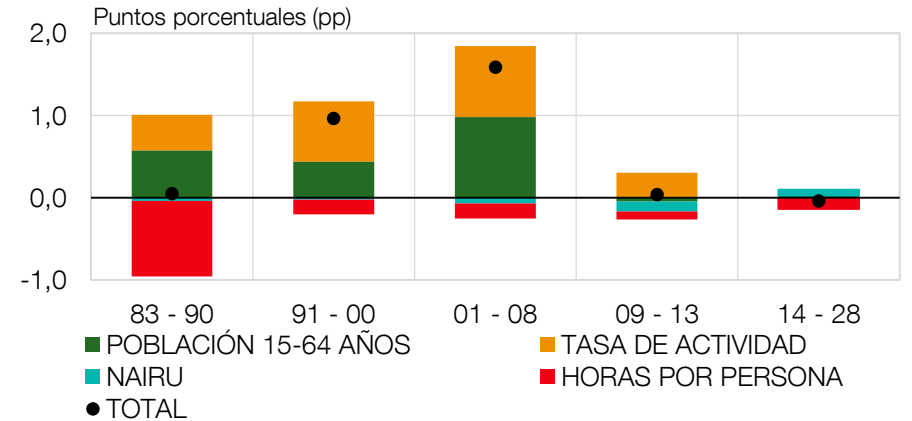
Fuentes: AMECO y Eurostat. Última observación: 2017 para la PTF, segundo trimestre de 2018 para la deuda pública y el saldo de la PII neta, y tercer trimestre de 2018 para la tasa de paro (segundo trimestre para la tasa de paro de larga duración, que considera como desempleadas las personas que permanecen más de un año en esa situación).

Adicionalmente, el envejecimiento de la población es un reto de primer orden para el crecimiento potencial y las finanzas públicas al limitar el número de personas activas.

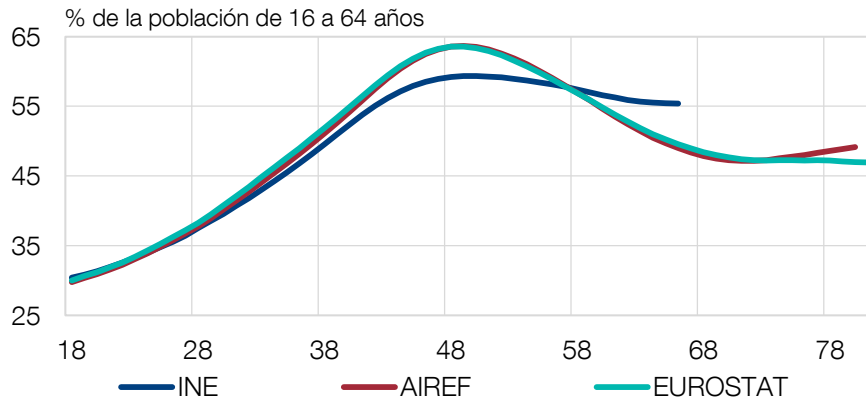
POBLACIÓN EN EDAD DE TRABAJAR



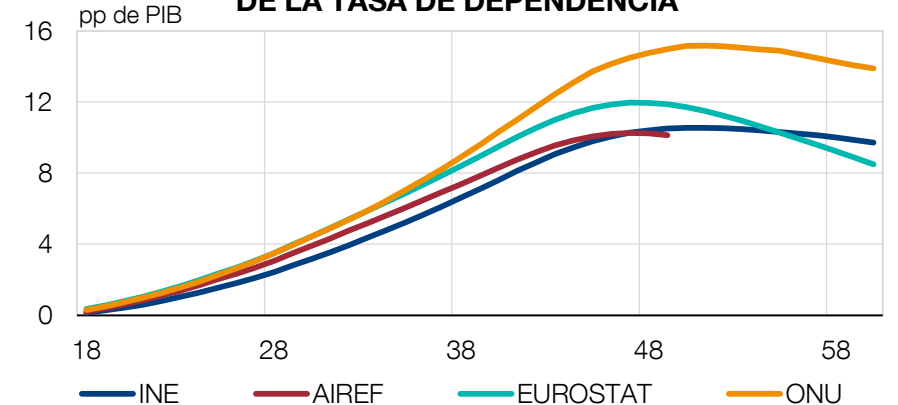
CONTRIBUCIÓN DEL EMPLEO AL CRECIMIENTO POTENCIAL



TASA DE DEPENDENCIA



INCREMENTO DEL GASTO EN PENSIONES POR EL AUMENTO DE LA TASA DE DEPENDENCIA



Fuentes: AIREF, Banco de España, Eurostat e INE. Último dato observado: 1 de enero de 2018 (datos provisionales) para las proyecciones del INE y de AIREF; 1 de enero de 2015 para las proyecciones de Eurostat.