

MESA REDONDA: “ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO ECONÓMICO”

Eloísa Ortega

Directora del Departamento de Coyuntura y Previsión Económica

VI JORNADA MONETARIA – BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

La Paz, Bolivia

19 de julio de 2012

DIRECCIÓN GENERAL DEL SERVICIO DE ESTUDIOS



1. **La crisis de la zona del euro: factores desencadenantes y medidas**
2. **La crisis de la economía española:**
 1. ***Los factores desencadenantes***
 2. ***El ajuste de los desequilibrios***
 3. ***Algunos hechos estilizados (déficit exterior, sector inmobiliario, política fiscal)***
 4. ***Algunas lecciones***

LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA TIENE MÚLTIPLES DIMENSIONES: SE GENERÓ POR LOS FALLOS EN EL DISEÑO DE LA UEM...



- Comenzó en **Grecia** a principios de 2010; se propagó a otros mercados de deuda soberana (**Irlanda, Portugal, España, Italia**) y a otros mercados financieros. En 2011 alcanzó carácter sistémico. Constituye uno de los principales riesgos para la recuperación de la economía mundial.
- El **Pacto de Estabilidad y Crecimiento** no garantizó la disciplina fiscal de los gobiernos de los países del área.
- No se prestó atención a la acumulación de otros **desequilibrios** (pérdidas de competitividad que se reflejan en desequilibrio exterior y excesivo endeudamiento del sector privado)
- Exceso de confianza en la disciplina de los mercados financieros. No se contemplaba la posibilidad de una crisis de confianza en el euro y **se carecía de un mecanismo de resolución de crisis.**

Y POR LA ACUMULACIÓN DE DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS Y FINANCIEROS POR ALGUNOS PAÍSES



- El menú de desequilibrios fue variado:
 - Pérdidas de competitividad
 - Endeudamiento excesivo
 - Desequilibrio exterior y fuerte dependencia ahorro externo
 - Deterioro posición fiscal
 - Fragilidad balances bancarios (subprime, inmobiliario, deuda soberana)
- Se combinaron de distinta manera y fueron de intensidad muy distinta pero su interacción con los fallos de gobernanza generó un problema de desconfianza sobre el euro
- La superación de estas carencias está requiriendo **la respuesta de los Estados Miembros, mejoras en la gobernanza del euro y cambios en el diseño de la UEM**

LA REFORMA DE LA UEM (gobernanza y marco institucional)



1. Vigilancia y prevención de los desequilibrios:

- Refuerzo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.
- Fortalecimiento de los marcos fiscales nacionales.
- Extensión del marco de vigilancia y prevención a los desequilibrios macroeconómicos

2. Coordinación de políticas

- Se refuerza el compromiso de los gobiernos del área del euro con la instrumentación de políticas a favor del crecimiento, el empleo y la estabilidad financiera mediante el Pacto del Euro Plus, “Fiscal compact” y “Growth compact”

3. Medidas para gestionar la crisis

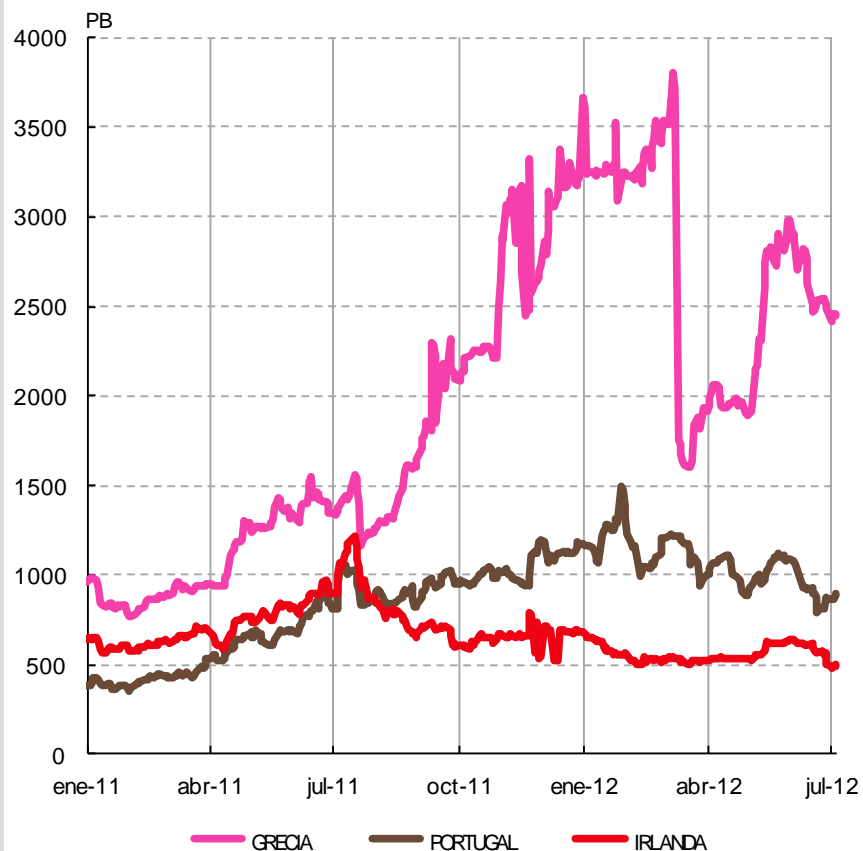
- Creación del FEEF y del MEDE
- medidas no convencionales de política monetaria

4. Cambios en el marco institucional de la UEM (la importancia de los acuerdos del Consejo del 28 y 29 de junio de 2012)

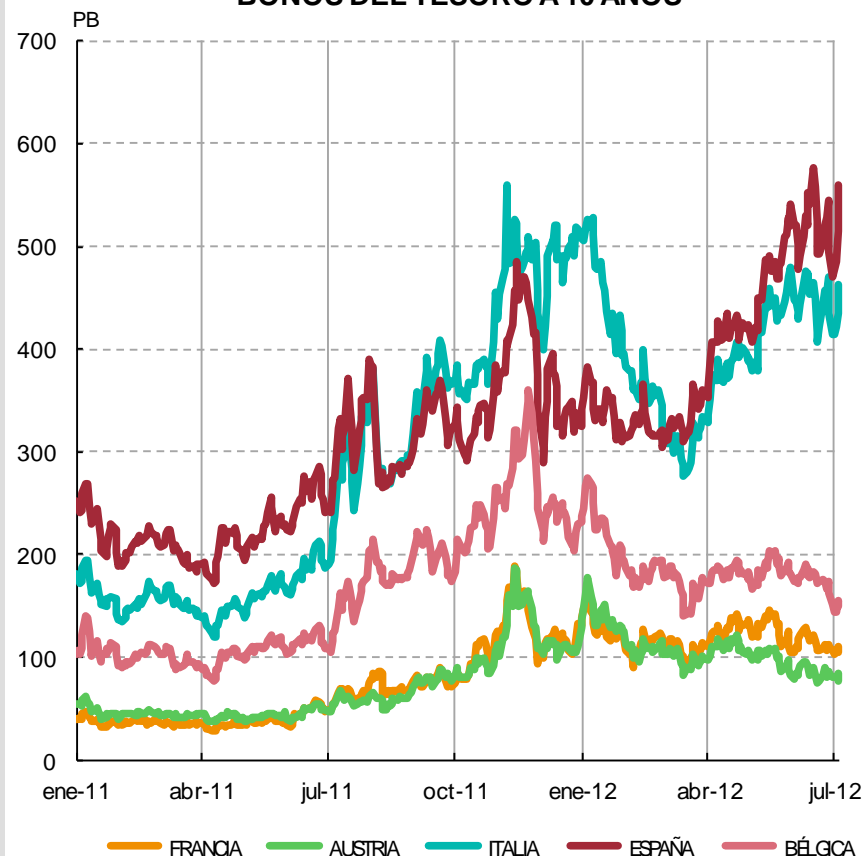
PESE A LAS NUMEROSAS REFORMAS INTRODUCIDAS (A NIVEL PAÍS/UEM) LA INESTABILIDAD NO SE DETIENE



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA BONOS DEL TESORO A 10 AÑOS



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA BONOS DEL TESORO A 10 AÑOS



ESPAÑA SE SITÚA EN EL FOCO DE LA INESTABILIDAD. ¿QUÉ FACTORES DESENCADENARON ESTA SITUACIÓN?

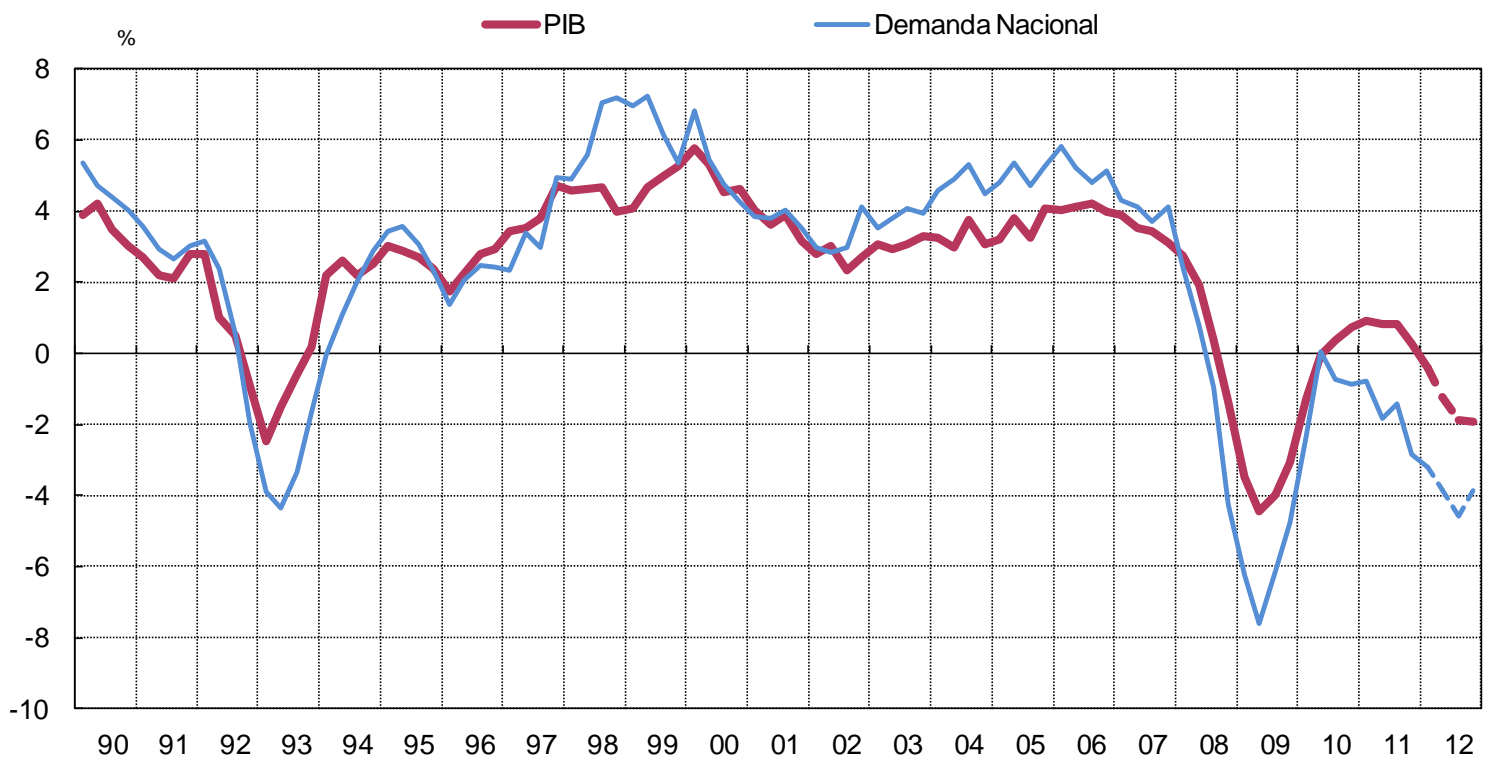


- **El insuficiente grado de adaptación al patrón de estabilidad macroeconómica que requiere la pertenencia a una unión económica y monetaria**
- **La instrumentación de políticas macroeconómicas y financieras que resultaron ser muy expansivas hasta 2007 y la baja aversión al riesgo durante un período muy prolongado (que condujeron a un ciclo inmobiliario muy expansivo, un fuerte incremento del endeudamiento del sector privado y una abultada pérdida de competitividad)**
- **Los fallos en el diseño institucional y en la gobernanza de la zona del euro**

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA SE ENCUENTRA EN UNA SITUACIÓN DIFÍCIL



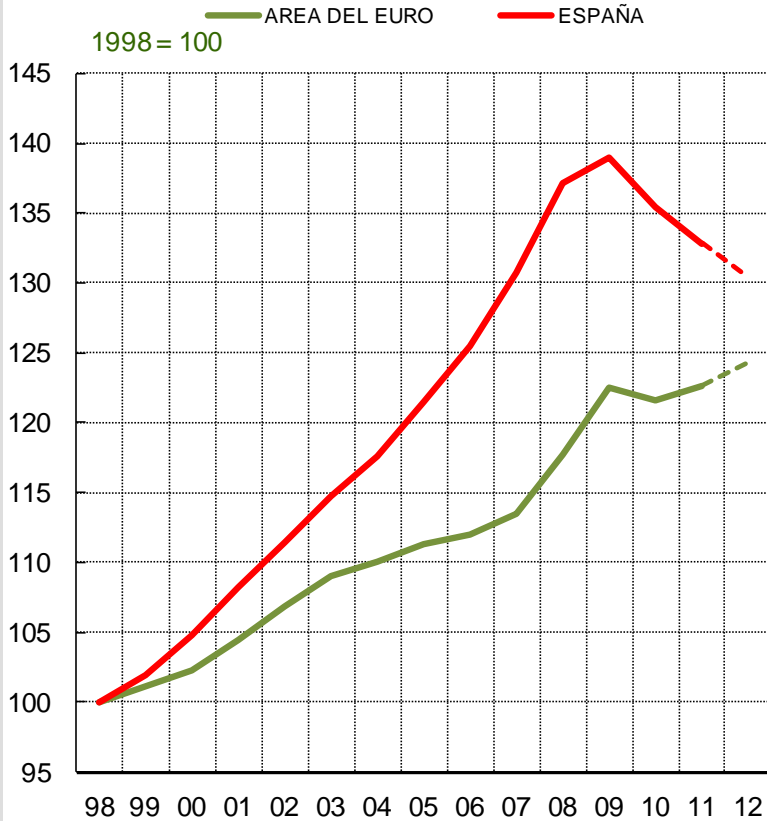
PIB Y DEMANDA NACIONAL
(tasas de variación interanual)



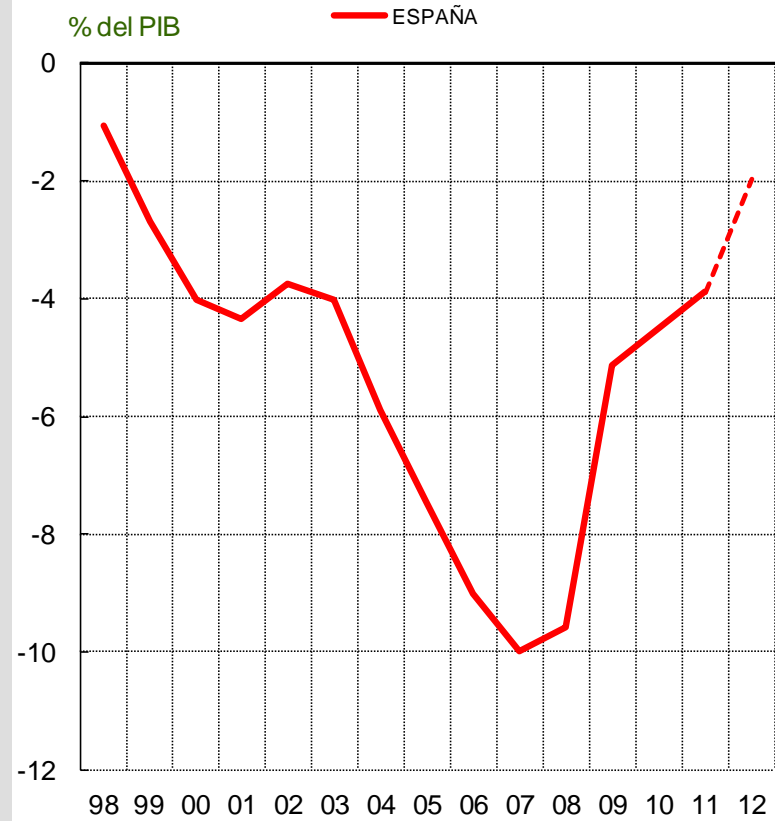
EL AJUSTE EXTERNO



COSTES LABORALES UNITARIOS (niveles acumulados, 1998=100)



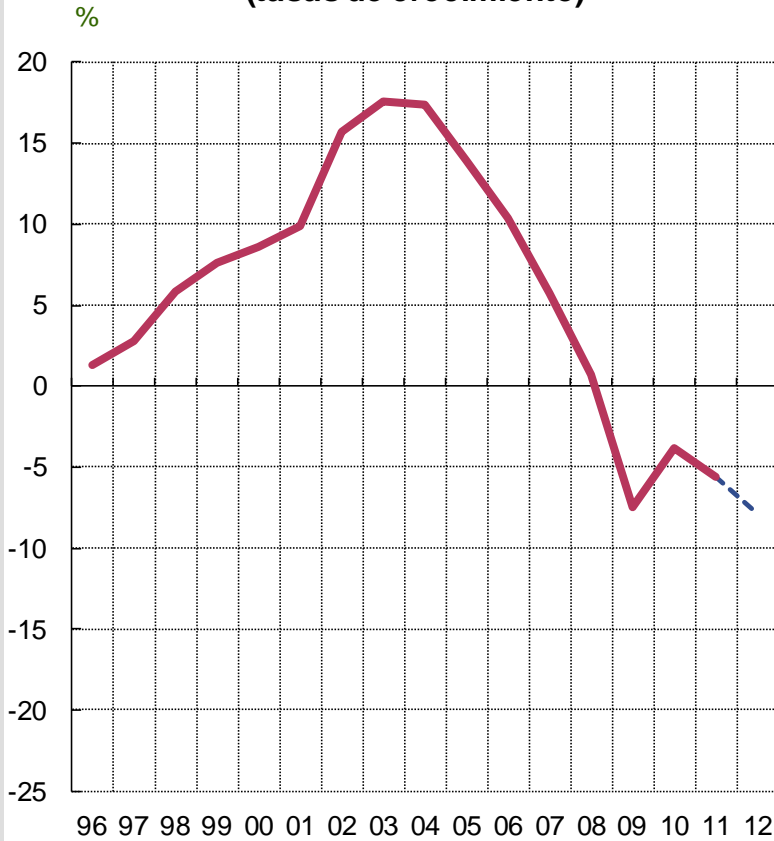
SALDO POR CUENTA CORRIENTE



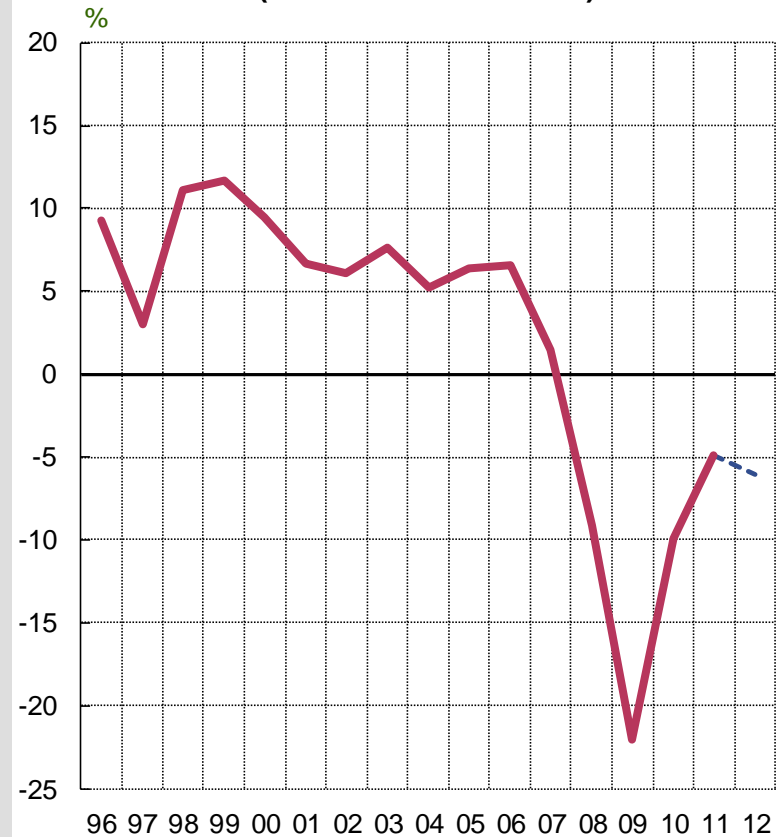
EL AJUSTE EN EL SECTOR INMOBILIARIO



PRECIO DE LA VIVIENDA (tasas de crecimiento)



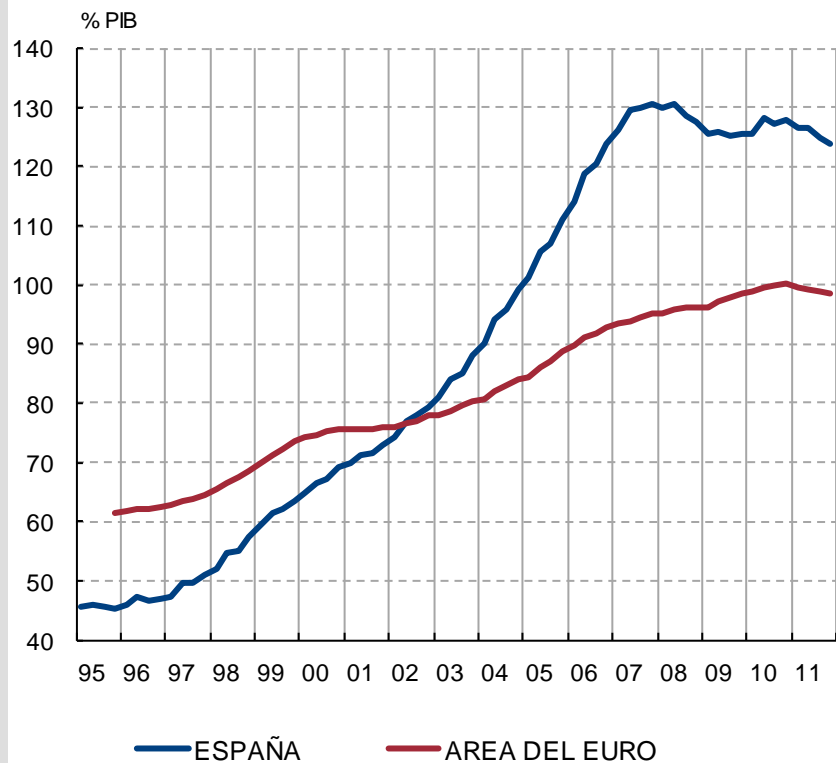
INVERSIÓN EN VIVIENDA (tasas de crecimiento)



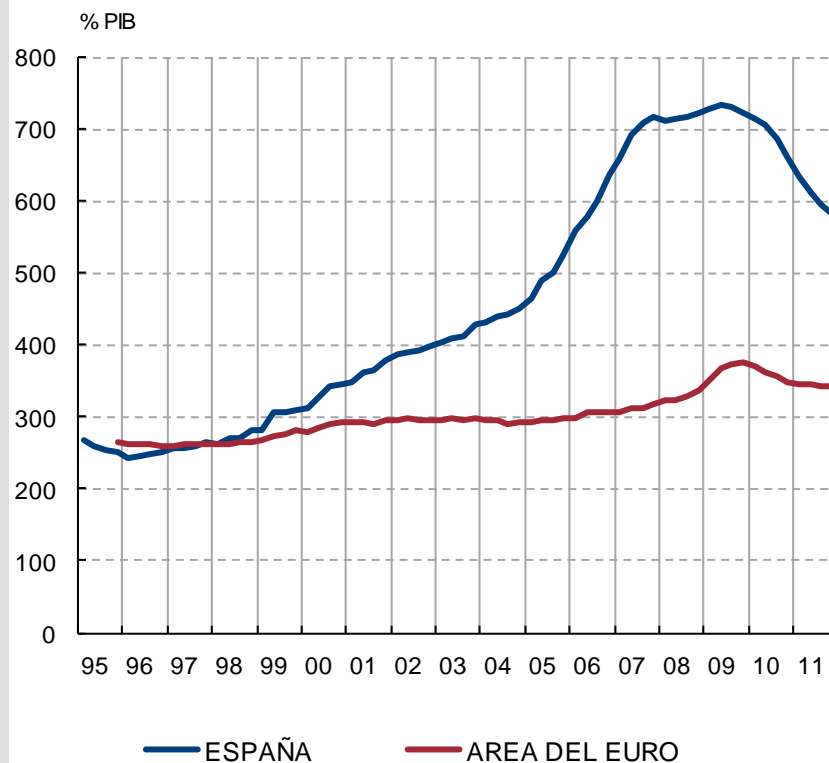
EL DESAPALANCAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO



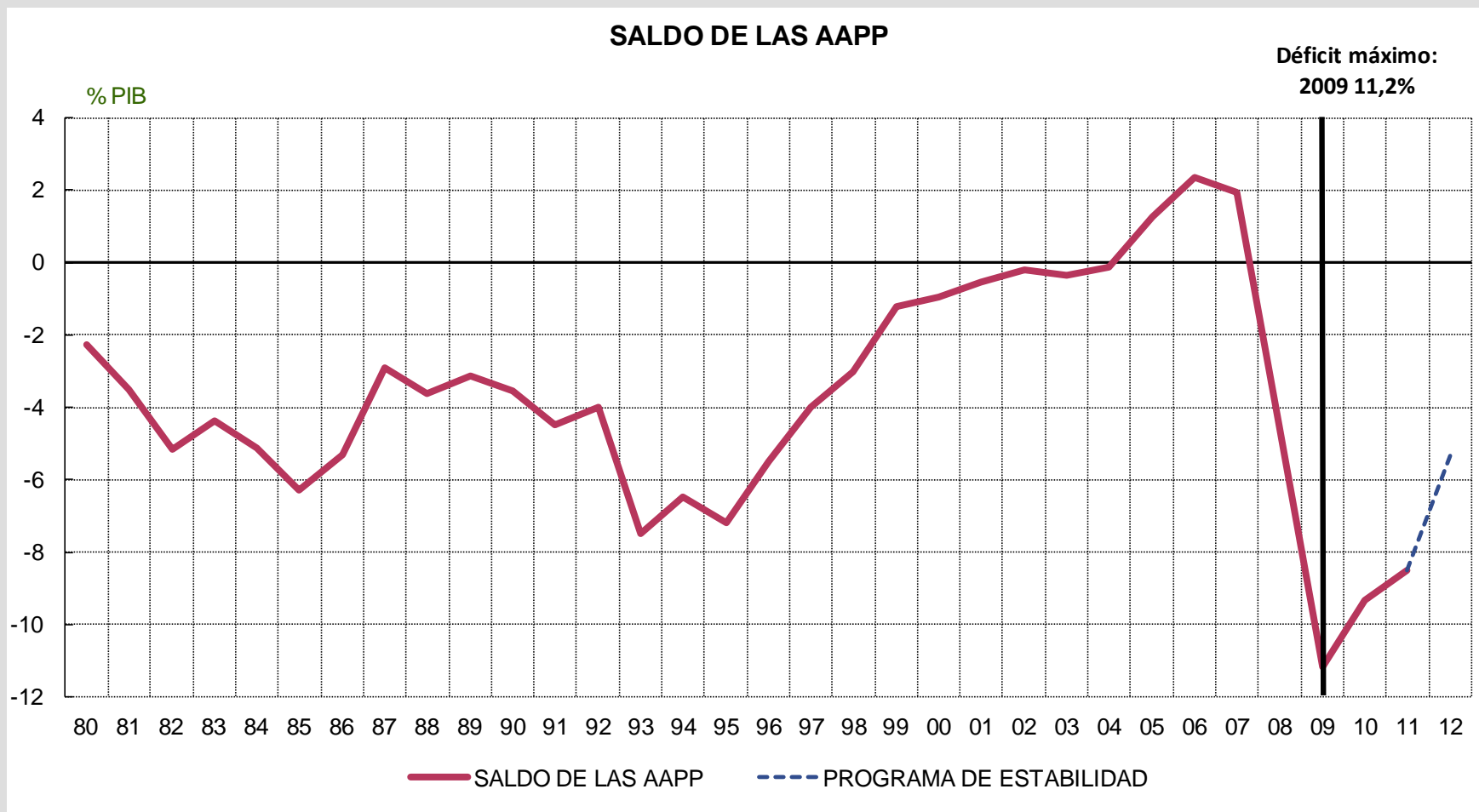
RATIO DE DEUDA DE LOS HOGARES E ISFLSH



RATIO DE DEUDA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



EL DETERIORO DE LA SITUACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS



ALGUNOS HECHOS ESTILIZADOS

1. **Déficit exterior**
2. **Crisis inmobiliaria**
3. **Política fiscal**

DÉFICIT EXTERIOR



- Tras un largo período de **afluencia masiva de capitales** en los años **iniciales de la UEM**
 - *La financiación del déficit exterior (10% del PIB en 2007) se canalizó sin dificultad, exclusivamente a través de los recursos que captó el sistema bancario en el exterior*
- **La restricción exterior está plenamente en vigor:** Incremento de la vulnerabilidad por **renacionalización** de mercados financieros y **retorno del riesgo país:**
- Su impacto se ha visto agravado por **ausencia de instrumentos estabilizadores en la UEM:**
 - *Política de transferencias de rentas entre Estados*
 - *Movilidad dentro del territorio*



- **El sector inmobiliario ha generado oscilaciones cíclicas muy pronunciadas**
 - La inversión residencial experimenta cambios súbitos ante modificación de las expectativas (sobre tipos de interés, precios de los activos)
 - Sector muy intensivo en empleo que mantiene elevadas interconexiones con otras ramas productivas
- **Durante la expansión:**
 - En el lado real: elevada concentración de recursos en sector de baja productividad (limita expansión producto potencial)
 - En el financiero: elevados requerimientos de crédito; exceso capacidad sistema bancario; posible inflación de activos
- **Durante la recesión:**
 - Genera potentes efectos arrastre sobre actividad y empleo
 - Que se pueden ver amplificados si existen obstáculos institucionales al ajuste en los precios relativos y a la reasignación sectorial



- **Durante la recesión: la sólida posición presupuestaria se deterioró muy rápidamente por:**
 - Sobrevaloración de la capacidad estabilizadora de la política fiscal (el debate sobre el tamaño de los multiplicadores)
 - Sobrevaloración del margen efectivo para instrumentar políticas fiscales contracíclicas (dificultad para medir componente estructural de ingresos)
 - Marco de disciplina fiscal insuficiente para cumplimiento de objetivos presupuestarios
- **La crisis demuestran la dificultad de recuperar posiciones presupuestarias saneadas:**
 - Asimetría del esfuerzo fiscal en etapas expansivas y recesivas: la traslación de esfuerzo fiscal al déficit se produce de manera muy gradual (con mayor dificultad y retraso a la deuda pública)
 - Requiere instrumentar políticas restrictivas en momentos cíclicos contractivos

LAS LECCIONES (1):



- **Sobre la sostenibilidad del déficit exterior (en la UEM):**
 - Necesidad de efectuar diagnóstico y corrección tempranas para evitar acumulación de desequilibrios exteriores tan intensos y frenar creciente endeudamiento exterior.
 - Disponer de margen de maniobra para manejar instrumentos de política económica bajo control doméstico:
 - *Liberalización de mercados de factores y productos*
 - *Política fiscal más restrictiva en la fase de auge*
 - Necesidad de incluir instrumentos de vigilancia/supervisión a nivel de la UEM (Procedimiento de Desequilibrio Excesivo)

LAS LECCIONES (2):



- **Sobre como reducir el papel del mercado inmobiliario en la generación de desequilibrios macroeconómicos**
 - Política más rigurosa de concesión de créditos hipotecarios
 - Establecimiento de otros instrumentos macroprudenciales
 - Tratamiento fiscal neutral de la compra frente a alquiler
 - Políticas estructurales y de mercado de trabajo que faciliten ajuste de precios y costes relativos y reasignación de recursos

LAS LECCIONES (3):



- **Sobre la capacidad estabilizadora de la política fiscal:**
 - No hay recetas comunes: depende de la situación de partida y de la naturaleza de la crisis y de sus canales de transmisión.
 - Con carácter general:
 - *política fiscal más restrictiva en fases de auge (dificultad de gestionar los dilemas de política económica que se puedan plantear).*
 - *evitar ir más allá del impulso que comporta el funcionamiento de los multiplicadores automáticos.*
- **Sobre cómo alcanzar disciplina fiscal en marcos institucionales muy descentralizados**
 - Reforzar el compromiso con la estabilidad presupuestaria de los distintos niveles de gobierno; disponer de los instrumentos (preventivos y, en su caso, correctivos) para alcanzar los objetivos establecidos (reglas fiscales, elevación rango Constitucional principio de estabilidad presupuestaria...)

CONSIDERACIÓN FINAL



- **En los últimos años se han instrumentado importantes reformas en cada uno de estos frentes :**
 - Mercado de trabajo y otras reformas estructurales
 - Finanzas públicas (ley de estabilidad presupuestaria)
 - Reestructuración y recapitalización del sistema financiero
- **Deberían conducir a restaurar la confianza en torno a la economía española y ayudar a retomar una senda de crecimiento sostenido**



GRACIAS POR SU ATENCIÓN

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

DIRECCIÓN GENERAL DEL SERVICIO DE ESTUDIOS