

Cómo sobrevivir a una crisis de deuda. La restricción exterior de la economía española: reformas, y distribución del ajuste

Javier Andrés (Universidad de Valencia)

Rafael Doménech (BBVA Research, Universidad de Valencia)

VI Jornadas Andaluzas de Enseñanza de Economía.

Olimpiada de Economía.

X Encuentro Andaluz de Docentes de Economía en Economía Secundaria.

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Málaga, 7 de febrero de 2014

De qué voy a hablar.

Desviación relativa entre países de los componentes del PIB per cápita

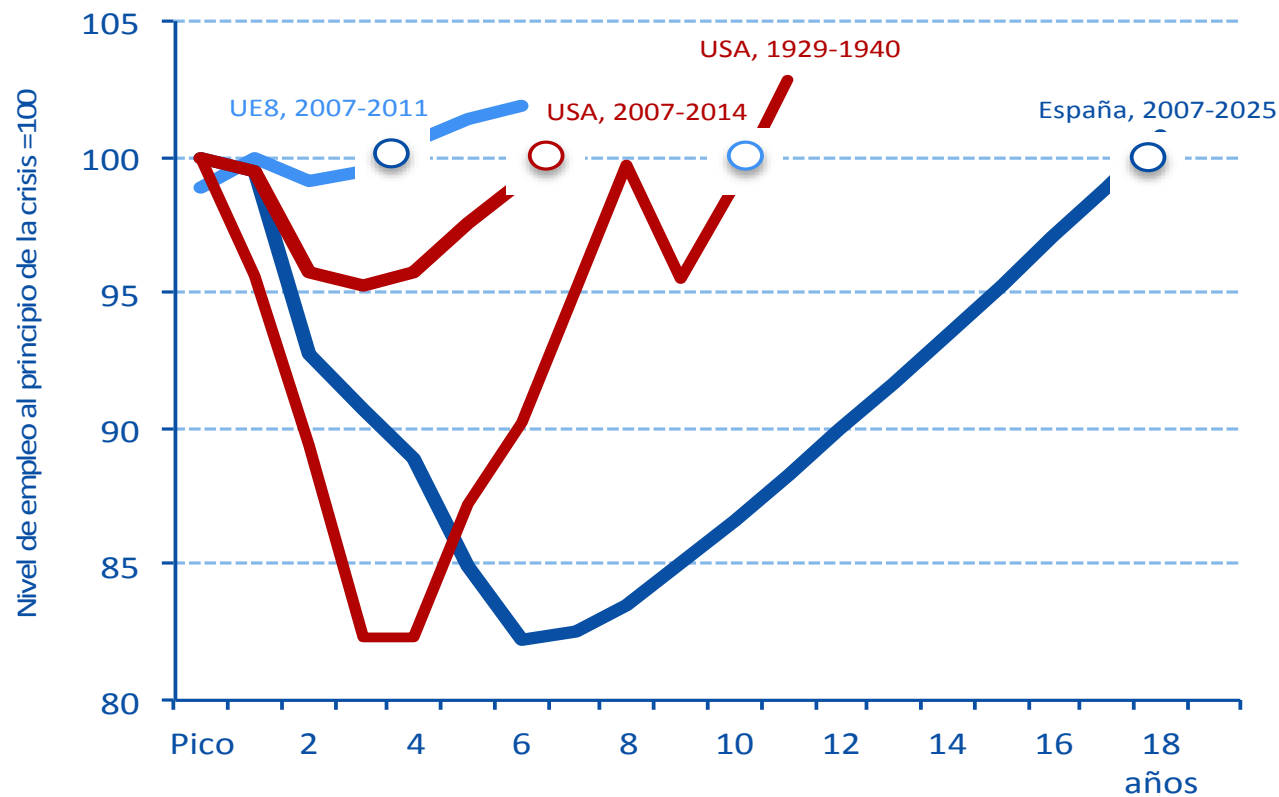
| | <i>PIB per cápita</i> | <i>Población en edad de trabajar</i> | <i>Tasa de actividad</i> | <i>Tasa de empleo</i> | <i>Horas por ocupado</i> | <i>PIB por hora trabajada</i> |
|-------------------------|-----------------------|--------------------------------------|--------------------------|-----------------------|--------------------------|-------------------------------|
| <i>España vs EE.UU.</i> | -52.5% | 1.1% | 0.2% | -22.4% | -7.1% | -24.3% |
| <i>España vs UE8</i> | -25.9% | 2.7% | -4.2% | -22.8% | 10.0% | -11.7% |

De qué voy a hablar.

- ¿Es necesario profundizar en la reducción de salarios reales que ya se ha empezado a producir? Si, aún no hemos terminado el ajuste
- Es crucial para recuperar el empleo rápidamente, dada la naturaleza de la principal restricción de la economía española.
- ¿Es la única opción? No ¿Por qué no optar por otras que parecen menos costosas?
- ¿Hay que reducir todos los salarios en una proporción determinada? No. Es conveniente el ajuste salarial donde y cuando importa: en los momentos críticos de la empresa y el trabajador. ¿Devaluación fiscal?.
- ¿Qué pasará con la distribución de la renta? Previsiblemente empeorará, y habrá que corregirla por otros medios.

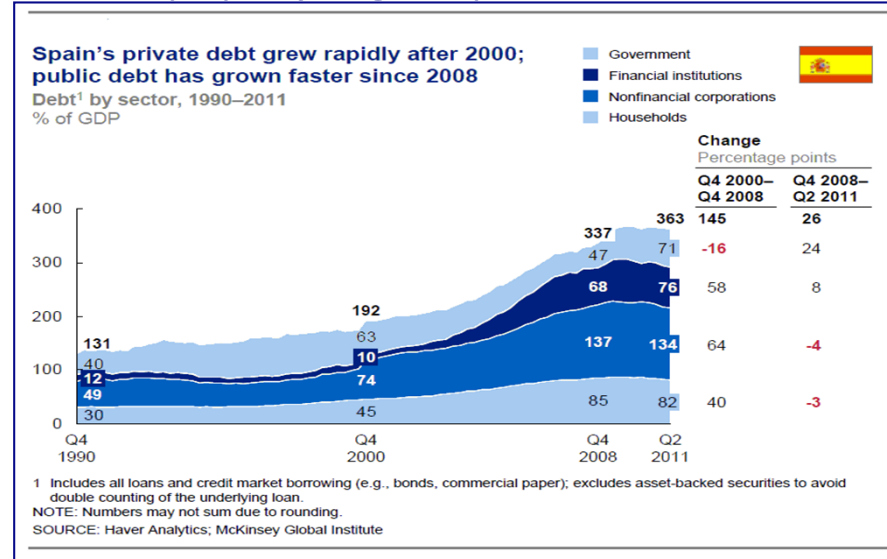
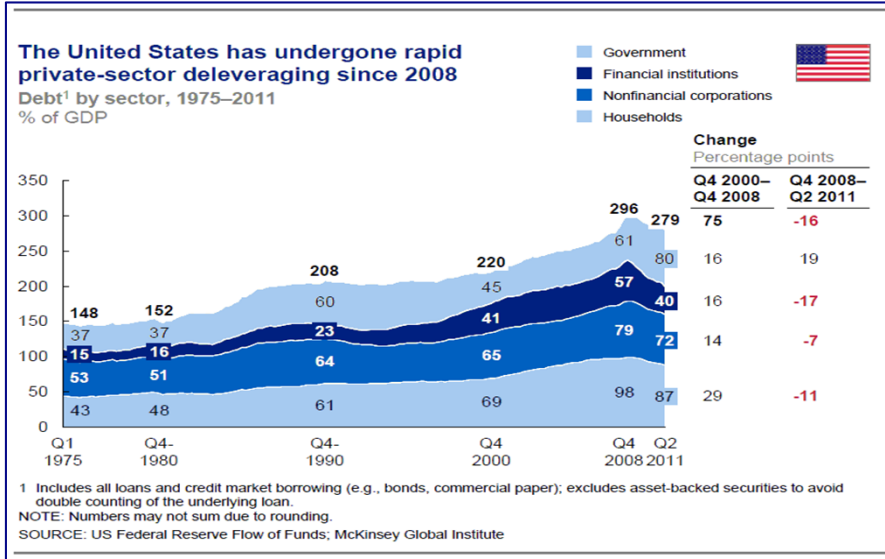
El reto del empleo

- ❑ Las opciones de política económica en España deben enfocarse a partir de una serie de premisas básicas: **1) El problema fundamental de la economía española es el desempleo. Crecer no es suficiente: “jobless recoveries”**



Macro básica: una identidad.

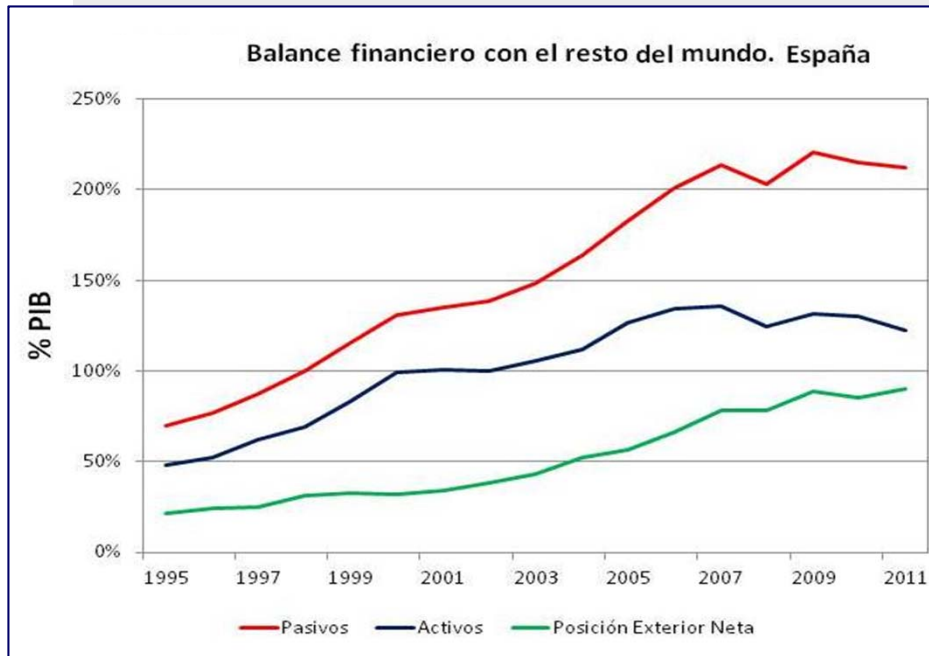
- ❑ 2) Nos espera un proceso de **desendeudamiento** en el que la demanda interna va a ser necesariamente débil. ¿Qué papel juega aquí el crédito?



- ❑ **La identidad macroeconómica básica** nos dice porqué están actuando como lo hacen Japón y EEUU (¿y Europa?): Un sector doméstico debe endeudarse para facilitar el desapalancamiento del otro.

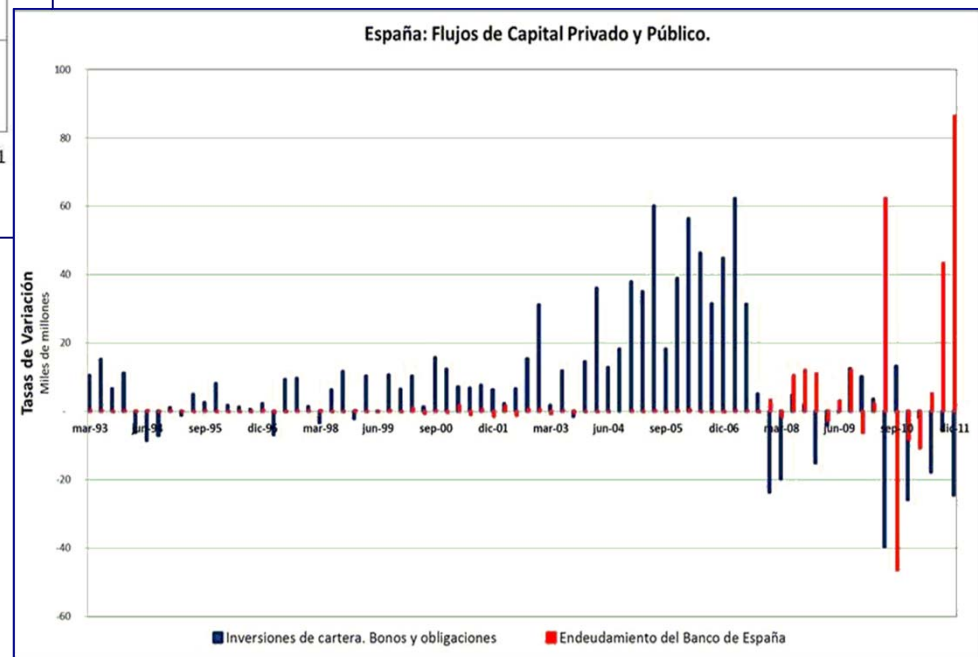
$$(IMP - GAS) + (AHO - INV) \equiv (EX - IM)$$

... y 3) Nuestra restricción es de deuda externa



Buena parte de esta deuda es exterior. La posición exterior neta, (PEN) se ha multiplicado casi por tres desde 2000.

Desde el principio de la crisis la financiación exterior privada casi ha desaparecido: *sudden stop*

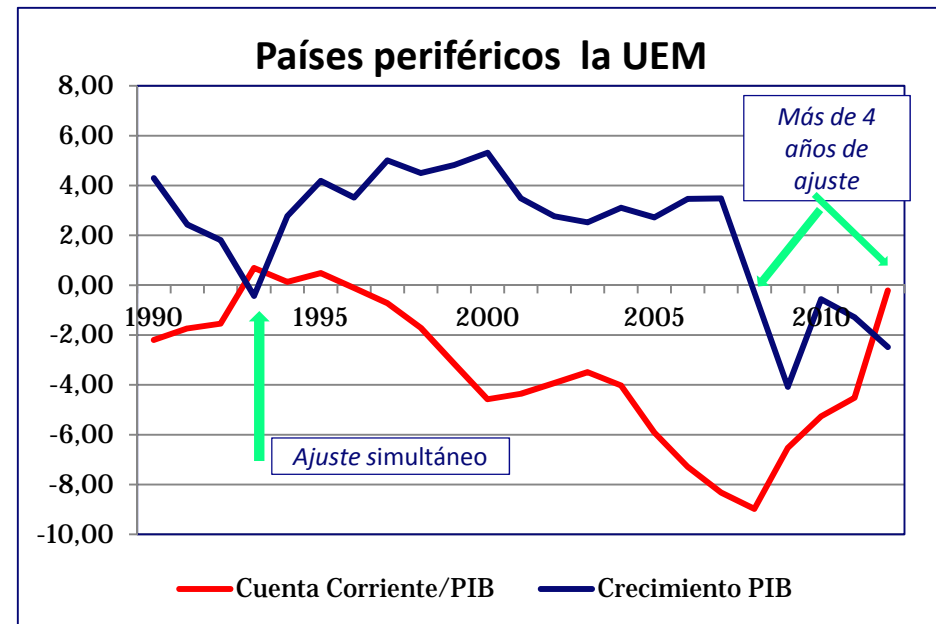


Implicaciones: Otra identidad

- La limitación del crédito exterior obliga a mejorar la Posición Exterior Neta (PEN) lo que requiere **tasas de variación positivas** durante un cierto tiempo (*current account reversals*).

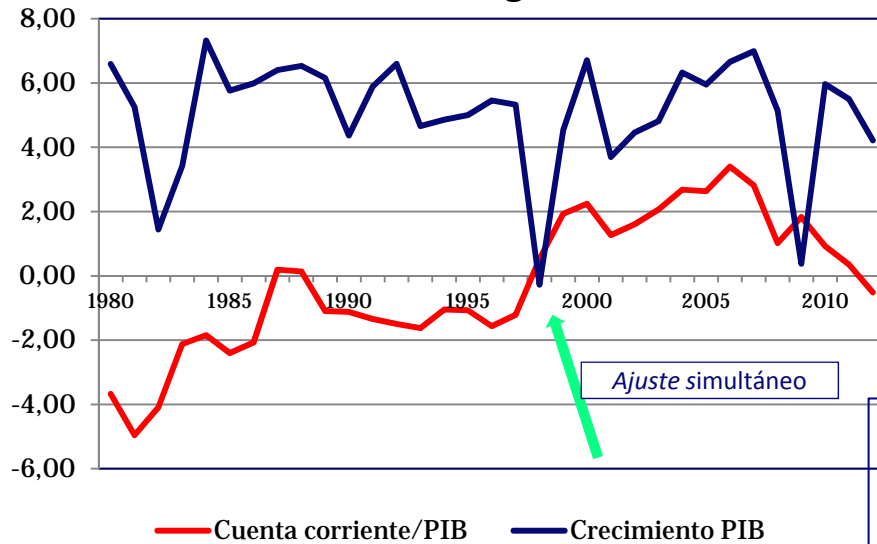
$$\Delta PEN = CC \equiv EX - IM + TRN > 0$$

Ajuste lento de la cuenta corriente.
Ajuste más difícil (tipo de cambio fijo y rigidez salarial) y más lento.
¿Menos costoso?



Sudden stops y cuenta corriente

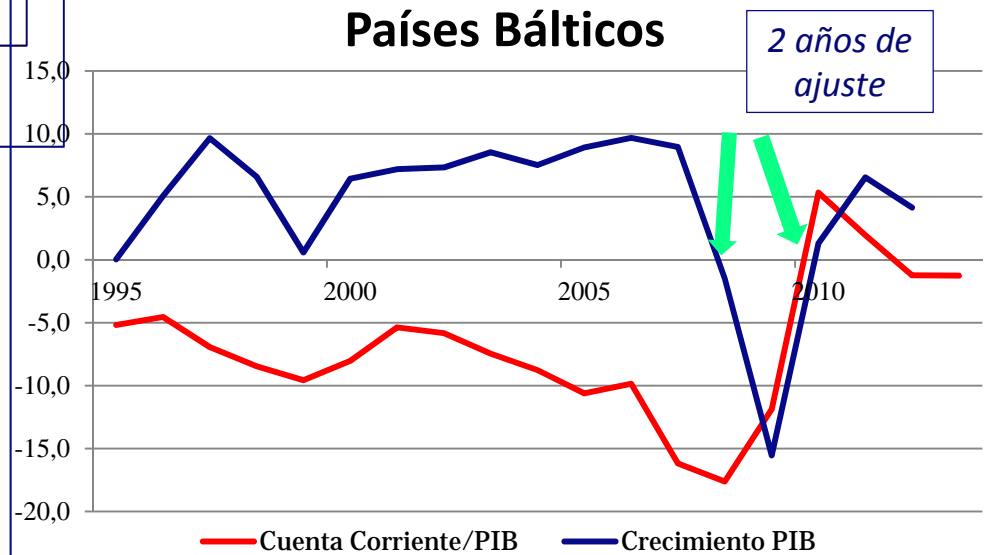
Países emergentes



Cambios de signo de la cuenta corriente. Recuperaciones sin crédito: rápidas aunque frágiles: Los beneficios se reinvierten en circulante. Débil recuperación del empleo.

Tipo de cambio fijo.
Ajuste más lento que los emergentes pero más rápido que en la UEM

Países Bálticos



¿Cómo se corrige la CC? Más identidades

- ❑ Ya que las transferencias de renta netas (*TRN*) son negativas (pago de intereses) es necesario revertir la balanza comercial: ***EX-IM***.
- ❑ Pero, ¿qué tiene que ver esto con la estructura productiva?

$$EX - IM \equiv Y - (C + I + G)$$

$$Y - (C + I + G) \equiv Y^C - (C + I + G)^C + Y^N - (C + I + G)^N$$

$$Y^N \equiv (C + I + G)^N$$

- ❑ Es decir (y esta es la definitiva):

$$EX - IM \equiv Y^C - (C + I + G)^C$$

Hay que exportar algo, pero ¿qué?

- ❑ ¿Cómo conseguimos aumentar la diferencia entre nuestra producción de comerciables y nuestra demanda de los mismos?

- ❑ Una posibilidad: **Reducción del gasto en comerciables $(C+I+G)^c$, manteniendo la producción.** Pero para producir lo que producimos ahora sólo utilizamos el 75% de nuestra población activa (que ya no es muy elevada). Así sólo podemos reducir el desempleo **exportando trabajo.**

- ❑ **La alternativa: Aumentar la producción de comerciables Y^c : Exportar bienes.**
 - Veamos de qué es función la producción doméstica de bienes comerciables:
 - Aquí abandonamos las identidades y tenemos que usar un poco de teoría, pero muy básica: función de producción (RCE) y supuesto de maximización de beneficios.

Aumentar la producción de Y^c

$$Y^c = f \left[L^D \left(\frac{\text{Productividad} * \text{Precio comerciables}(*)}{\text{Margen}(r) * \text{Salario} * \text{Tipo de cambio}(\text{€}/\$)} \right), K^0 \right]$$

- ❑ “Escasez relativa” de oferta de capital: Rentabilidad y ahorro.

- ❑ **Escasez de demanda de trabajo**: ¿Qué hacemos para aumentarla?
 - El **precio de los comerciables** se determina por la demanda/oferta mundiales de estos bienes.
 - La **productividad** es la mejor solución, pero ... reformas y paciencia.
 - El **tipo de cambio nominal**: política monetaria común. Pero sólo afecta a una pequeña proporción de nuestras exportaciones.
 - Mecanismos principales a corto plazo en una unión monetaria: **márgenes y salarios**.
 - ¿Y que hay del gasto público?

¿Y por qué no ...?

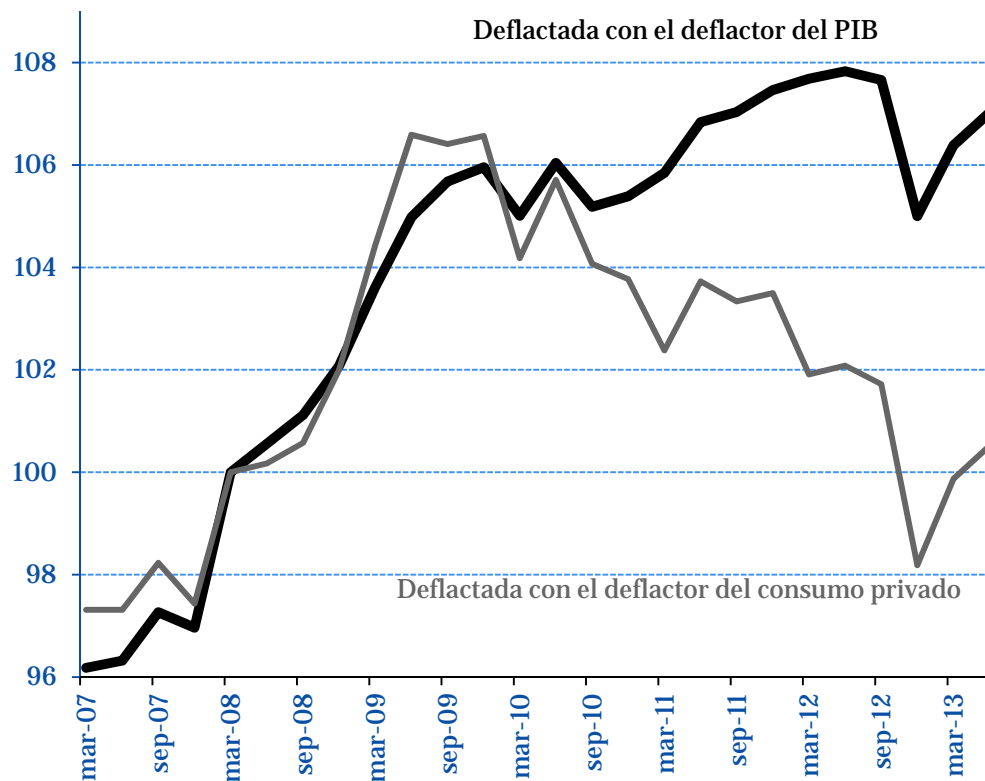
- ❑ Volver a la idea de reducir el gasto en comerciables pero aumentando la demanda en no comerciables.

- ❑ ¿Puede compensarse con **un aumento en la demanda de no comerciables**? Un cambio en la estructura del gasto requiere:
 - Una caída del precio relativo de los no comerciables (devaluación interna). Es decir medidas similares a las que son necesarias para aumentar la producción de comerciables.
 - Gasto público: este gasto suele concentrarse en bienes no comerciables. Esto puede contribuir a aumentar el empleo (lo que es bueno para el problema 1) de la economía española) aunque empeorando nuestra deuda y la dependencia financiera del exterior (problemas 2) y 3)).

¿Cómo se han comportado los salarios reales en la crisis?

Gráfico 1. Remuneración real por asalarado (1T2008=100)

Fuente: remuneración real por asalarado (INE) y BBVA Research



De 1T2008 a 2T2013 la remuneración real media por asalarado ha crecido un 7%, cuando se calcula respecto al precio relevante para las empresas: el deflactor del PIB.

Sin embargo el salario relevante para el trabajador está a finales de 2013 en los niveles de 2008: impuestos más devaluación real.

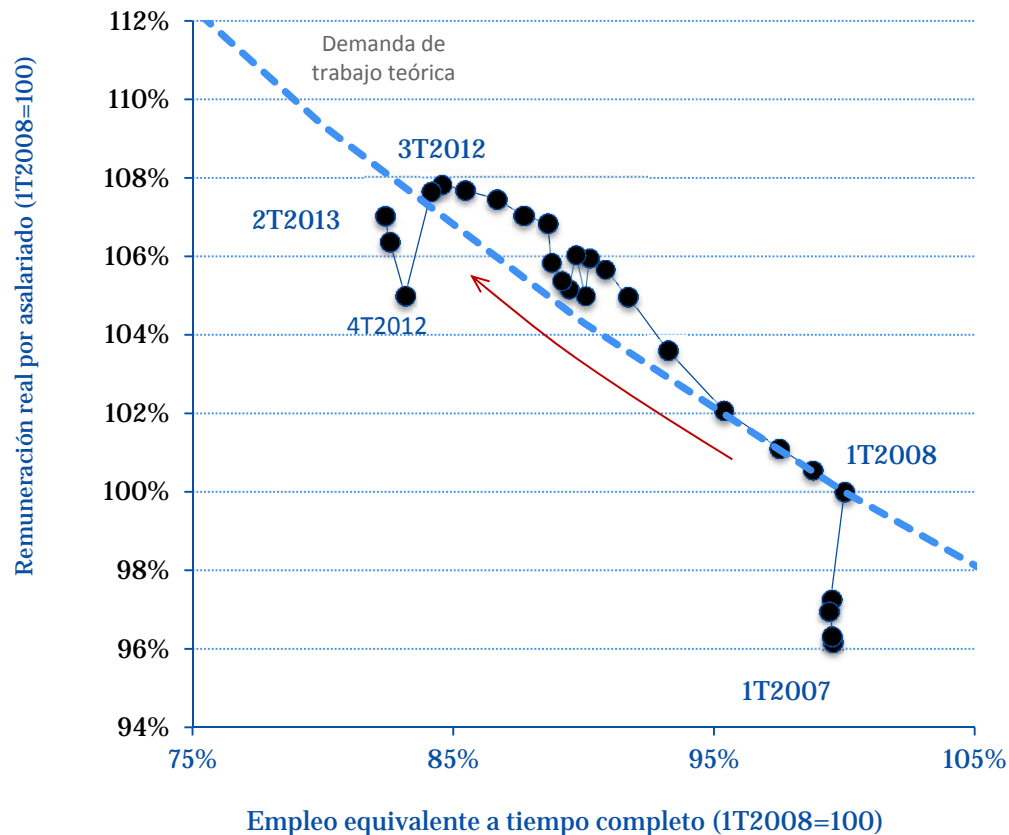
El efecto composición ha jugado un papel relevante ya que se ha destruido empleo menos productivo y con un menor salario medio. De igual manera, la creación de empleo puede reducir el salario medio precisamente por el efecto composición inverso

Andrés y Doménech (2013)

La demanda de trabajo

Gráfico 2. Demanda de trabajo en España, 2007-2013

Fuente: BBVA Research



El Gráfico 2 muestra una demanda de trabajo teórica y las combinaciones de empleo y salario real medio observadas entre 1T2007 y 2T2013

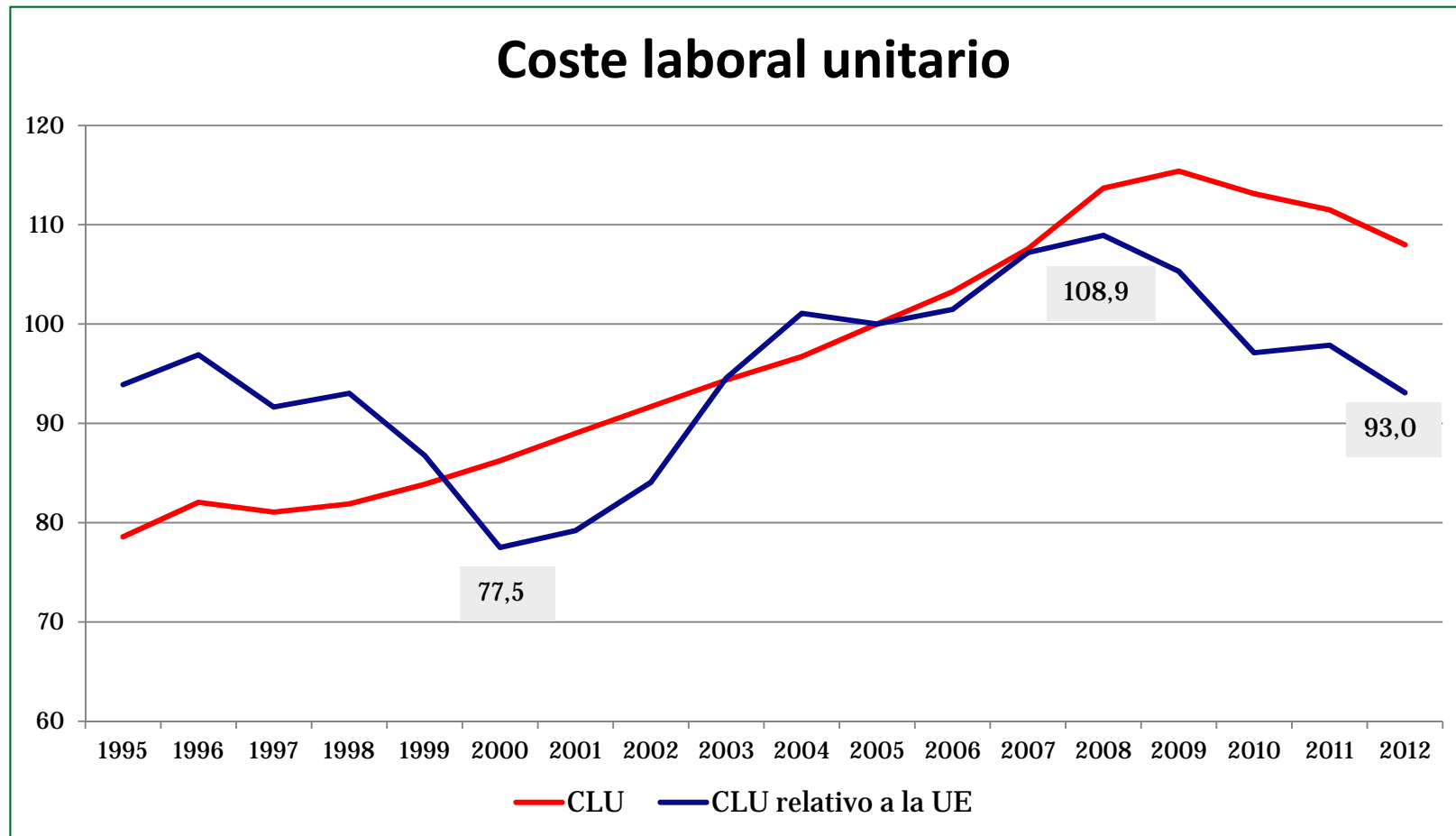
Aunque otros factores influyen, la evidencia sugiere que entre 1T2008 y 3T2012 la evolución del empleo se explica en parte por el movimiento a lo largo de su demanda de trabajo ...

* El empleo equivalente a tiempo completo está corregido por las variaciones en la población en edad de trabajar, para que su cambio no tenga efectos sobre los salarios reales

Andrés y Doménech (2013)

Se ha iniciado el ajuste salarial

- ❑ El ajuste ha empezado desde 2009/2010 pero la diferencia es todavía importante a finales de 2012 (Alert Mechanism).



Efectos teóricos de una disminución de los salarios reales.

- ❑ Mediante simulación: una disminución del salario real del 1% aumentaría el **empleo en un 1,5% y el PIB en un 1,2%**
- ❑ Esta **respuesta positiva del empleo**, mayor que la reducción de los salarios garantizaría que **las rentas salariales lejos de disminuir aumentarían en aproximadamente un 0.5%**
- ❑ El aumento del PIB, el empleo y las rentas salariales daría lugar a
 - Un aumento del **consumo** privado, de la **inversión** y del **stock capital**, con efectos sobre el PIB de los periodos siguientes
 - Una mejora de la **balanza por cuenta corriente**
 - Un aumento de los **ingresos públicos**, una **reducción del gasto** en prestaciones por desempleo y disminución del **déficit público**

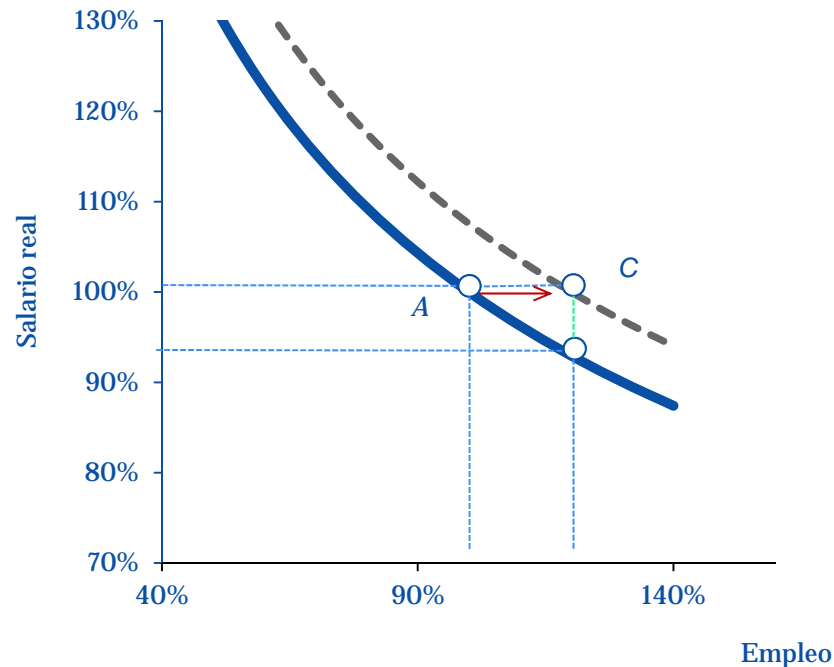
¿Cómo se produciría la reducción del salario real medio?

- No **todos los salarios tienen que disminuir**. Los salarios de los trabajadores ocupados que ya están **ajustados a su productividad** no tienen que reducirse.
- Reducción (neutral) de las cotizaciones sociales: **devaluación fiscal**.
- Cuando la situación económica de las empresas cambie, la negociación colectiva a nivel de empresa debería asegurar que **los salarios aumentan o disminuyen en función de las variaciones de la productividad**.
- El salario medio de los **trabajadores que pasan por el desempleo** es entre un 22% y 38% inferior a los del resto de trabajadores.
- Cuando la productividad es inferior al salario mínimo, las ayudas públicas deben cubrir ese gap y **asegurar el salario mínimo**, a cambio de que las empresas que las reciban **aseguren la formación** de esos trabajadores

¿No hay otra alternativa? El aumento de la productividad

Gráfico 4. Efectos de un aumento de la productividad del trabajo

Fuente: BBVA Research



Con incrementos de la productividad por ocupado se podría aumentar el empleo manteniendo salarios reales (de A a C)

Respecto a la estrategia de flexibilidad salarial, es más lento aumentar la productividad.

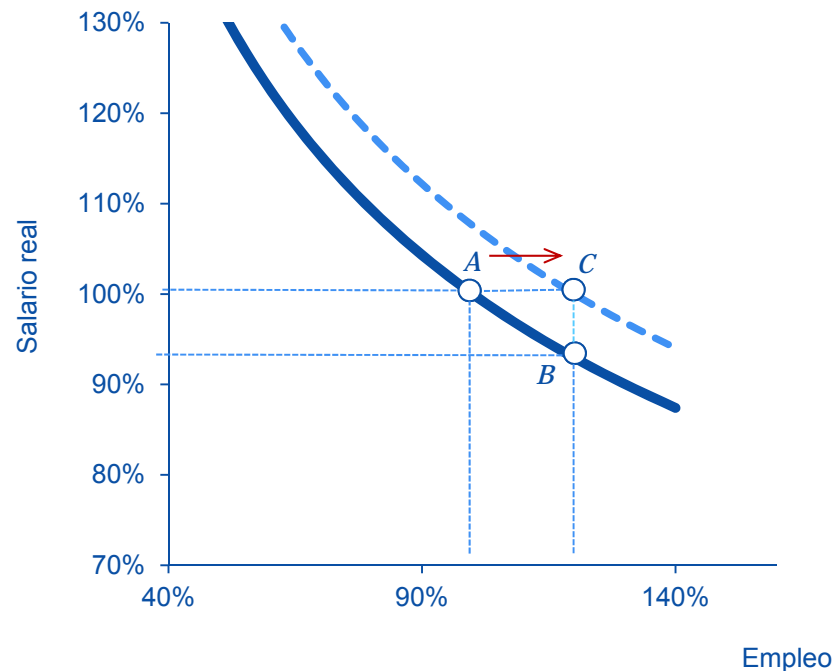
Con el crecimiento de la productividad por ocupado del ciclo anterior (0,6% anual) se tardaría 8,4 años adicionales respecto a la estrategia de flexibilidad salarial

Andrés y Doménech (2013)

¿No hay otra alternativa? Reducción de los márgenes de precios

Gráfico 6. Efectos de una disminución de márgenes

Fuente: BBVA Research



La mayor competencia en los mercados de productos también desplaza la demanda de trabajo, aumentando el empleo (de A a C)

Limitaciones: (1) efectos más lentos e inciertos a corto plazo: las políticas de aumento de la competencia no tienen efectos inmediatos

(2) los márgenes son una fuente (a veces la única) de autofinanciación en una crisis financiera para algunas empresas

Andrés y Doménech (2013)

¿Qué pasa con los márgenes?

$$\text{Margen} = m \left[\frac{\text{Pod. Mon., Res. Crediticia (ó costes financieros)}}{YGAP} \right]$$

- ❑ Hay abundante evidencia internacional que muestra que los márgenes son en **contracíclicos**

- ❑ El **poder de monopolio** de las empresas en el mercado de bienes y servicios: Reformas para fomentar la competencia.

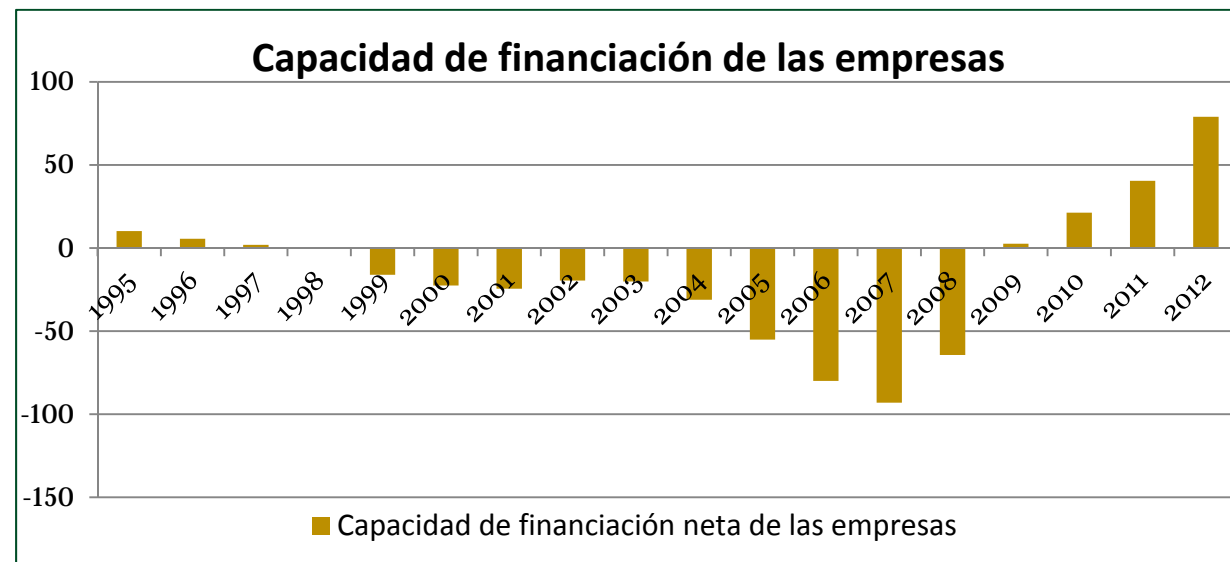
- ❑ Un factor fundamental en el mantenimiento de los márgenes es la **restricción de crédito**. Beneficios no distribuidos y autofinanciación.
 - La evidencia empírica muestra que este es un patrón relativamente común en la recuperación tras las crisis financieras: Japón, Estados Unidos.
 - En particular en las “**recuperaciones sin crédito**”: ahorro empresarial y crédito comercial.

Implicaciones de la forma del ajuste

- ❑ **Sobre el proceso de recuperación mismo.** Una opción difícil.
 - La caída de los salarios reduce el consumo.
 - La caída de los márgenes afectaría a la inversión.
- ❑ **Sobre el modelo productivo:** una caída de márgenes en el sector comerciable dificulta la reasignación de recursos en favor de este sector.
- ❑ **Sobre la distribución de la renta:** la moderación salarial continuará ampliando los diferenciales salariales.
 - Empeoramiento de la distribución que ya venía del periodo de expansión (enmascarado por el fácil acceso al consumo). **(En nuestro ejemplo el aumento de la masa salarial (0,5%) es inferior al del PIB (1,2%))**
 - No obstante hay que tener en cuenta que el desempleo persistente genera mayores desigualdades.
 - Es el Estado del bienestar el que debe corregir la desigualdad (formación, transferencias, etc.). Tratar de hacerlo desligando salarios de productividad aumenta la tasa de desempleo.

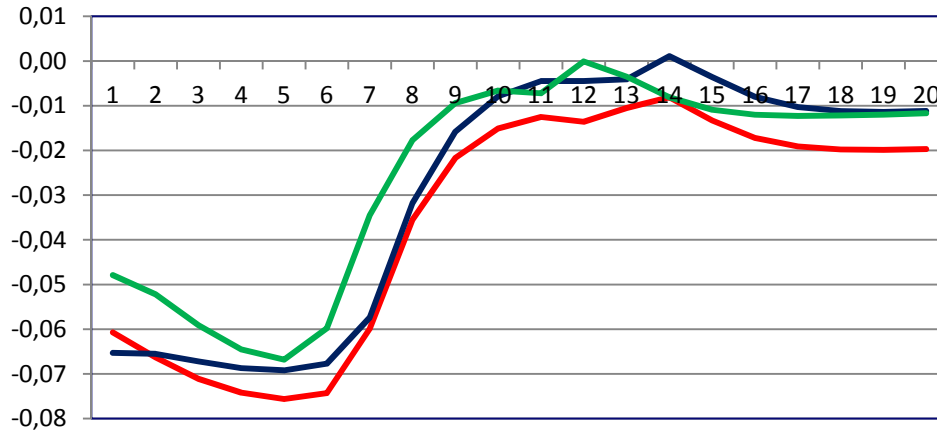
Márgenes y financiación

- ❑ La salida de la recesión actual también parece marcada por un repunte del ahorro de las empresas.
- ❑ Incluso mejoran su capacidad de financiación neta.
- ❑ ¿Respuesta a la restricción de crédito?



Reformas en un credit crunch

PIB

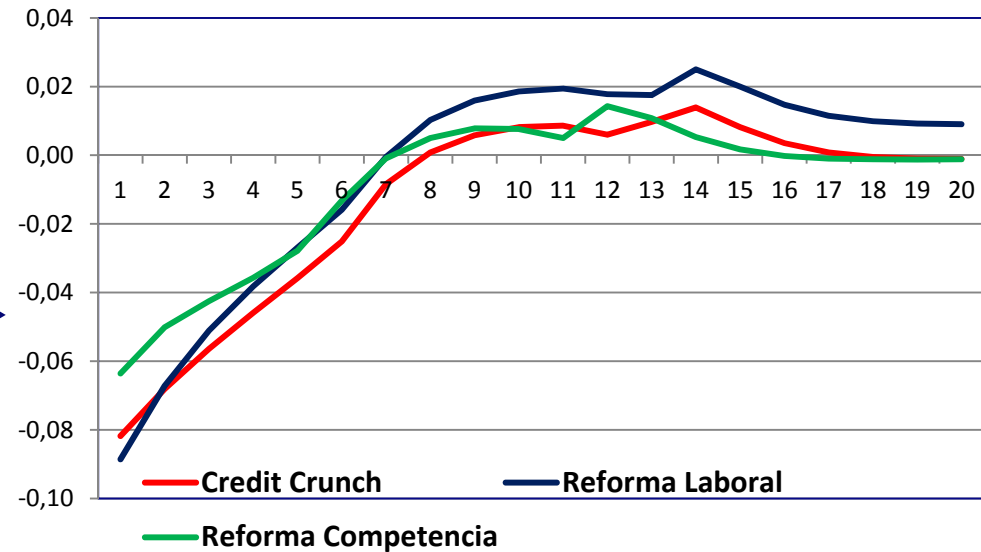


Andrés Arce y Thomas (2014)

Las reformas aceleran la recuperación del PIB.

Las reformas aceleran la recuperación en el empleo. Recuperaciones con más y menos empleo

EMPLEO



Reflexiones finales

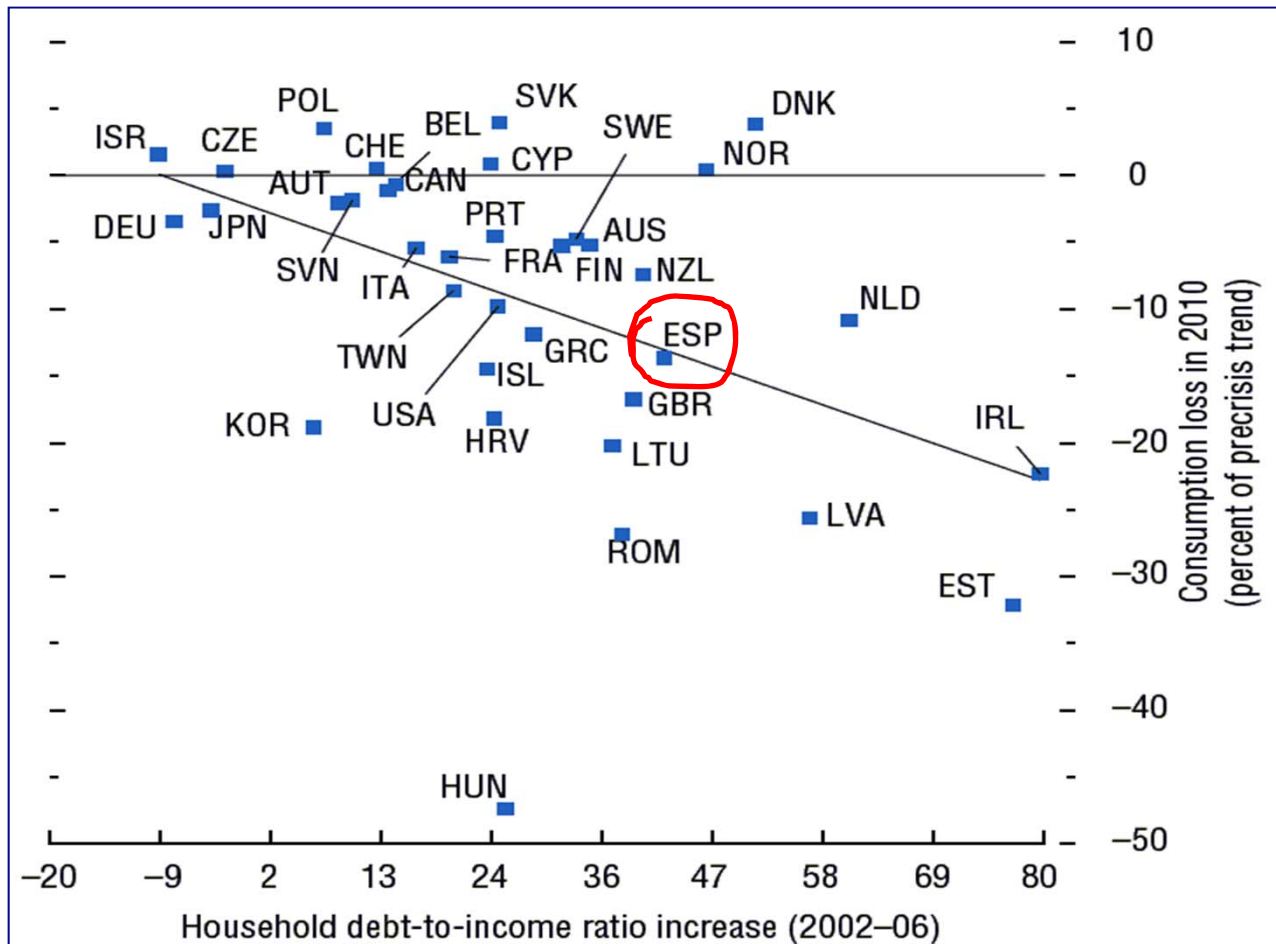
- ❑ Distintas estrategias que deben complementarse entre sí para generar un **círculo virtuoso**
 - **Flexibilidad salarial** para facilitar la reasignación de factores productivos, junto con medidas que mejoren la eficiencia del mercado de trabajo
 - Reformas que aumenten el crecimiento de la **productividad** para generar empleo, aumentar los salarios reales y reducir la desigualdad salarial
 - Aumento de la **competencia** para reducir los márgenes de precios: cuanto más flexibles sean los precios más rápida será la creación de empleo
- ❑ La flexibilidad salarial es la estrategia con efectos **más rápidos**: aceleraría la salida de la crisis, con aumentos del PIB, del empleo y de las rentas salariales, reduciendo los principales desequilibrios macroeconómicos.
- ❑ Los efectos de la flexibilidad salarial serán mayores cuanto más **expansiva sea la política monetaria** y **menor la fragmentación financiera** en Europa.

Gracias por su atención

Anexo técnico

Lo que nos espera: el peso de la deuda

La correlación entre el crecimiento pasado de la deuda de las familias y la caída en el consumo tras la crisis es evidente.

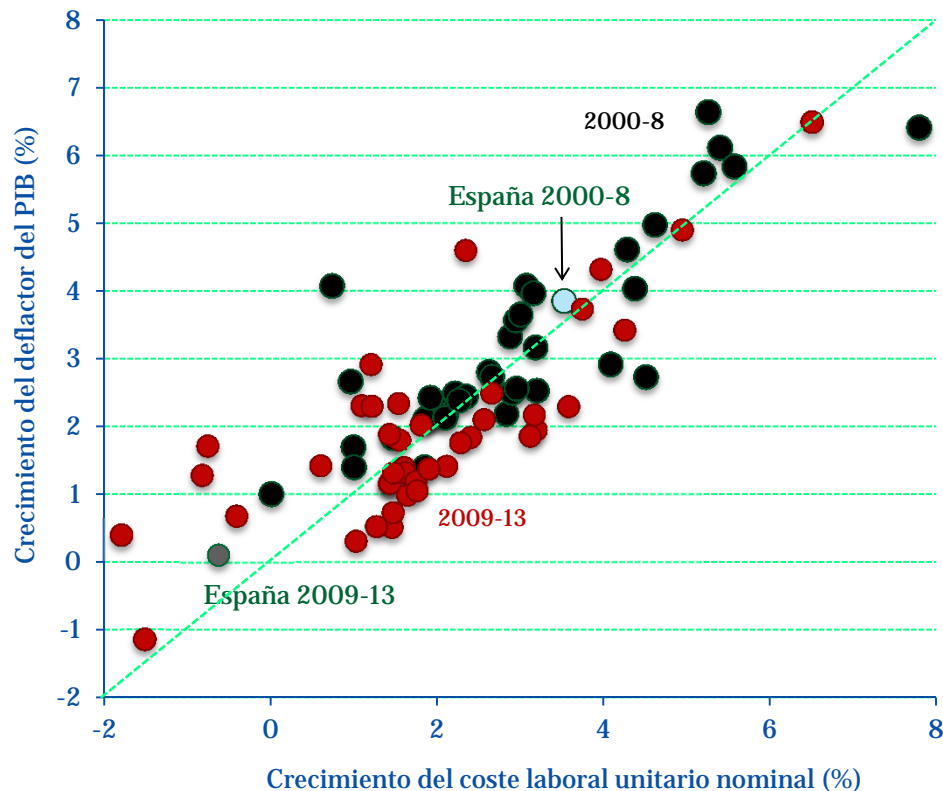


Sources: Eurostat; Haver Analytics; and IMF staff calculations.

¿No hay otra alternativa? Reducción de los márgenes de precios

Gráfico 7. Precios y coste laboral unitario, 2000-13

Crecimiento anual medio del deflactor del PIB y coste laboral unitario*
Fuente: AMECO y BBVA Research



* Cada punto en este gráfico representa los países de la UE27 y las principales economías avanzadas incluidas en la base de datos de AMECO para 2000-8 (azul) y 2009-13 (rojo)
En España de 2009 a 2013 el coste laboral unitario se calcula con la remuneración por asalariado

En cualquier caso, el comportamiento de los márgenes no impide que los precios (deflactor del PIB) respondan al coste laboral unitario ...

... tanto en la expansión como en la recesión, tal y como muestra el Gráfico 7

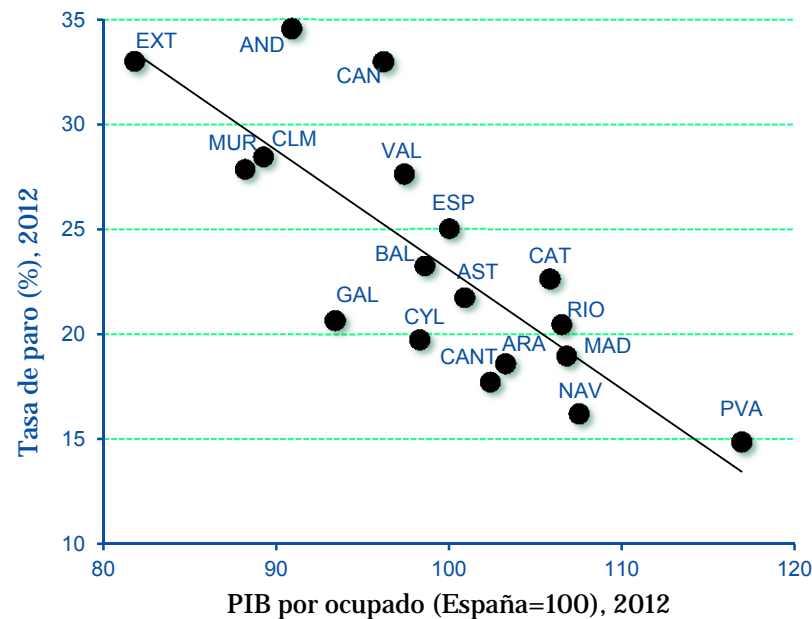
El comportamiento de España se ajusta bastante bien al del resto de economías avanzadas: cuando se reduce el crecimiento del CLU nominal también lo hace el crecimiento de los precios

Andrés y Doménech (2013)

¿No hay otra alternativa? El aumento de la productividad

Gráfico 5. Productividad y desempleo en las CC.AA.

Fuente: BBVA Research



La evidencia de la relación negativa entre desempleo y productividad a nivel regional en España invita a pensar que ...

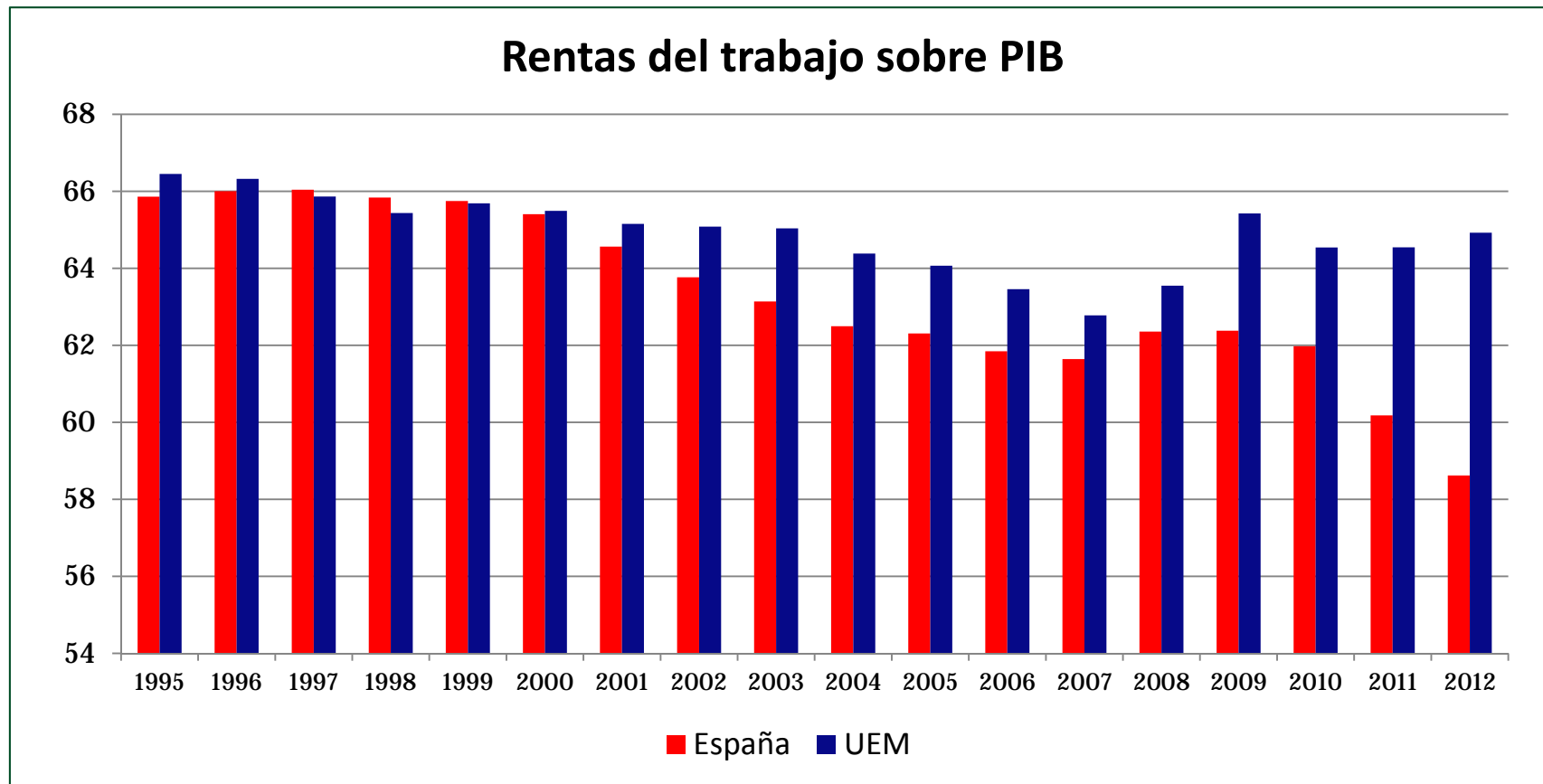
... los aumentos de productividad reducen el desempleo,...

... pero también que esta estrategia puede llevar mucho tiempo, dada la elevada persistencia temporal de estas variables

Andrés y Doménech (2013)

¿Márgenes o salarios?

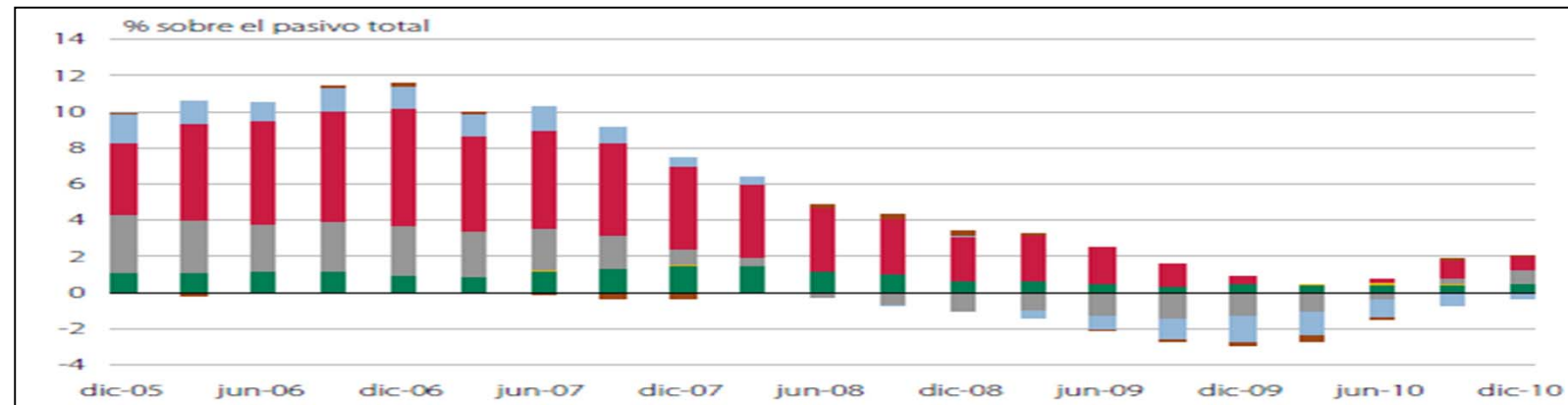
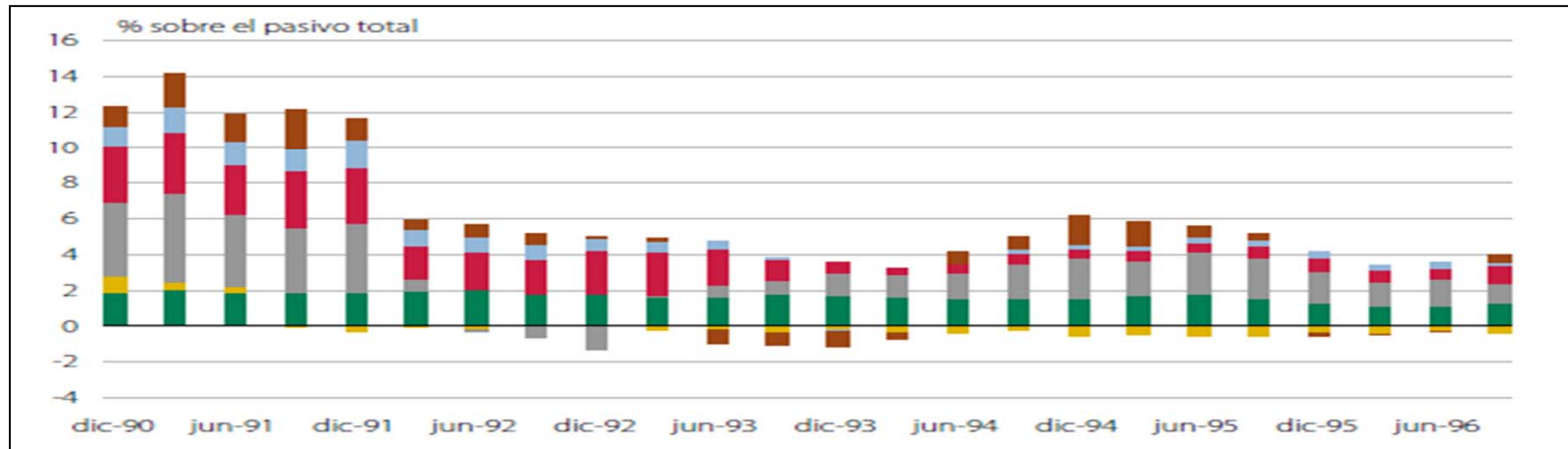
- ❑ Según la CN el peso del ajuste está recayendo fundamentalmente en los salarios, con más fuerza en España que en el promedio de la UE.



Márgenes y financiación (CNMV, 2010)

Descomposición por instrumento de la variación interanual del pasivo de las sociedades no financieras

- Acciones y otras participaciones
 - Crédito comercial
 - Préstamos a corto plazo
- Valores distintos de acciones
 - Préstamos a largo plazo
 - Otros



Fuente: Banco de España.

Anexo

- Para entender de forma **sencilla e intuitiva** los potenciales efectos de la flexibilidad salarial conviene hacer una serie de **supuestos simplificadores**
 - **Supongamos** que se dan las siguientes condiciones a nivel agregado:
 1. **No existe una restricción de demanda agregada**, al menos para los sectores de bienes comercializables. Es decir,
 1. La economía es abierta al exterior
 2. Los precios responden, aunque sea parcialmente, a las disminución de costes salariales
 2. El **PIB se aproxima bien por una función de producción de buen comportamiento** (supuesto habitual avalado por una amplia evidencia empírica), que se representa en el **Gráfico A.1**
 3. El desempleo es elevado y **no existe restricción de oferta de trabajo para los salarios vigentes**
-

Anexo

- La **función de producción** (Gráfico A.1) que describe el comportamiento de la producción agregada (Y) en función del capital (K), empleo (L) y productividad total de los factores (A)

$$Y_t = A_t K_t^\alpha L_t^{1-\alpha}$$

- El parámetro α se aproxima por la participación de las rentas del capital en el PIB (cercana al 40%)
- Suponiendo que las empresas tienen poder de fijación de precios, la **demanda de trabajo de las empresas** (Gráfico A.2) se obtiene igualando el salario real (w) a la productividad marginal del trabajo corregida por el margen de precios sobre costes (m):

$$w_t = \frac{1}{m_t} (1 - \alpha) A_t K_t^\alpha L_t^{-\alpha}$$

Anexo

- A partir de la expresión anterior se obtiene que la tasa de variación del empleo viene dada por:

$$\frac{\Delta L}{L} = -\frac{1}{\alpha} \frac{\Delta w}{w} - \frac{1}{\alpha} \frac{\Delta m}{m} + \frac{1}{\alpha} \left(\frac{\Delta A}{A} + \alpha \frac{\Delta K}{K} \right)$$

- El **crecimiento del empleo** depende del negativamente del crecimiento de los salarios y de los márgenes de precios, y positivamente del crecimiento de la productividad total de los factores y del stock de capital

Anexo

Cuadro A.1: Estimaciones para la economía española de los efectos sobre el PIB y el empleo de la moderación salarial

| Modelo | Shock salarial | Empleo | PIB |
|-----------------------|---|---------------|------------|
| FMI | 10% de caída durante dos años Disminución contribución a la SS (1,75pp) Aumento del IVA | 7.00% | 5.00% |
| MTBE, Banco de España | Disminución de 1pp del salario en dos años | 1.50% | 1.00% |
| REMS | Disminución de la contribución a la SS equivalente a una disminución del salario real del 1% en dos años | 2.25% | 1.75% |
| BBVA-SVAR UW | Reducción de la participación de las rentas salariales en el PIB equivalente a una disminución del 1% del salario real | 1.50% | 1.50% |

¿Cuándo sería ineficaz la flexibilidad salarial?

1. Cuando **los precios son rígidos a la baja** y no responden a la reducción del salario:
 - Si además existe una restricción de demanda a esos precios fijos, el **empleo** se determina por la cantidad de trabajadores que las empresas necesitan para atender esa demanda agregada
 - Como los **precios son rígidos**, al reducir los salarios aumentan los márgenes para una demanda agregada dada
 - La **reducción de salarios reduce las rentas salariales y con ello el consumo**, por lo que en el peor de los casos disminuye aún más la demanda agregada y el empleo
2. Cuando **el tipo de interés nominal no puede disminuir** y no responde a una menor inflación*:
 - Si el tipo de interés nominal no puede disminuir (ha alcanzado el límite cero o el país está en una unión monetaria), la **menor inflación aumenta el tipo de interés real**
 - Si el **efecto del aumento del tipo de interés real** es mayor que el de la disminución de precios, la demanda agregada puede disminuir a pesar de que aumente la demanda externa

* Véase Gali y Monacelli (2013), y Eggertsson et al. (2013)

¿Por qué es eficaz la flexibilidad salarial?

- ¿Son los **precios y la demanda agregada totalmente rígidos**?
 1. La evidencia empírica muestra que **la variación del coste laboral acaba trasladándose a los precios**, como ya lo ha hecho en esta crisis
 2. Si los precios responden aunque sea parcialmente (es decir, los márgenes no aumentan en la misma proporción en que caen los salarios) **la demanda agregada aumenta** (por ejemplo, **exportaciones**) **y con ella el empleo**. Si el empleo aumenta más de lo que se reducen los salarios, aumentan las rentas salariales y el consumo
- ¿Impide el aumento del **tipo de interés real** el crecimiento de la demanda agregada?
 1. Aunque el efecto del tipo de interés real es negativo, **hay otros muchos canales que pueden dominar ese efecto** (demanda externa, consumo en base a renta corriente, restricciones financieras, reducciones de las **primas de riesgo**, etc.)
 2. De hecho, los **resultados para la economía española** (BBVA, REMS y MTBE) indican que el efecto neto para la economía española es positivo para el PIB y el empleo, tal y como se muestra en el Cuadro A.1