

Alternativas de política económica en tiempos de elevado endeudamiento.

Javier Andrés (Universidad de Valencia)

Rafael Doménech (BBVA, Research, Universidad de Valencia)

Diploma de Bolsa y Mercados Financieros Españoles

ADEIT. Valencia 4 de marzo de 2014.

¿De qué voy a hablar?

- ❑ La situación de la economía española:
 - Largo plazo
 - Medio plazo

- ❑ Opciones de política económica. Políticas de demanda.
 - La política fiscal: multiplicadores, deuda privada y deuda pública.
 - La política monetaria: límite cero, medidas no convencionales.

- ❑ Economía española. Políticas de oferta para la creación de empleo y la reasignación productiva.
 - Moderación salarial: ¿No caerá la demanda?
 - Moderación de márgenes: Competencia y restricciones de crédito
 - Productividad: ¿Cómo? ¿Cuándo surtirá efectos?

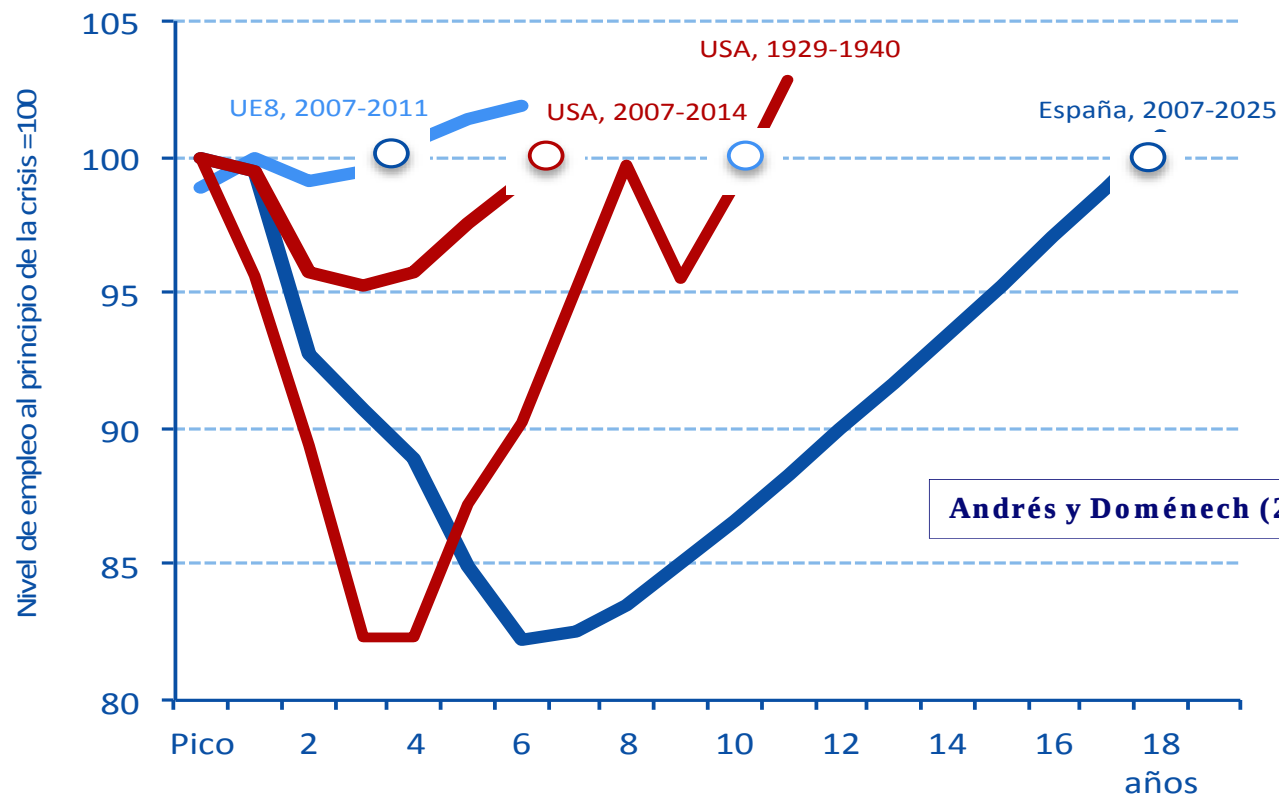
De qué voy a hablar.

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%

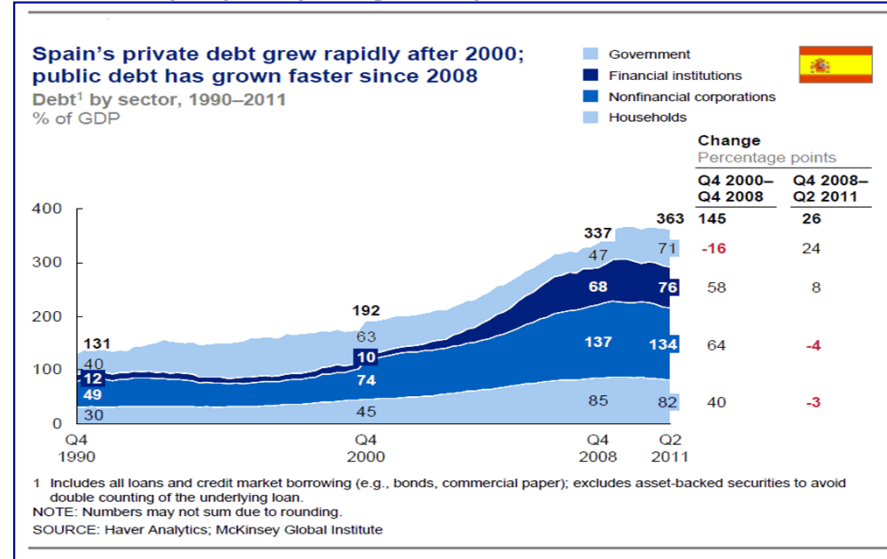
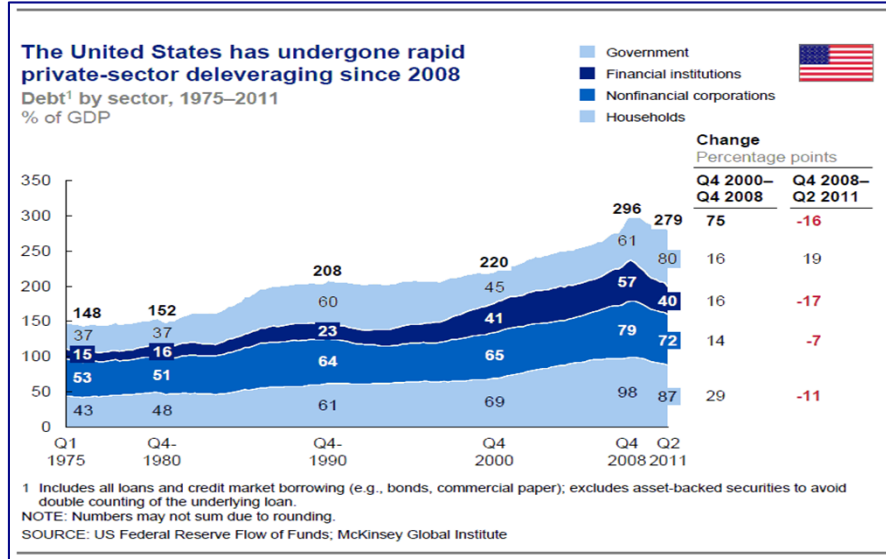
El reto del empleo

- ❑ 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?

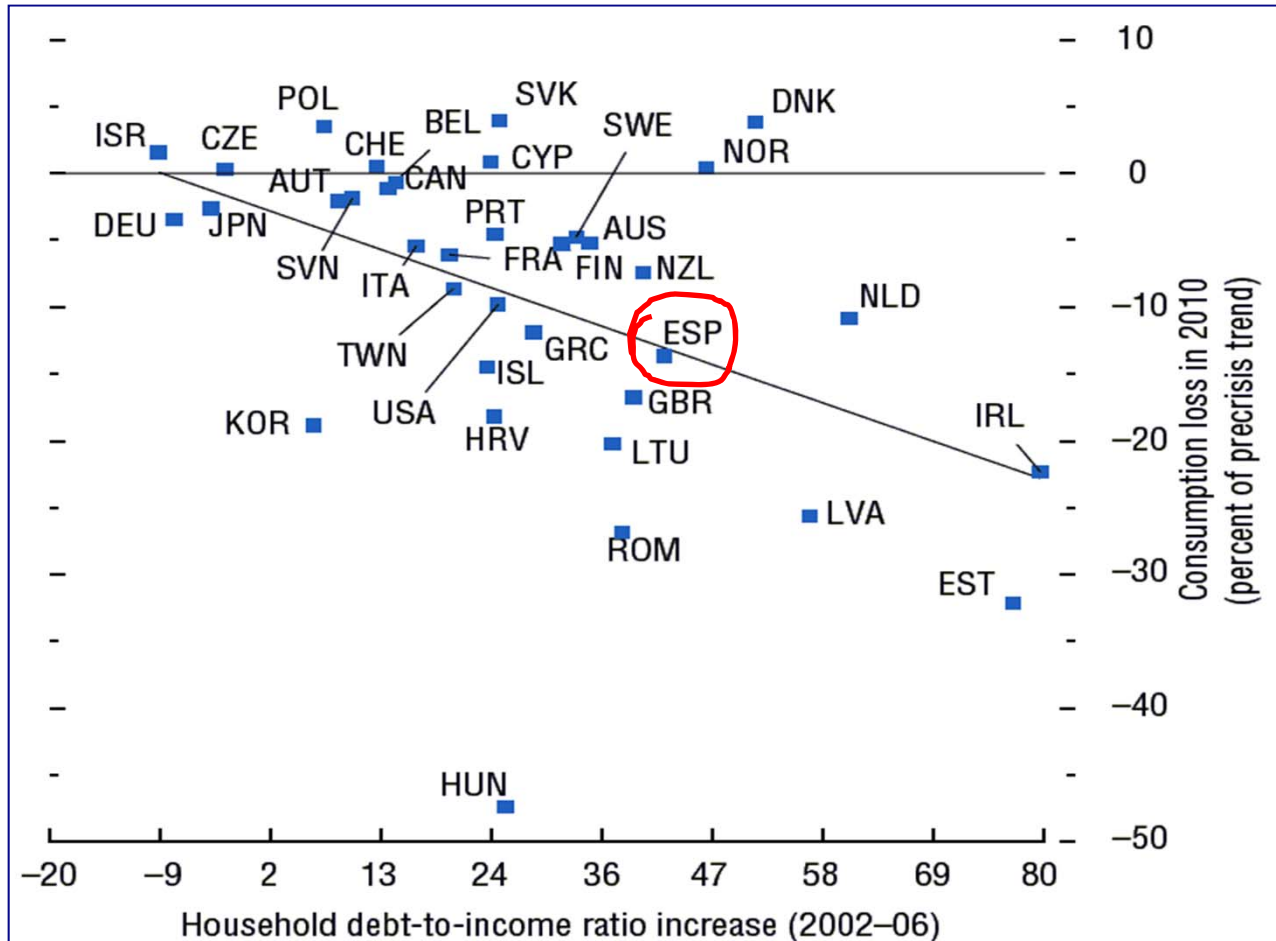


- ❑ La **identidad macroeconómica básica** nos dice porqué están actuando como lo hacen Japón y EEUU (¿y Europa?): Un sector doméstico debe endeudarse para facilitar el desapalancamiento del otro.

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

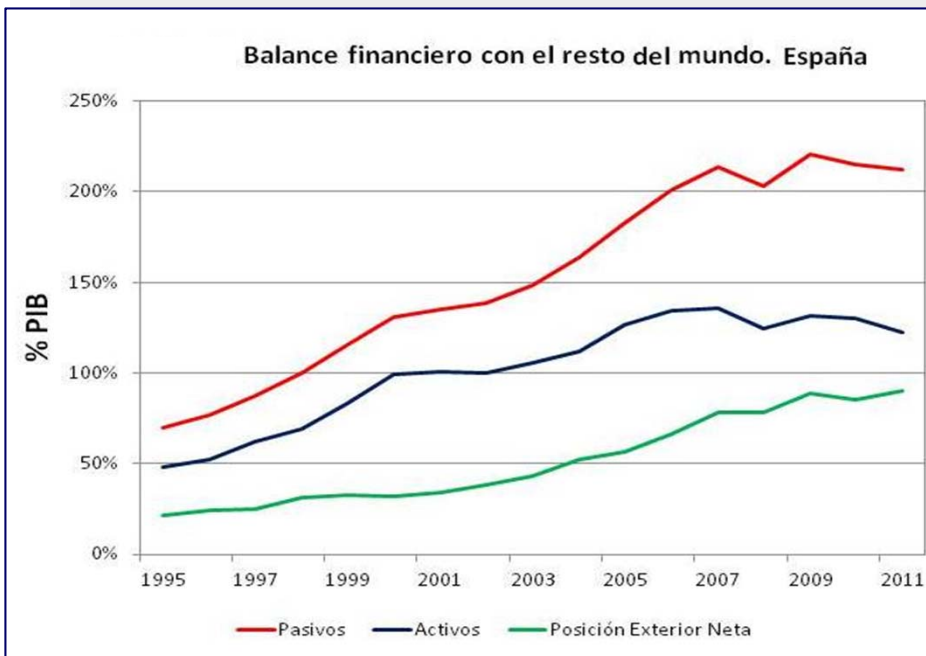
Lo que nos espera: el peso de la deuda

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



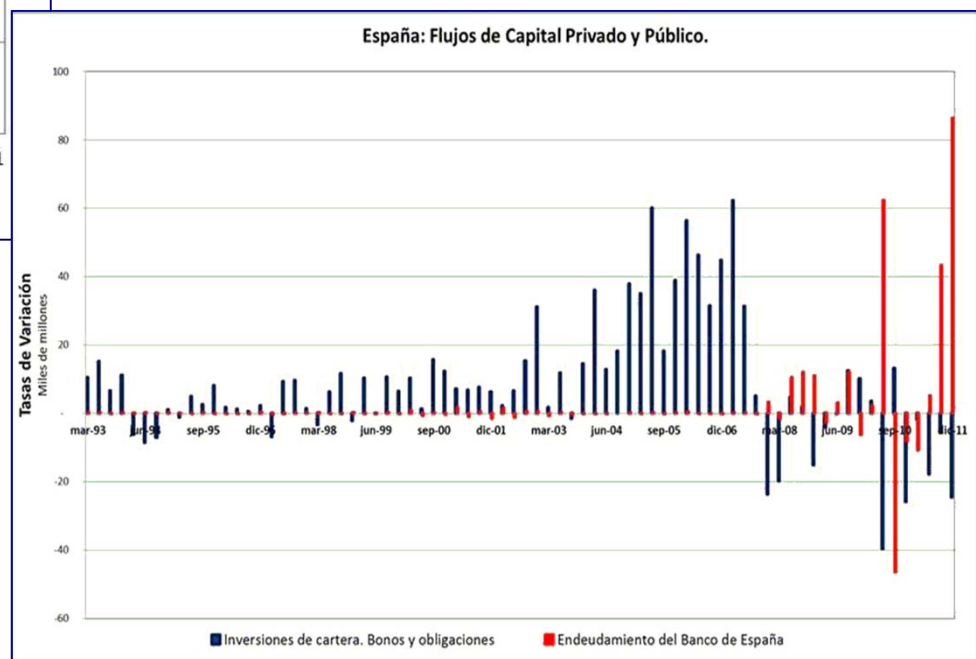
Sources: Eurostat; Haver Analytics; and IMF staff calculations.

... 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*

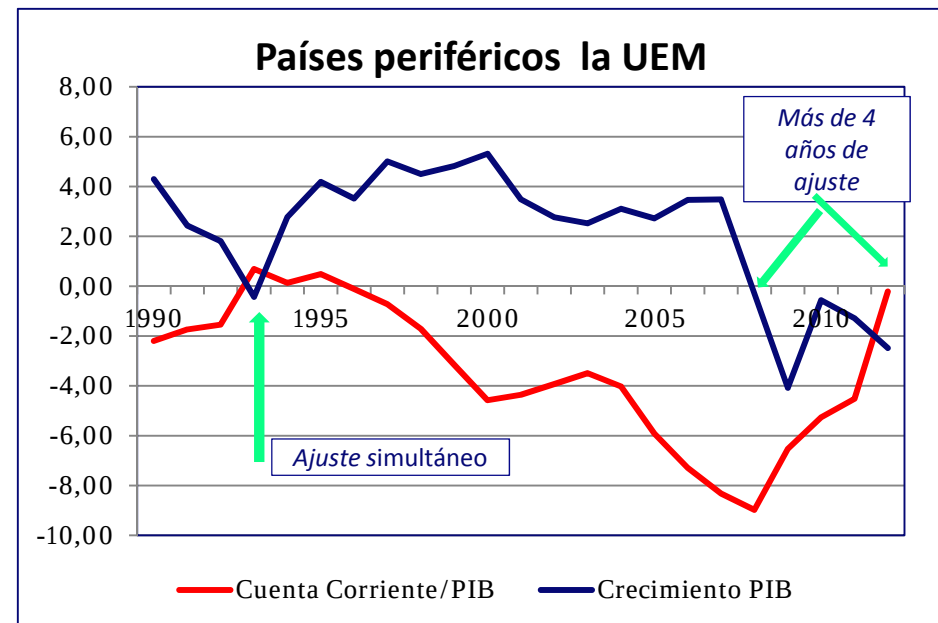


Implicaciones: Otra identidad

- ❑ 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*).

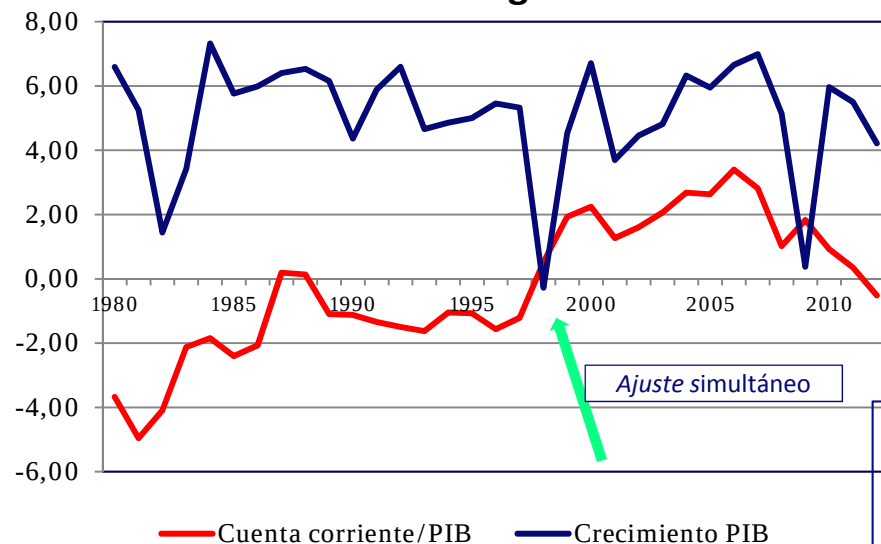
$$\Delta PEN = CC \equiv EX - IM + TRN > 0$$

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

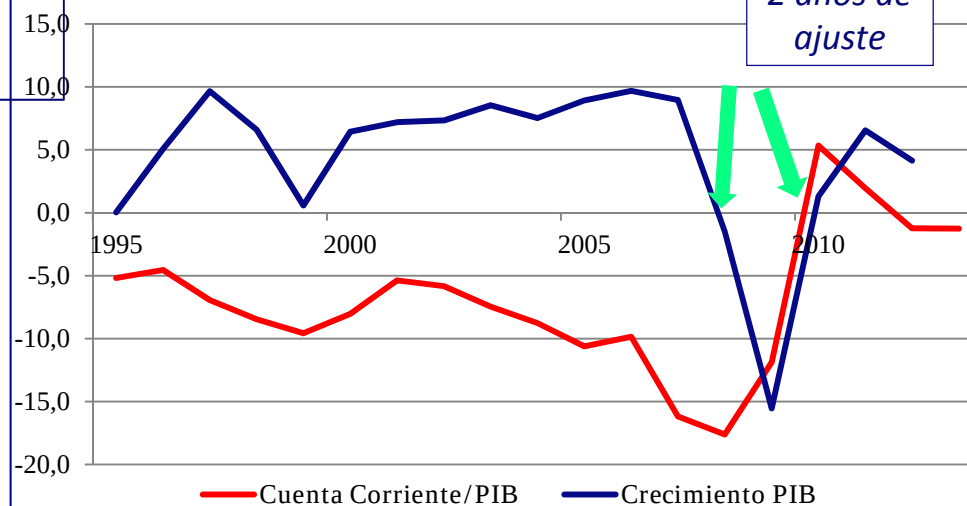


Cambios de signo de la cuenta corriente. Recuperaciones sin crédito: rápidas aunque frágiles: Los beneficios se reinvierten en circulante. Débil recuperación del empleo.

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.

Políticas monetaria y fiscal

- ❑ La globalización suponía una nueva reasignación de recursos a nivel mundial que era óptima e imparable: la Gran Moderación.
- ❑ Los mercados financieros habían respondido eficientemente a shocks, absorbiendo el riesgo sin graves repercusiones sobre la actividad
 - Los mercados financieros son eficientes.
 - Es mejor lidiar con los efectos de las burbujas que tratar de prevenirlas.
 - Las crisis financieras, las quiebras bancarias en serie, los sudden stops, etc, son cosas del pasado o tienen lugar en algunos países emergentes.
- ❑ Política monetaria: independencia del banco central y objetivos de inflación.
 - El principal instrumento es el tipo de interés a corto plazo.: tipo de interés a largo plazo, las expectativas de inflación y los precios de los activos.
 - El canal del crédito bancario recibe poca atención Los principales fallos de mercado se encuentran en los mercados de productos y de factores.

Política fiscal

- ❑ La política fiscal discrecional es un instrumento poco adecuado para la estabilización macroeconómica. "División del trabajo": la política monetaria controla la inflación (regla de Taylor) y la fiscal el nivel real de la deuda (reglas fiscales).
- ❑ La deuda soberana, un activo de máxima calidad:
 - Financiación a bajos tipos de interés:
 - Aporta activos seguros al sistema.
 - Facilita el ahorro y la calidad del activo bancario .
 - Facilita la asignación de recursos: los países desarrollados invierten en activos rentables y los nuevos ahorradores internacionales en activos seguros (deuda pública y semipública).
- ❑ Consecuencia, "indisciplina" fiscal: muchas economías avanzadas no ajustaron su política fiscal a una disminución secular en su tasa de crecimiento.

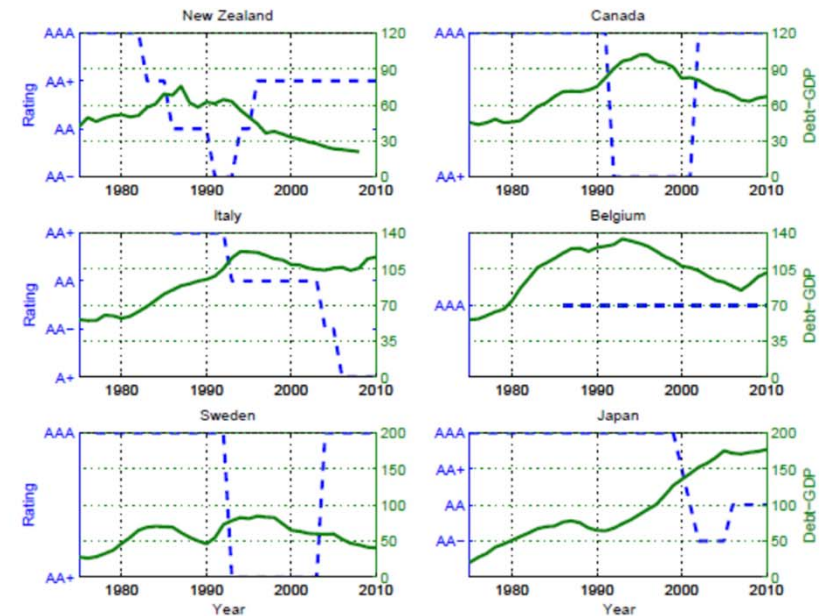
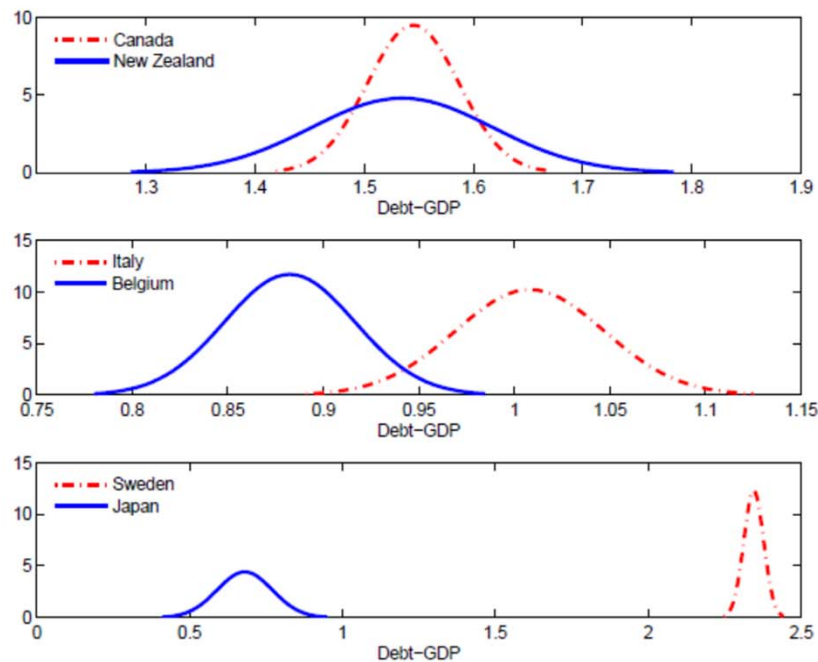
La política fiscal en la crisis

- ❑ El multiplicador fiscal. El multiplicador es mayor en una restricción de crédito
 - Barro: multiplicadores cercanos a cero.
 - IMF mark I: multiplicadores alrededor de 0,5.
 - IMF mark II: multiplicadores alrededor de 1,7
 - Andrés y Doménech (2013): multiplicadores alrededor de 1.

- ❑ Deuda privada y multiplicador: $C = f(Renta\ corriente, Riqueza\ neta)$
 - Una expansión fiscal aumenta la renta corriente
 - La expansión fiscal erosiona la deuda
 - La expansión fiscal reduce el valor de los activos.

Límite fiscal y spread

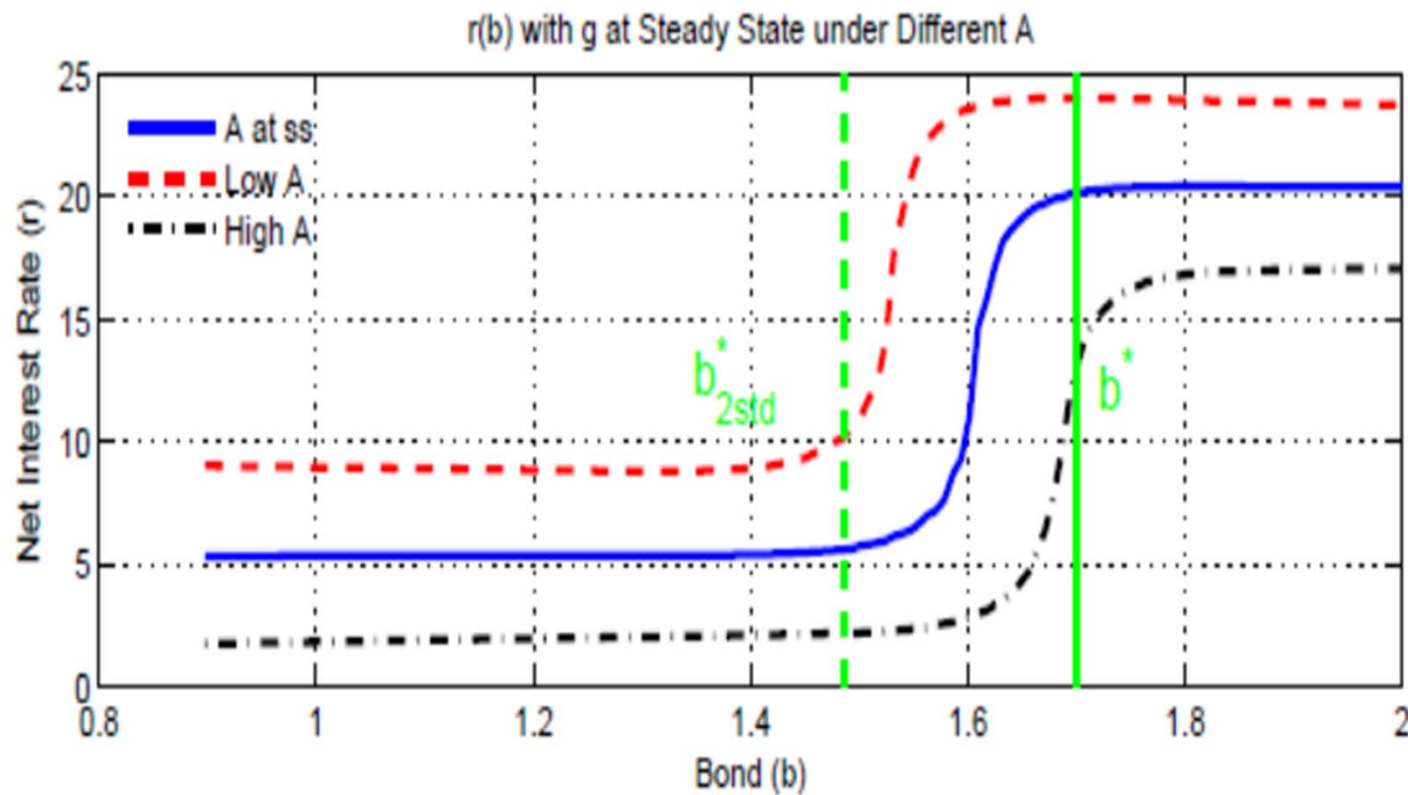
Rating y nivel de deuda pública (% del PIB)



El límite fiscal es diferente para cada país: estructura económica, estructura fiscal e instituciones.

Límite fiscal y spread

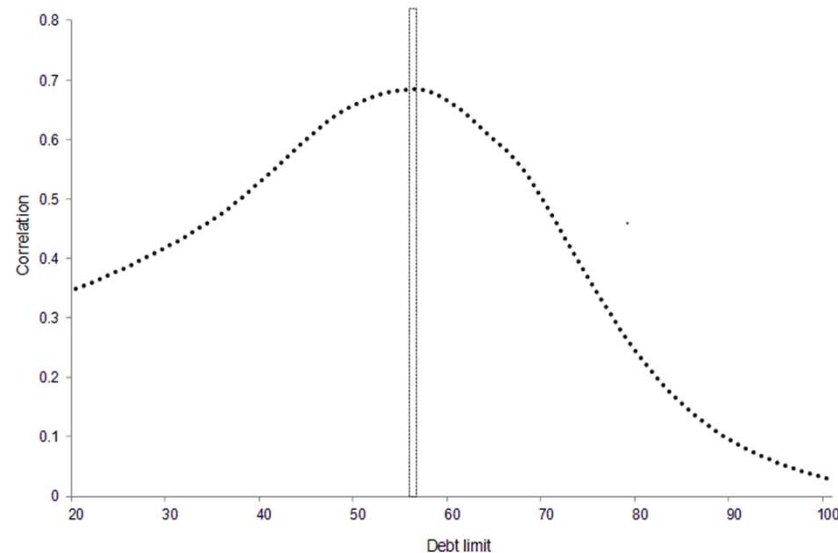
El spread puede aumentar de forma no lineal cuando la probabilidad de alcanzar el límite fiscal alcanza una cierta probabilidad



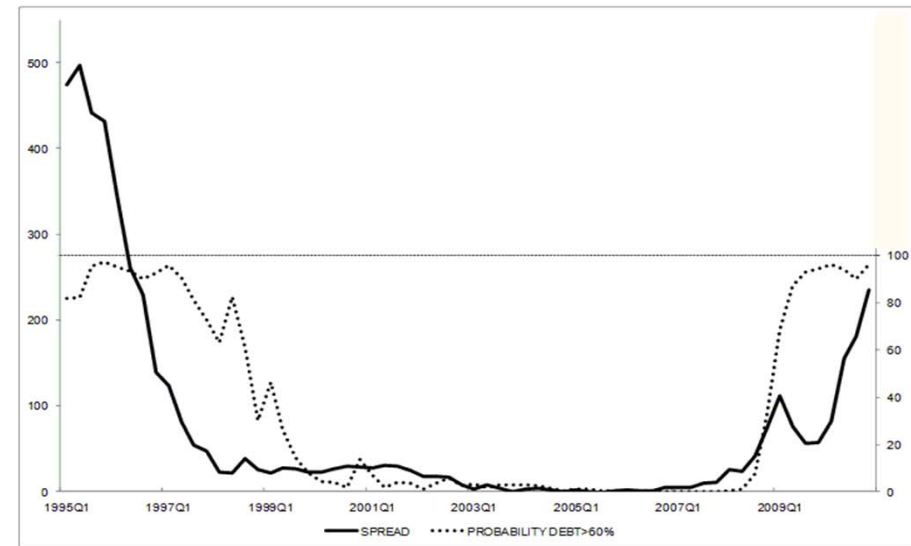
Límite fiscal y spread

Elevada correlación entre la probabilidad estimada de superar un determinado límite fiscal y la prima de riesgo.

Correlations: computed probability (debt>x-axis% at 10-year horizon) and the s



Probability of breaching the 60% debt threshold at 10-years-horizon



La correlación más elevada se encuentra para un nivel de deuda alrededor del 60% del PIB. Este límite fiscal disminuye con la crisis.

FAQs sobre la política monetaria actual

- ☐ ¿Están haciendo los BCs lo adecuado para superar la recesión? ¿Por qué no hacen más?
- ☐ ¿Por qué el BCE parece tener una estrategia distinta, menos agresiva, que la FED?
- ☐ ¿Deben abandonar los BCs los objetivos de inflación?
- ☐ ¿Qué harán los bancos si el tipo de interés llega a cero?
- ☐ ¿Qué otras medidas se pueden adoptar y qué consecuencias pueden tener?

La política monetaria con mercados financieros eficientes

Minimizar dos desequilibrios

Desviación de la inflación
respecto al objetivo

Desviación del output
respecto al 'potencial'
(desempleo cíclico)

$$(\pi_t - \pi^*)$$

$$(y_t - \bar{y}_t)$$

$$(u_t - u_t^*)$$

El output gap es función inversa del tipo de interés.
La inflación: depende de la inflación esperada y output gap. c

$$(\pi_t - \pi^*) = \beta(\pi_{t+1}^e - \pi^*) + \gamma(y_t - \bar{y}_t)$$

La política óptima con mercados financieros que funcionan mal

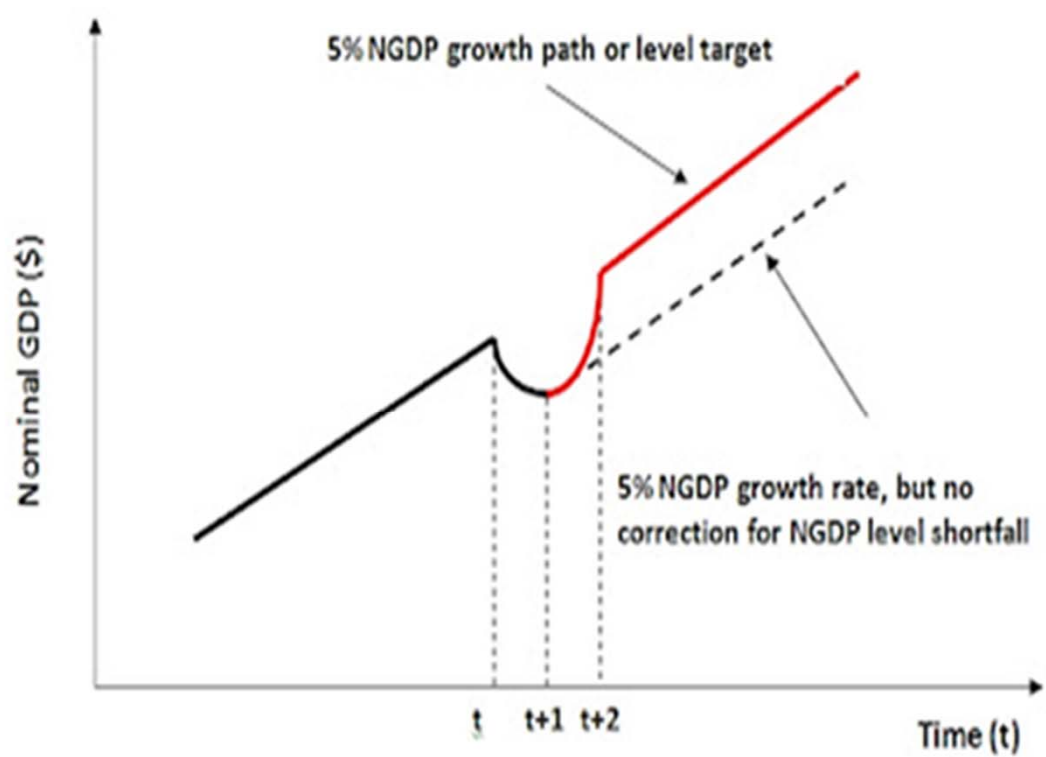
- ☐ Escasez de activos seguros
- ☐ Controlar la inflación o la sostenibilidad de la deuda.
- ☐ Algunas propuestas radicales de política monetaria: la monetización del déficit.
- ☐ Expansión del balance. ¿Riesgo de inflación?
 - No hay riesgo a corto plazo
 - Hay riesgos en las colas: deflación versus inflación alta.
 - La credibilidad de nuevo.
 - ¿Cómo desmontar las políticas no convencionales?

Otras medidas no convencionales

- ❑ **Operación Twist:** compra de bonos a largo plazo financiada mediante la venta de activos a corto.
- ❑ **Forward guidance:** Anuncio del mantenimiento del tipo de interés constante durante un tiempo especificado.
- ❑ Cambio del **objetivo de inflación**.
 - Ventajas: reduce el riesgo de deflación.
 - Inconvenientes: Inflación y precios relativos.
- ❑ **Lender of last resort.** ¿Para quién?
 - Operaciones *LTRO*: ¿Hasta cuando se puede/debe sostener a los bancos? Ilquidez versus insolvencia.
 - Operaciones *OMT*: ¿Hasta cuando se puede sostener a gobiernos con una deuda cercana al 100% del PIB.

Nominal Income Targeting

- ❑ La regla en nivel de renta nominal pretende recuperar el nivel de esta anterior a la crisis (Yellen 2012: Bernanke's moment).
- ❑ Reglas en tasas de inflación o en nivel de precios.
- ❑ Las reglas de nivel son más agresivas, en las expansiones y en las recesiones.
- ❑ Permitiría recuperar la renta nominal facilitando el desapalancamiento.
- ❑ Inflación transitoria sin problemas de credibilidad.



Aumentar la producción de Y^c

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

- ❑ “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?

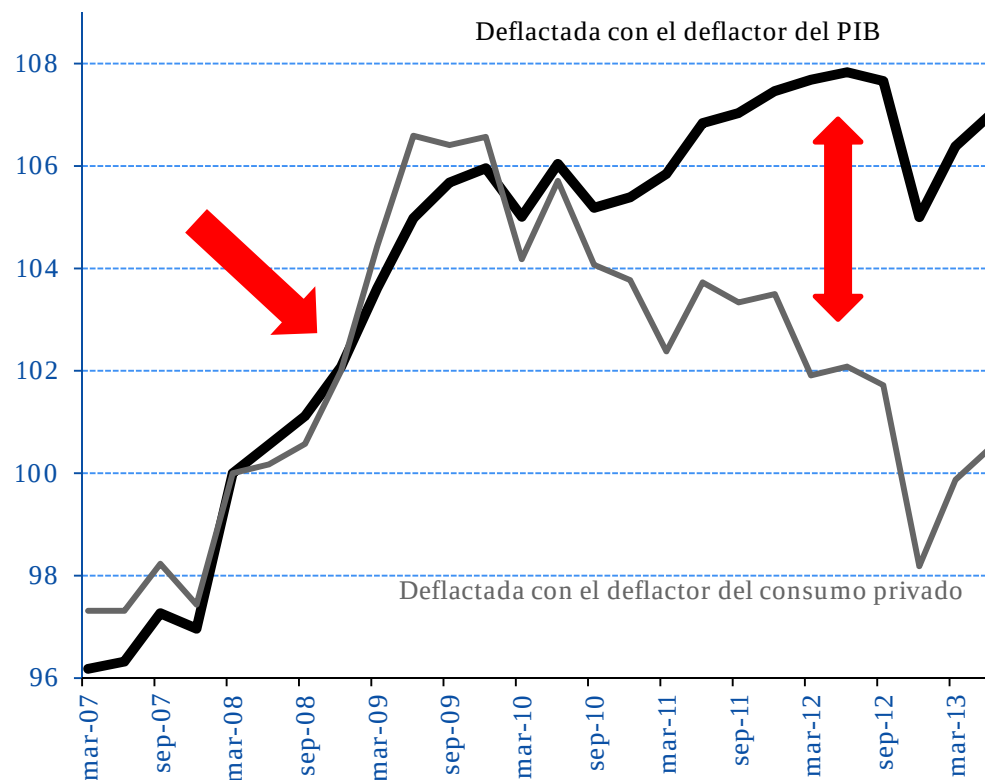
¿Y por qué no ...?

- ❑ 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 asalariado (1T2008=100)

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



De 1T2008 a 2T2013 la remuneración real media por asalariado 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.

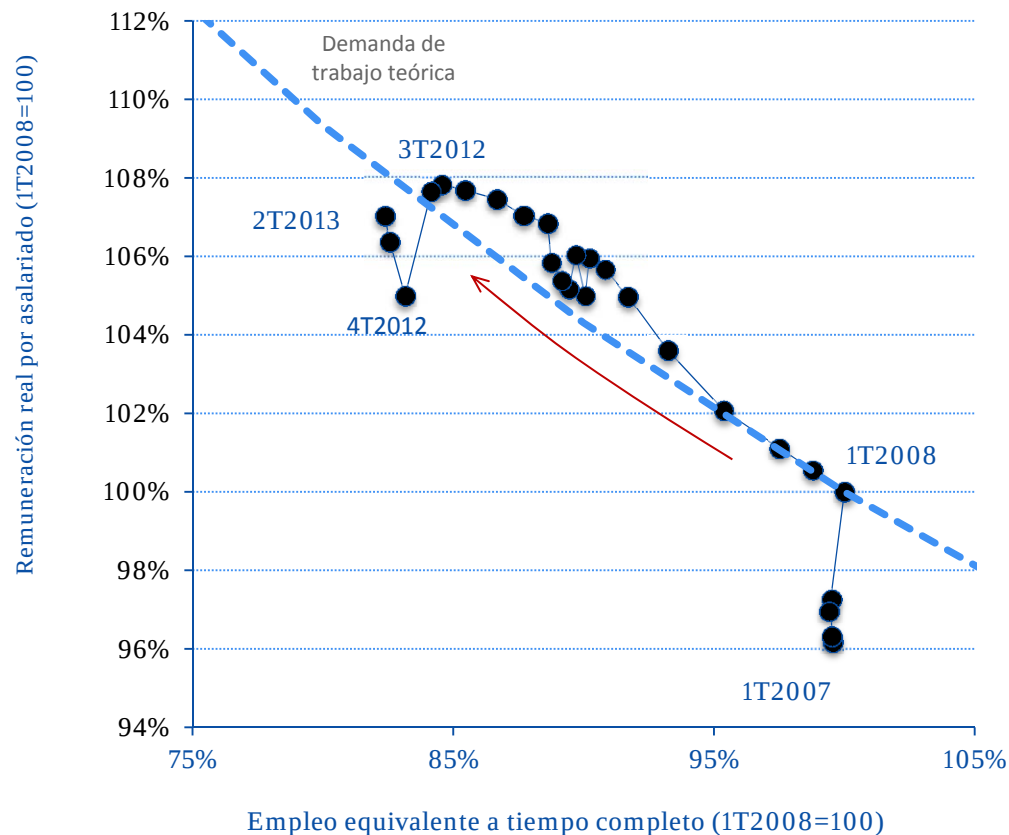
El efecto composición ha jugado un papel relevante ya que se ha destruido empleo menos productivo y con un menor salario medio.

Andrés y Doménech (2013)

La demanda de trabajo

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

Fuente: BBVA Research



* 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

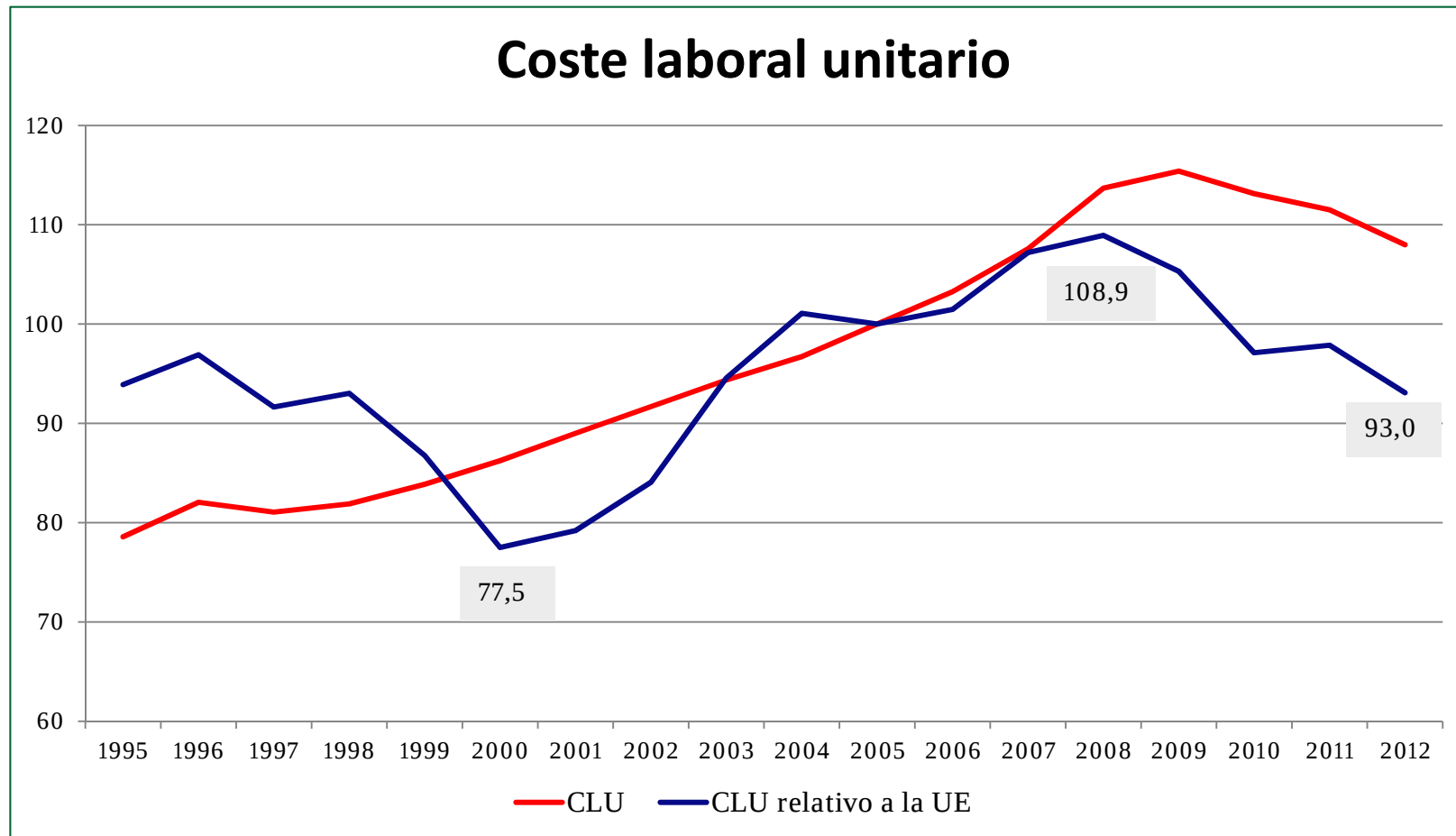
El Gráfico 2 muestra una demanda de trabajo teórica y las combinaciones de empleo y salario real medio observadas entre 1T2007 y 2T2013

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 ...

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 20102 (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
 - o Un aumento del **consumo** privado, de la **inversión** y del **stock capital**, con efectos sobre el PIB de los periodos siguientes
 - o Una mejora de la **balanza por cuenta corriente**
 - o Un aumento de los **ingresos públicos**, una **reducción del gasto** en prestaciones por desempleo y disminución del **déficit público**

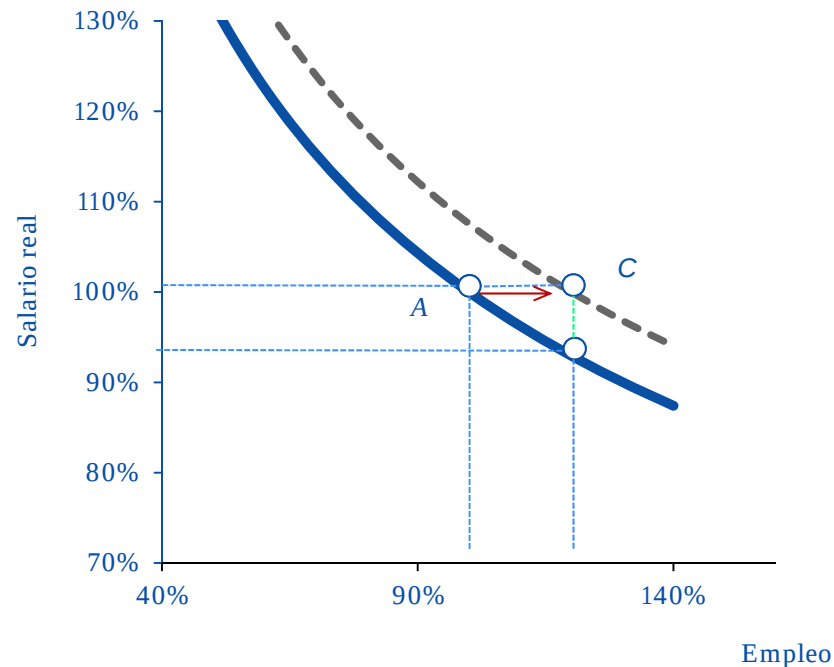
¿Cómo se produciría la reducción del salario real medio?

- ☐ 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.

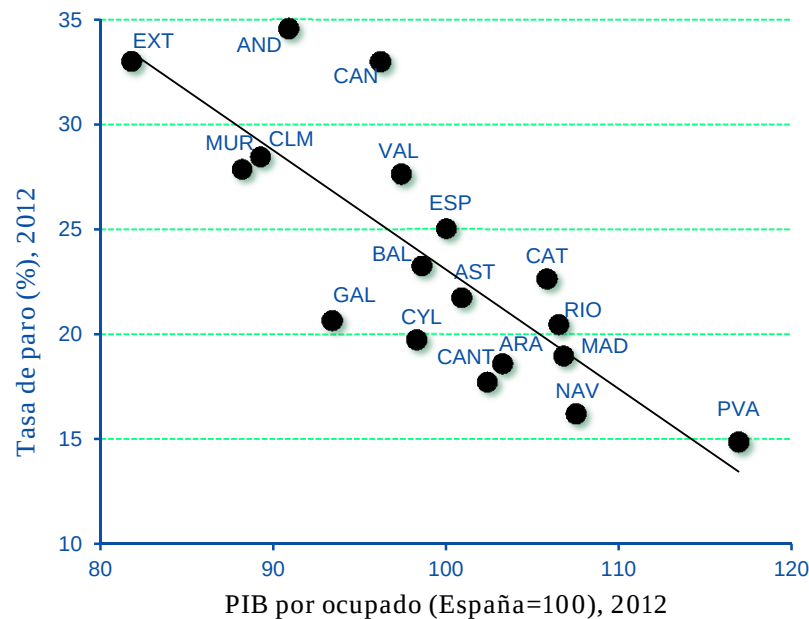
Con el crecimiento de la productividad por ocupado del ciclo anterior (0,6% anual) se tardaría 8,4 años adicionales respecto a la estrategia de flexibilidad salarial

Andrés y Doménech (2013)

¿No hay otra alternativa? 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

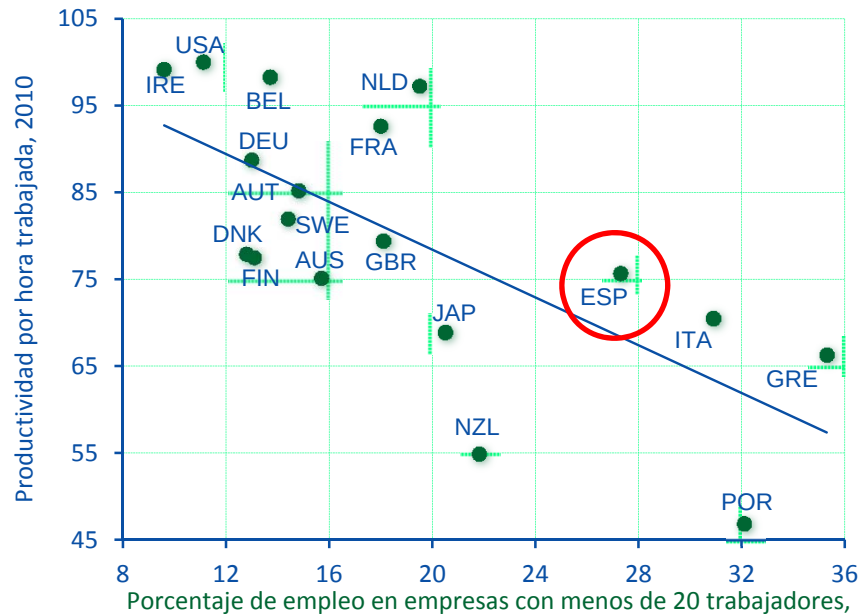
Andrés y Doménech (2013)

El aumento de la productividad

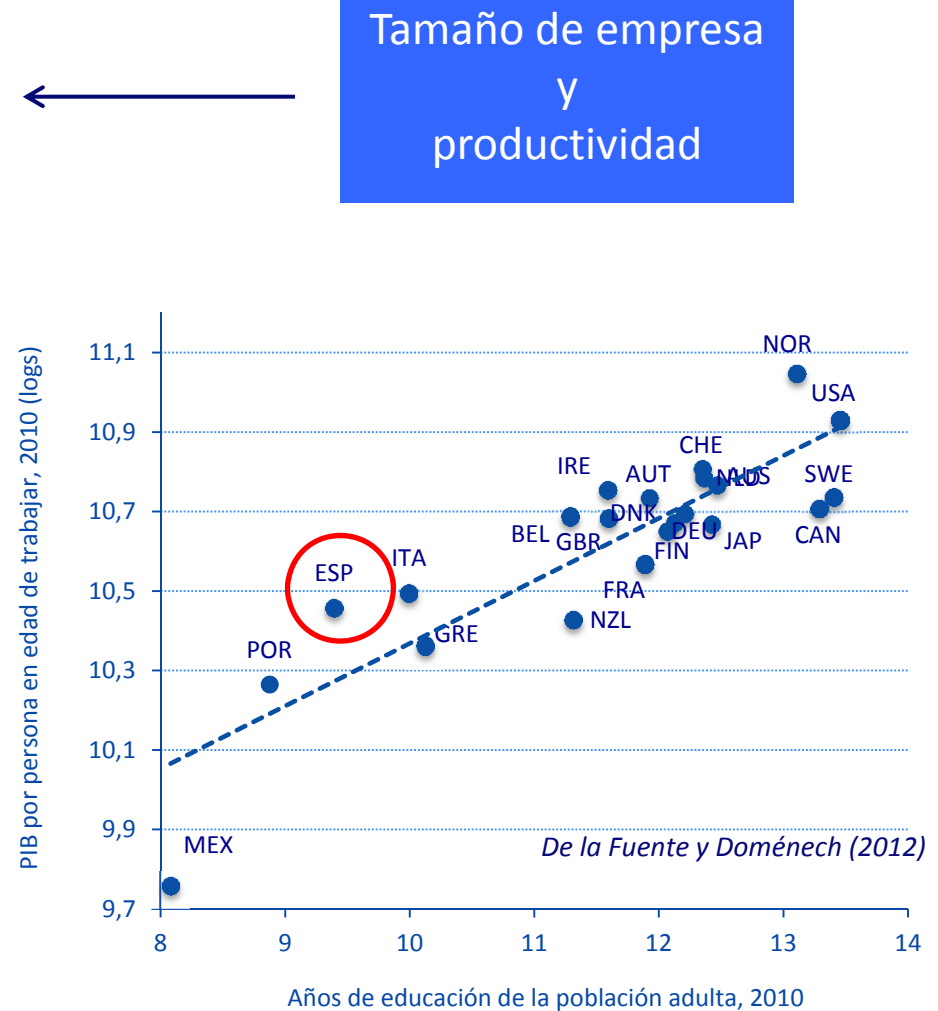
Desviación relativa entre países de los componentes de la productividad
(Andrés y Doménech, 2014)

	PIB por hora	Capital por hora	Capital Humano	Gasto en I+D sobre PIB	PTF
ESP vs EE.UU.	-24.3%	-3.0%	-35.9%	-71.2%	-9.5%
ESP vs UE8	-11.7%	-4.1%	-25.5%	-66.3%	-2.9%

El aumento de la productividad



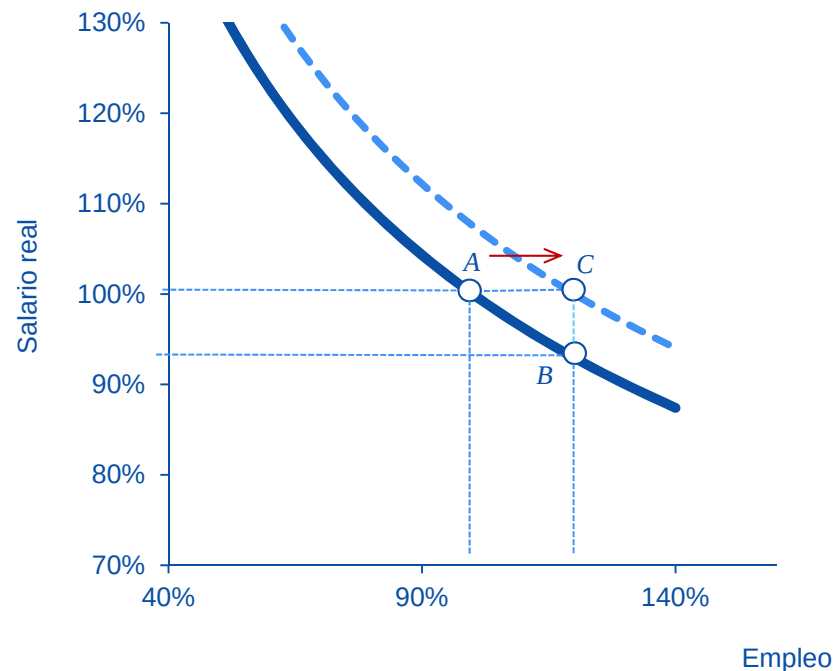
Escolarización de la población adulta y productividad



¿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

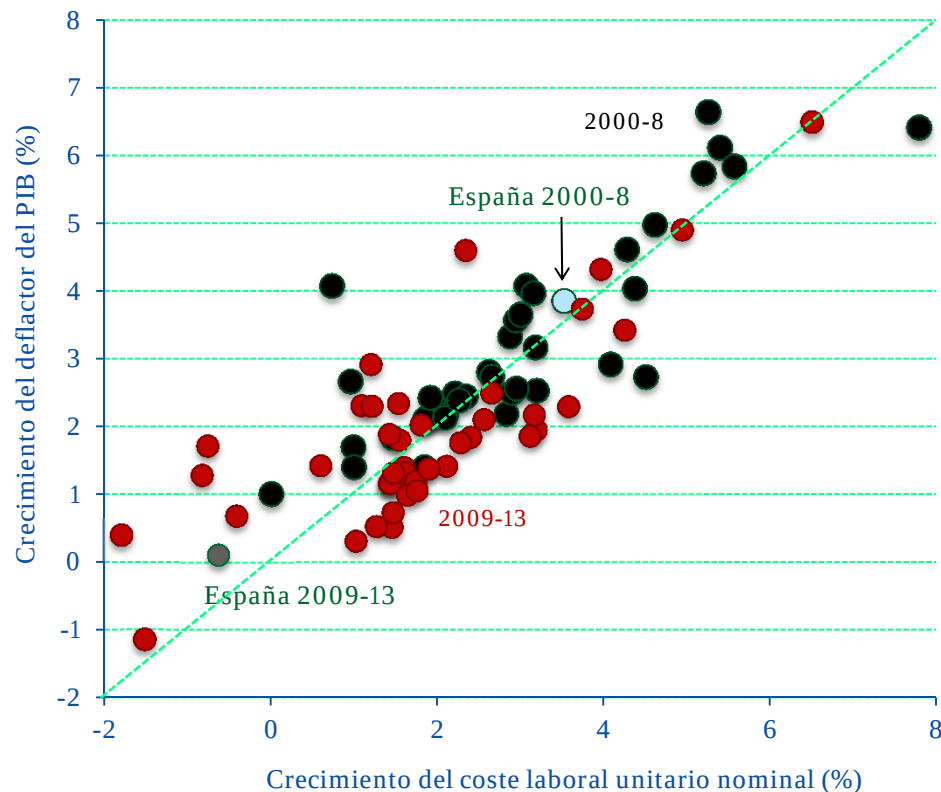
(2) los márgenes son una fuente (a veces la única) de autofinanciación en una crisis financiera para algunas empresas

Andrés y Doménech (2013)

¿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)

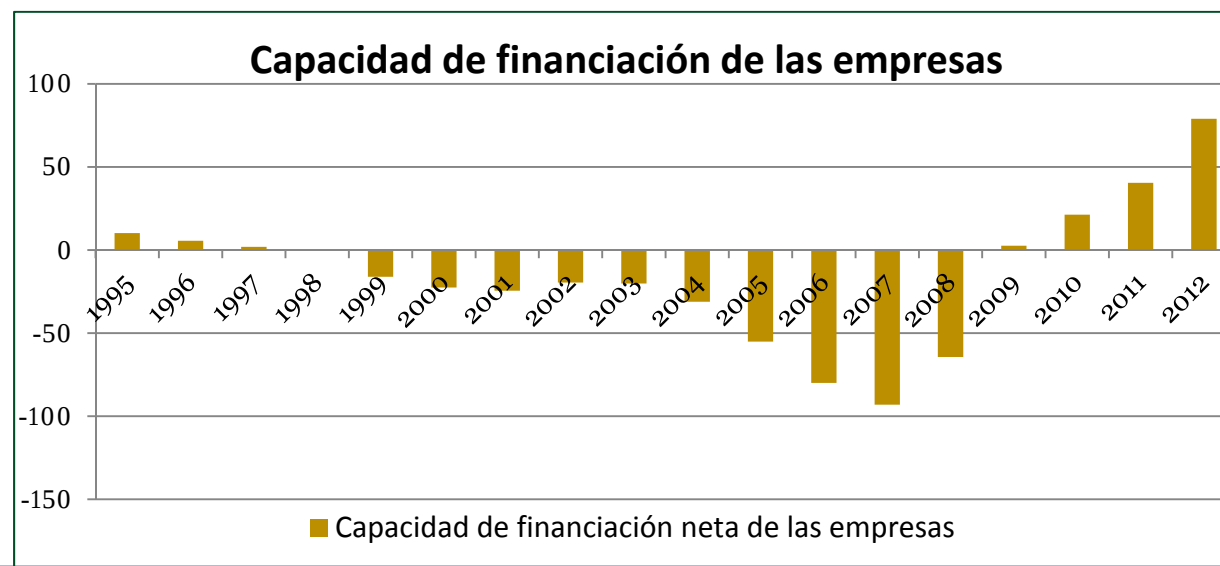
¿Qué pasa con los márgenes?

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

- ☐ 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.

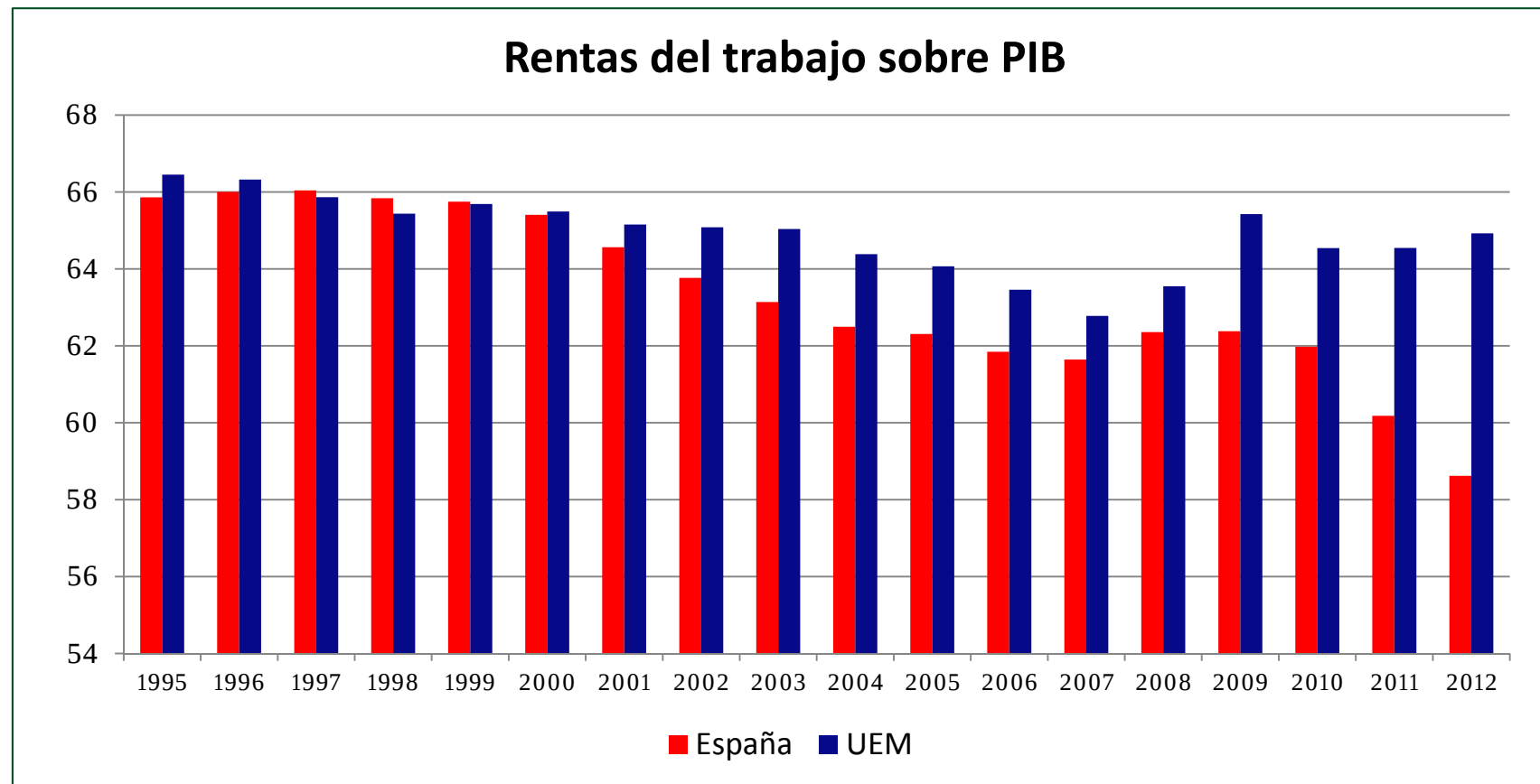
Márgenes y financiación

- ☐ 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?



¿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.

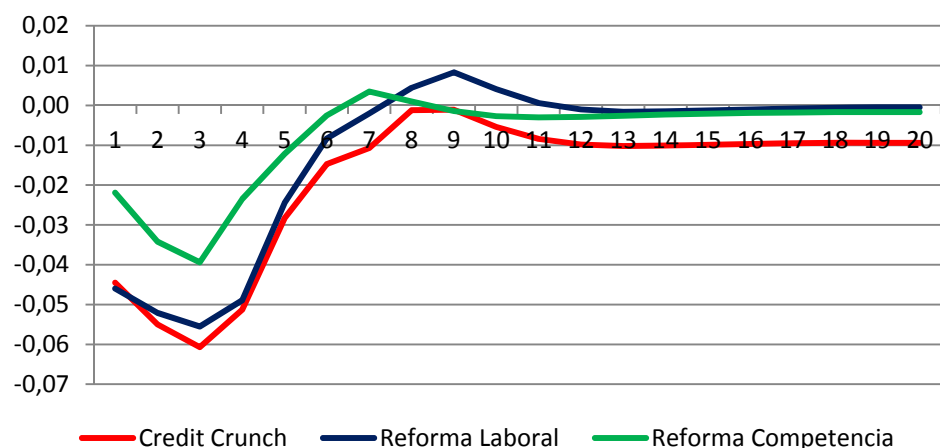


Implicaciones de la forma del ajuste

- ❑ **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.

Reformas en un credit crunch

PIB

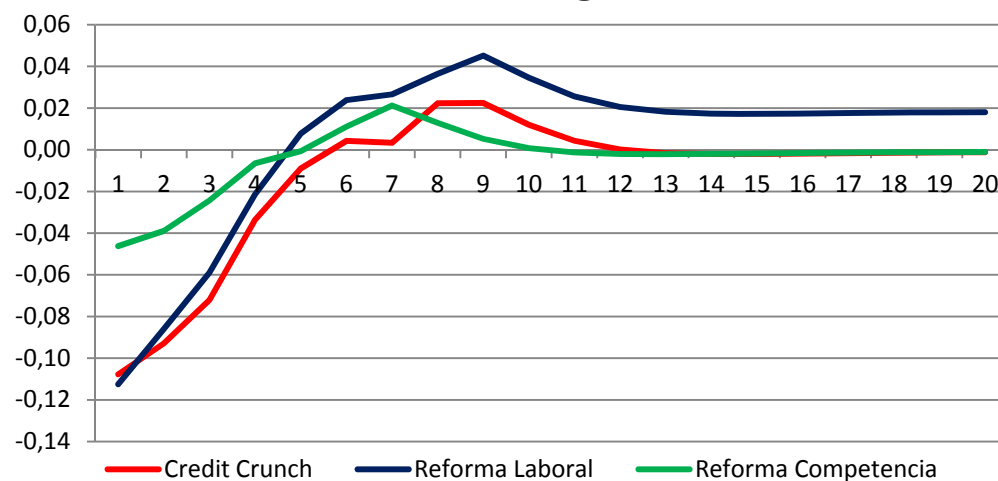


Andrés Arce y Thomas (2014)

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**
 - o **Flexibilidad salarial** para facilitar la reasignación de factores productivos, junto con medidas que mejoren la eficiencia del mercado de trabajo
 - o Reformas que aumenten el crecimiento de la **productividad** para generar empleo, aumentar los salarios reales y reducir la desigualdad salarial
 - o 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