BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

“DESAPALANCAMIENTO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA. FAMILIAS Y EMPRESAS MARCAN EL PASO”.
Una evaluación del proceso de recuperación de la competitividad en un entorno de desapalancamiento y austeridad.

Eloísa Ortega
Directora del Departamento de Coyuntura y Previsión Económica

XI JORNADAS EL NUEVO LUNES-BME-FEF

Madrid

12 de junio de 2014

DIRECCIÓN GENERAL DEL SERVICIO DE ESTUDIOS

ESQUEMA DE LA PRESENTACIÓN

- Desapalancamiento y competitividad: la situación en el otoño del 2012
- Los avances en el desendeudamiento del sector privado
- El ajuste de la competitividad
- Consideraciones finales

Los desequilibrios macroeconómicos y financieros en la UEM.

La corrección de los desequilibrios macro-financieros había comenzado

- Reducción del exceso de endeudamiento del sector privado
- Ganancias de competitividad
- Ajuste del desequilibrio exterior

Pero:

- La disminución del endeudamiento del sector privado seguía una senda muy gradual (mientras que la deuda del sector público seguía aumentando)
- El ajuste de la competitividad obedecía principalmente al intenso ajuste del empleo (que actuaba impulsando la productividad observada)
- La corrección del déficit exterior se debía todavía en gran medida a factores cíclicos

DESAPALANCAMIENTO Y DEVALUACIÓN INTERNA

La corrección de ambos desequilibrios es un proceso que lleva tiempo y requiere confianza y credibilidad.

La profundidad de los desequilibrios exigía la reducción de la brecha de competitividad al tiempo que se reducía el exceso de endeudamiento bajo condicionantes muy estrictos:

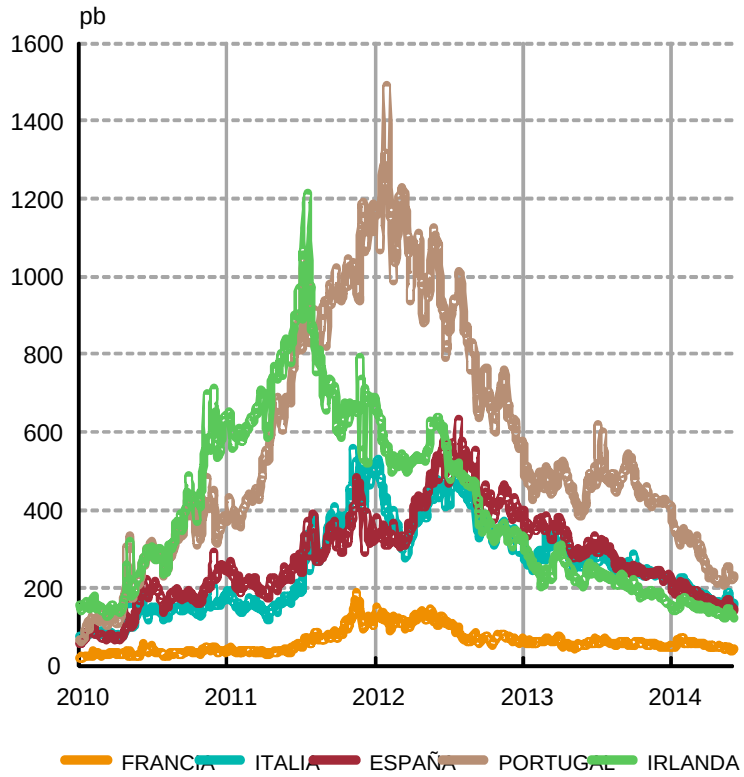
- Bajo crecimiento de rentas en el sector privado (nominales y reales)
- Necesidad de consolidación fiscal por parte del sector público
- Proceso de recapitalización del sistema bancario

La previsible falta de soporte de la demanda interna sobre el crecimiento a corto y medio plazo se había de suplir con el impulso de la demanda externa

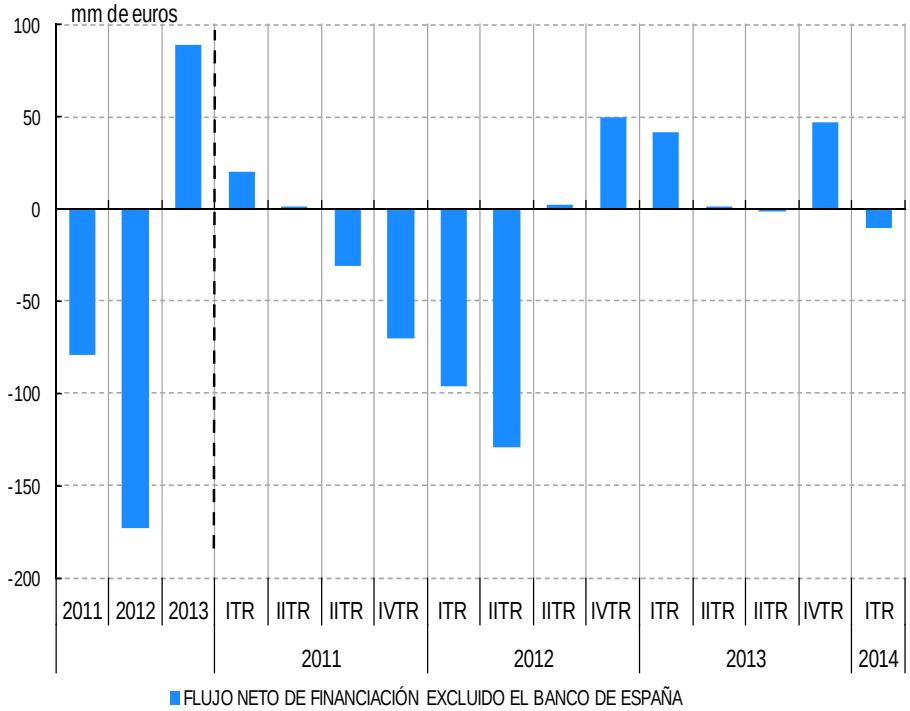
DESDE FINALES DE 2012 LA RELAJACIÓN DE LAS TENSIONES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS HA SIDO EVIDENTE

La relajación de las tensiones en la UEM y los avances en el ajuste de la economía española han mejorado las condiciones de financiación y han retornado los flujos de financiación exterior, aunque muestran volatilidad.

DIFERENCIALES SOBERANOS FRENTE A ALEMANIA (A 10 AÑOS)



FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

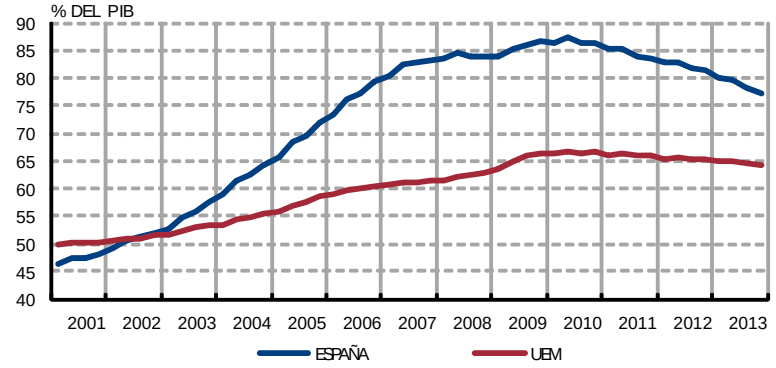


FUENTE: Banco de España.

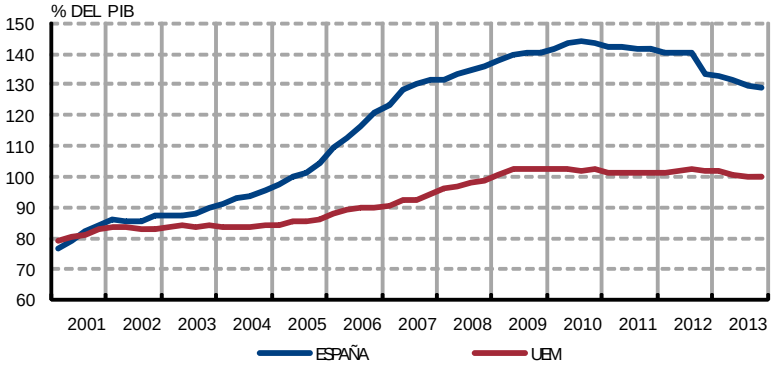
HA CONTINUADO EL PROCESO DE DESENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO

Que ha seguido basculando sobre la contracción del crédito, en un contexto marcado por la debilidad de las rentas (crecimiento del PIB moderadamente positivos solo desde 2013 q3 y en un entorno de baja inflación).

ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES



ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



- Pese al descenso de las ratios de deuda, valores todavía en el entorno de los observados inmediatamente antes de la crisis

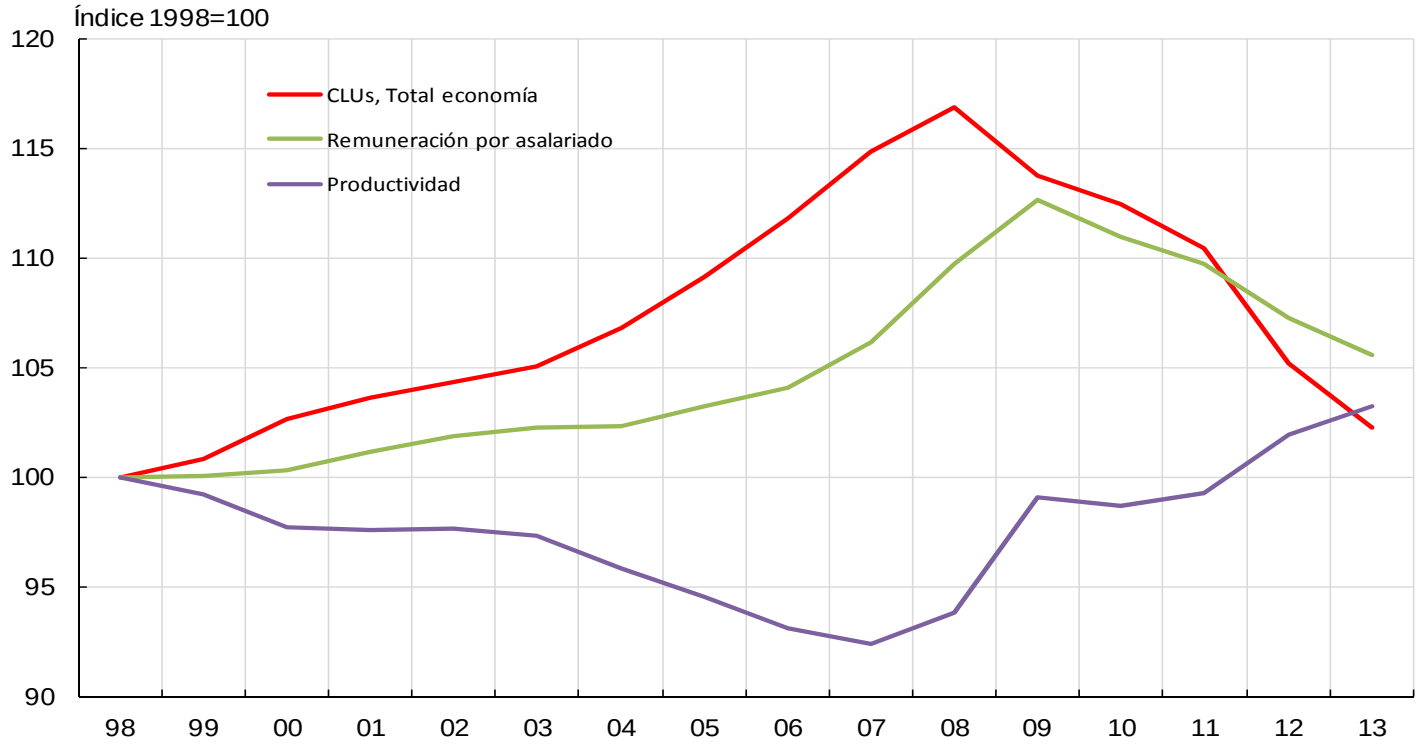
- El descenso de la deuda de los hogares ha sido más intenso en los préstamos no destinados a la compra de vivienda

- La reducción de la deuda de las empresas ha sido generalizada (por sector y tamaño) aunque sobre todo en las más endeudadas

HA PROSEGUIDO EL AJUSTE DE LOS COSTES LABORALES POR UNIDAD DE PRODUCTO EN RELACIÓN CON LA UEM

Se mantuvo la senda de moderación de los costes, lo que permitió avanzar en la recuperación de competitividad perdida frente a nuestros principales socios comerciales.

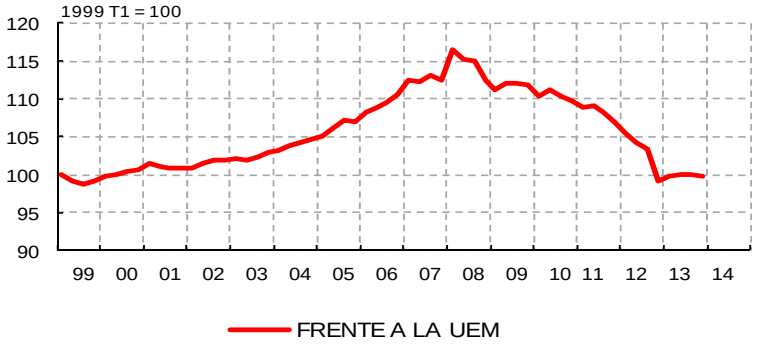
COSTES LABORALES RELATIVOS: España frente al área del euro



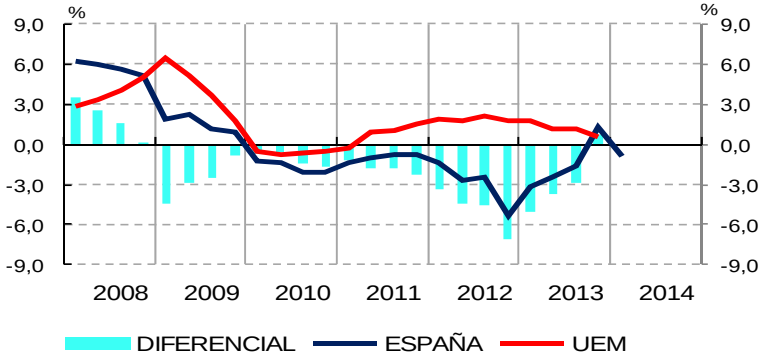
QUE HA BASCULADO DE MANERA CRECIENTE SOBRE EL MEJOR COMPORTAMIENTO RELATIVO DE LOS COSTES LABORALES

Se observan crecimientos de los costes laborales inferiores a los de la UEM desde principios de 2010; un proceso que se ha intensificado desde finales de 2012.La depreciación del TCER ha sido de magnitud similar al de las devaluaciones 92-95.

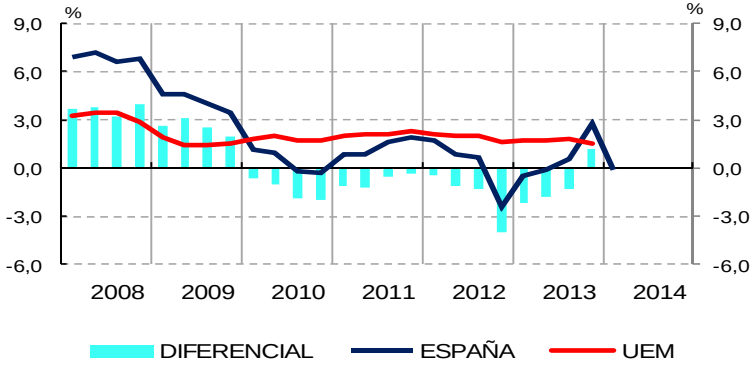
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL
CON COSTES LABORALES UNITARIOS



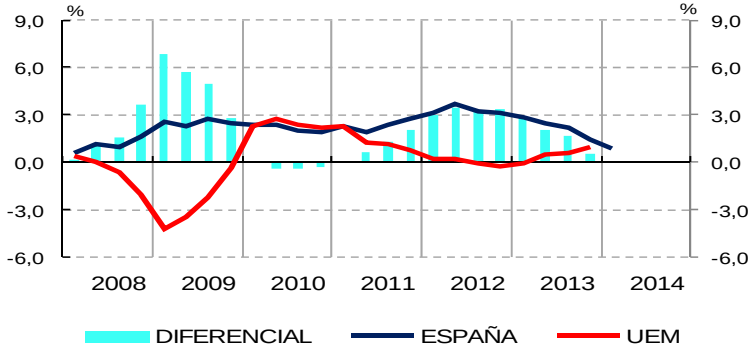
COSTES LABORALES UNITARIOS



REMUNERACIÓN POR EMPLEADO



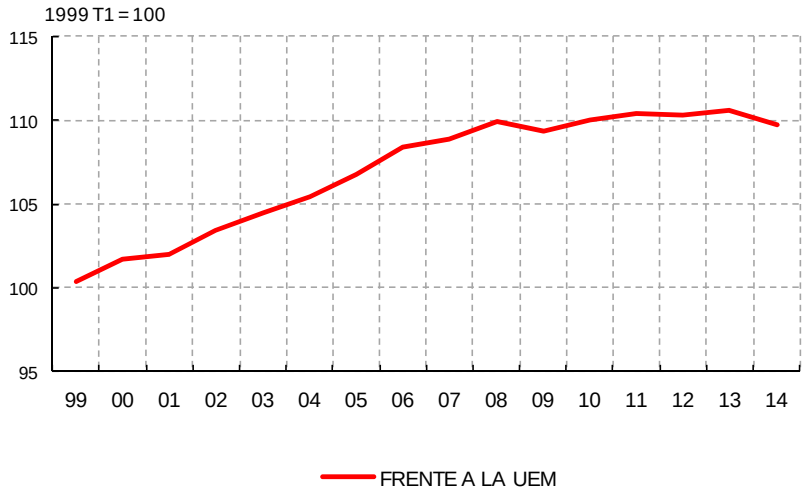
PRODUCTIVIDAD



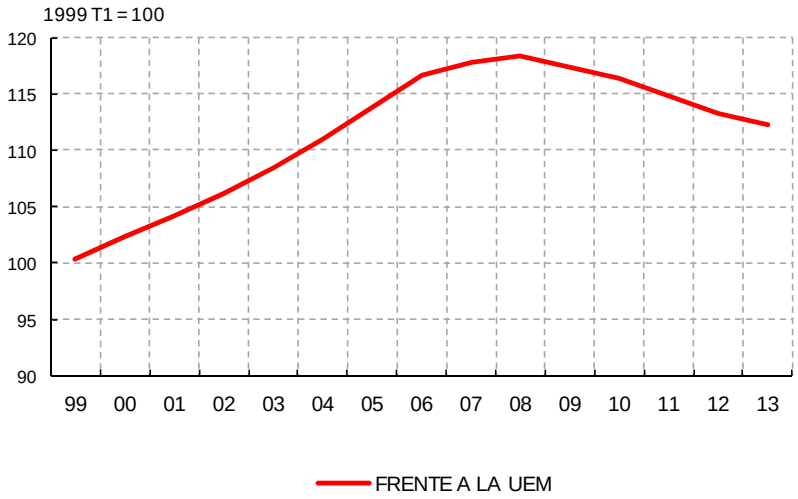
EL AJUSTE DE PRECIOS RELATIVOS DEL CONSUMO O DEL DEFLACTOR DEL PIB ESTÁ SIENDO DE MENOR MAGNITUD

Mejora de la competitividad-precio inferior en términos del deflactor del PIB o del IPC, debido en parte al efecto de la consolidación fiscal sobre los precios. Se observan, no obstante, cambios relevantes en la dinámica de precios en el período reciente.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL CON PRECIOS DE CONSUMO



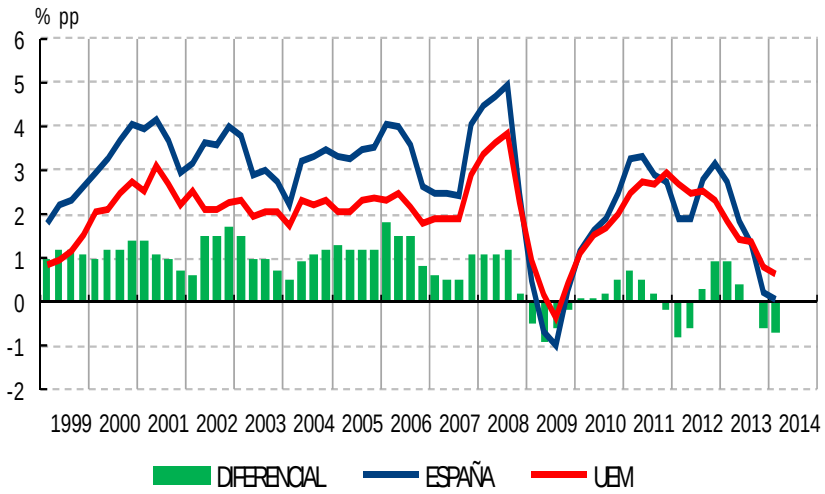
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL CON DEFLACTOR DEL PIB



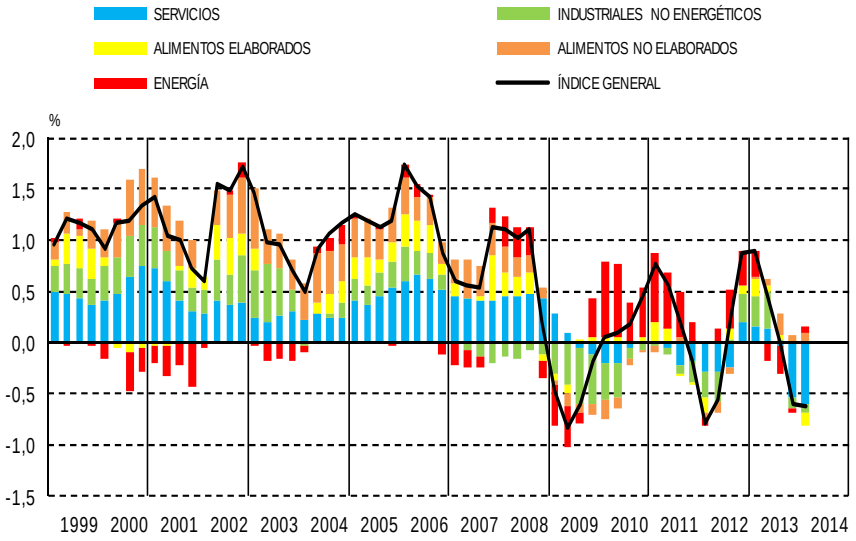
LA INFLACIÓN SE MANTIENE EN COTAS MUY REDUCIDAS

El diferencial de inflación ha pasado de 1pp en 1998-2007 a 0,2pp en la fase recesiva. Los precios de los productos industriales no energéticos y de los servicios crecen por debajo de los de la UEM .

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM

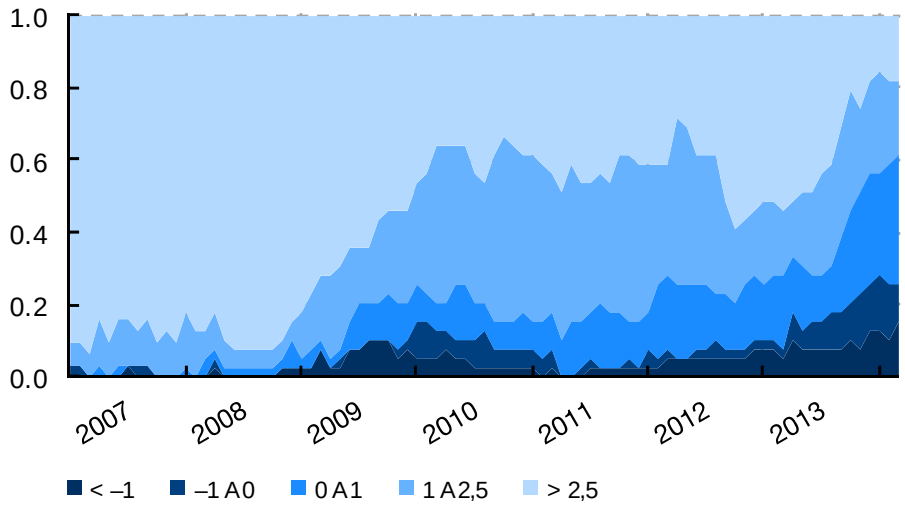


SE OBSERVA UN AUMENTO DE LA SENSIBILIDAD DE LA FORMACIÓN DE PRECIOS A LA SITUACIÓN CÍCLICA

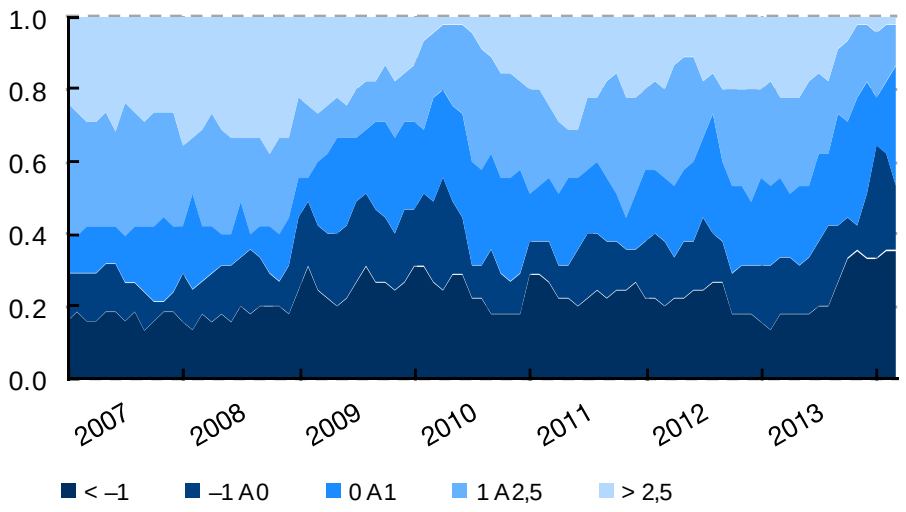
Que se ve con mayor claridad en los precios de los servicios, donde la desaceleración de los precios está siendo más pronunciada.

PROPORCIÓN DE SUBCLASES DEL IPC CON TASAS INTERANUALES POR INTERVALOS

SERVICIOS



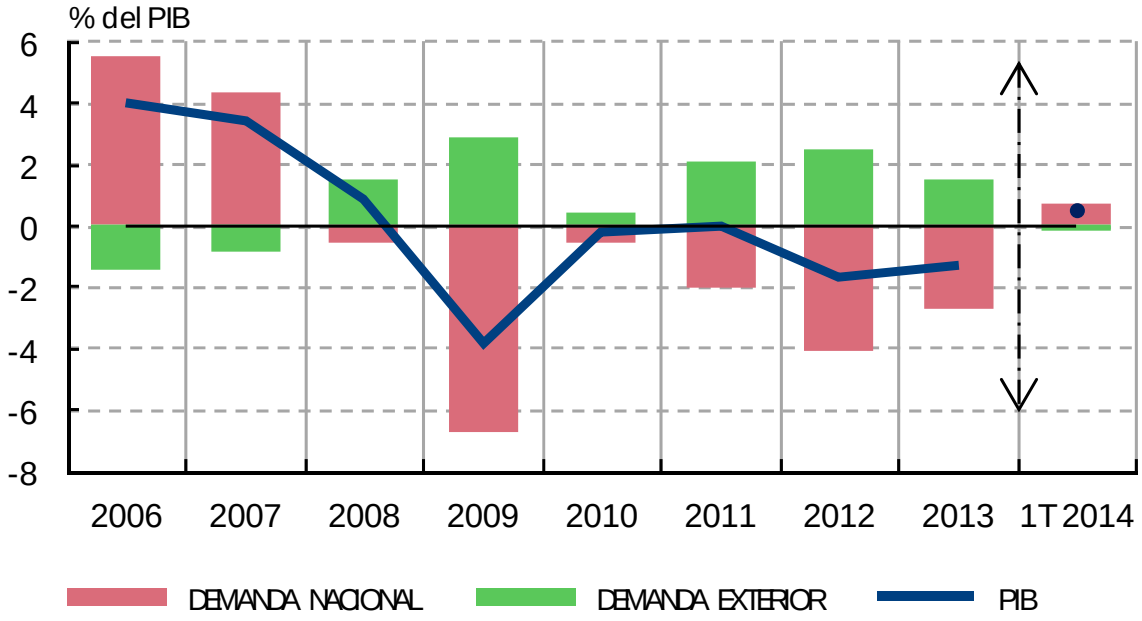
BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS



LA DEVALUACIÓN INTERNA HA CONTRIBUIDO A QUE LA DEMANDA EXTERIOR NETA HAYA AMORTIGUADO LA CAÍDA DEL GASTO INTERNO, ...

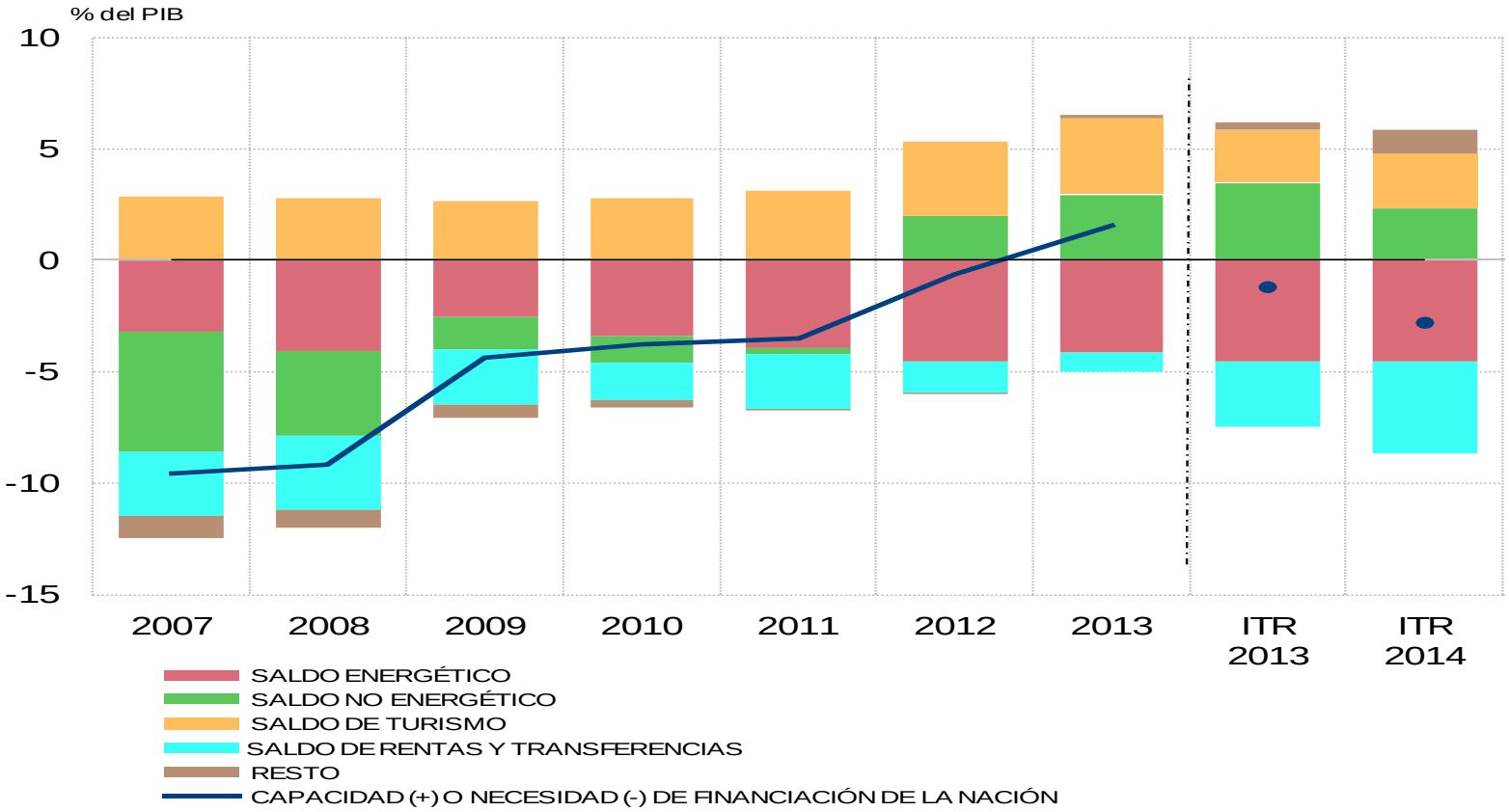
La crisis ha supuesto una fuerte caída de la demanda nacional (16pp) en beneficio de la demanda exterior neta, con una contribución positiva al PIB de casi 10pp. Es prematuro extrapolar el cambio de signo del primer trimestre a lo que resta del año.

PIB, DEMANDA NACIONAL Y DEMANDA EXTERIOR



..., ESTÁ EJERCIENDO UN EFECTO MUY FAVORABLE SOBRE LOS INTERCAMBIOS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA CON EL EXTERIOR..

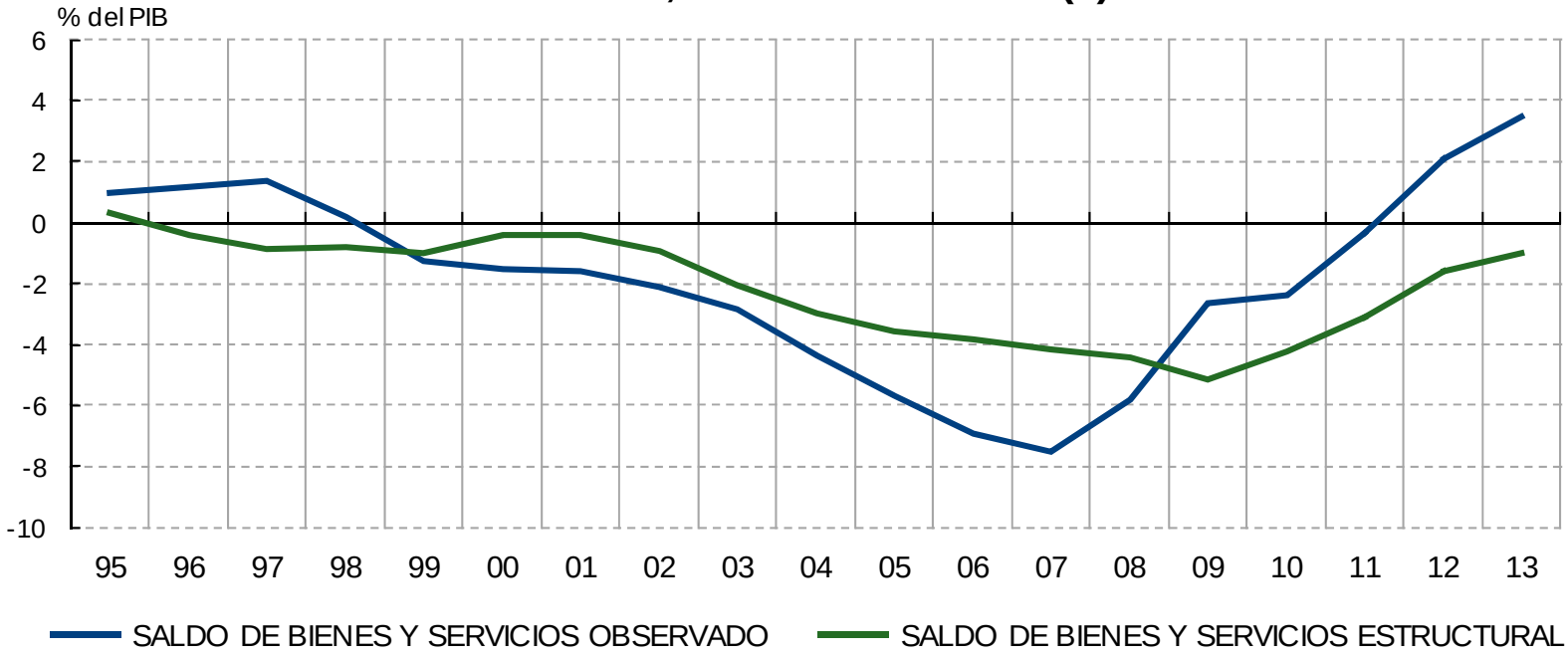
El año 2103 se cerró con el primer saldo exterior positivo de la era euro, debido, principalmente, al superávit comercial no energético y al buen comportamiento del turismo. Ralentización del proceso en los últimos meses.



QUE PODRÍA SER MÁS PERMANENTE QUE EN EPISODIOS PASADOS DE DEVALUACIÓN EXTERNA

Inicialmente la corrección del déficit exterior se apoyó en factores cíclicos (desplome de las importaciones). En los últimos años los factores de carácter estructural están contribuyendo de forma creciente al ajuste del desequilibrio exterior.

SALDO DE BIENES Y SERVICIOS, en términos reales (a)

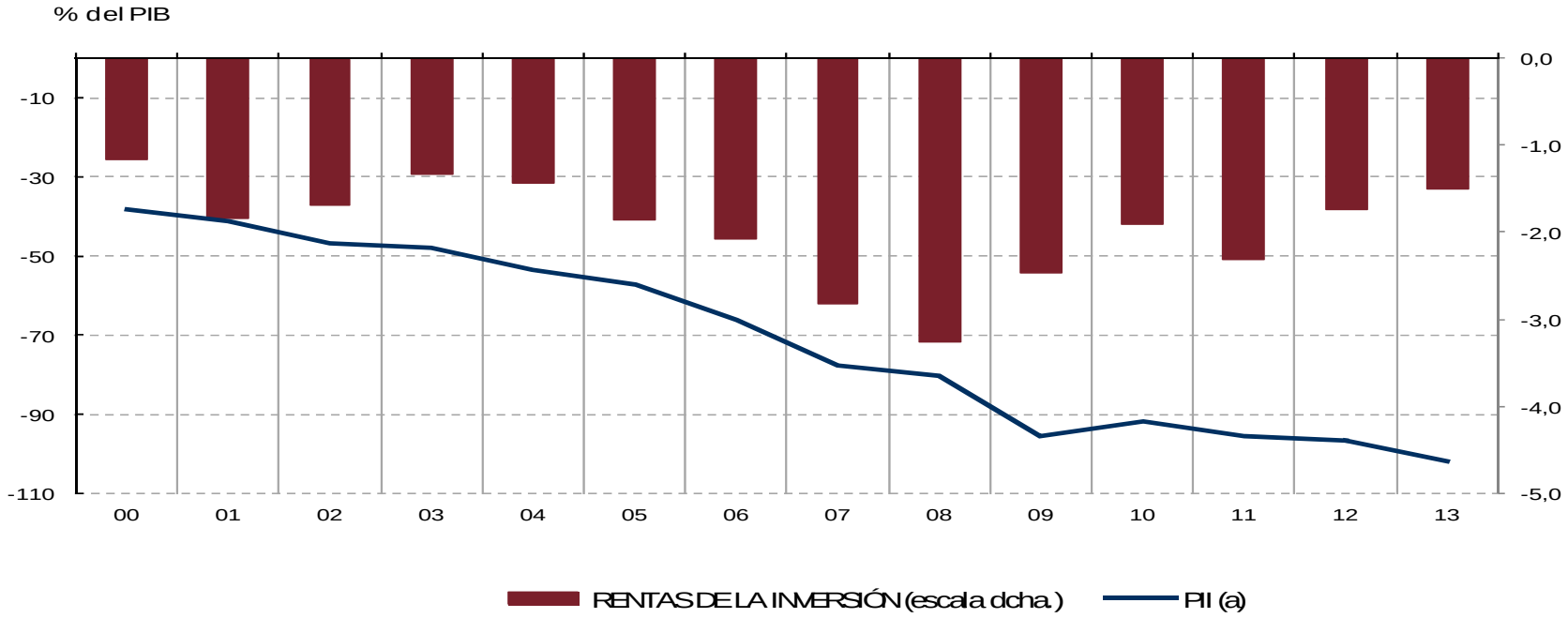


a. Datos reales año 2008.

EL AJUSTE EXTERNO DEBE PROSEGUIR

A pesar del superávit de la Balanza de pagos, el endeudamiento se ha estabilizado en niveles muy elevados, lo que constituye un importante factor de vulnerabilidad. Su corrección requiere registrar superávits primarios por un tiempo prolongado.

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL Y RENTAS DE INVERSIÓN



FUENTE: Banco de España.

a. Se excluyen las reservas y los derivados financieros.

CONSIDERACIONES FINALES

- En los dos últimos años se ha intensificado el proceso de devaluación interna apoyado de forma creciente por el ajuste de precios y costes relativos.

- La devaluación interna ha tenido un impacto positivo sobre la competitividad (se ha recuperado buena parte de las pérdidas de competitividad acumuladas en los años iniciales de la UEM), la demanda externa (que ha podido contrarrestar la debilidad de la demanda interna) y la corrección del desequilibrio exterior. Los límites a mejoras adicionales en el saldo exterior: el déficit energético y los pagos por renta de inversión.

- De cara al futuro, la corrección de la elevada PII requiere alcanzar superávit primarios, lo que hace indispensable continuar en la vía de la devaluación interna y de acumulación de ganancias adicionales de competitividad (precio y no precio). El entorno de baja inflación a nivel europeo dificulta la continuidad del ajuste de precios relativos.

- Como se había anticipado, la reducción del endeudamiento del sector privado ha discurrido de forma gradual, bajo condiciones exigentes (bajo crecimiento de las rentas nominales, consolidación fiscal y recapitalización de los bancos). El desendeudamiento del sector privado ha basculado sobre la contracción del crédito.

CONSIDERACIONES FINALES

- A pesar de la reducción del déficit público, la deuda pública ha seguido aumentando, con lo que es imprescindible seguir avanzando en la consolidación fiscal.

- De cara al futuro, mientras se mantengan tasas de inflación bajas (en línea con los requisitos que impone el ajuste de la competitividad) y la recuperación del producto avance lentamente, el peso del ajuste del endeudamiento tendrá que seguir recayendo sobre la contracción del crédito al sector privado (a nivel agregado).

- En esta condiciones, las políticas de reforma estructural que impulsen las eficiencia económica y el crecimiento a largo plazo constituyen la única opción para compaginar el desendeudamiento de los sectores (público y privado), continuar el ajuste de costes y precios relativos e impulsar la reasignación de recursos.

- Esta estrategia de política económica resulta singularmente recomendable ante el escenario más probable para los próximos trimestres, de baja inflación y reducidos incrementos de la productividad.

GRACIAS POR SU ATENCIÓN

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

DIRECCIÓN GENERAL DEL SERVICIO DE ESTUDIOS