



Autoridad Independiente  
*de* Responsabilidad Fiscal

# El marco económico-financiero tras la Gran Recesión

José Luis Escrivá  
Madrid, 10 de noviembre de 2016

# SUMARIO

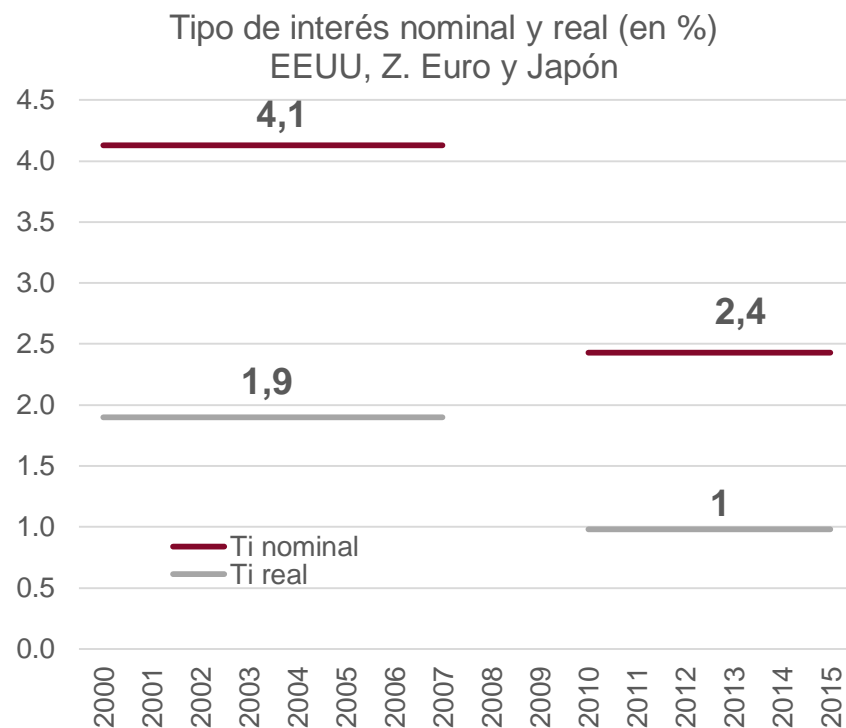
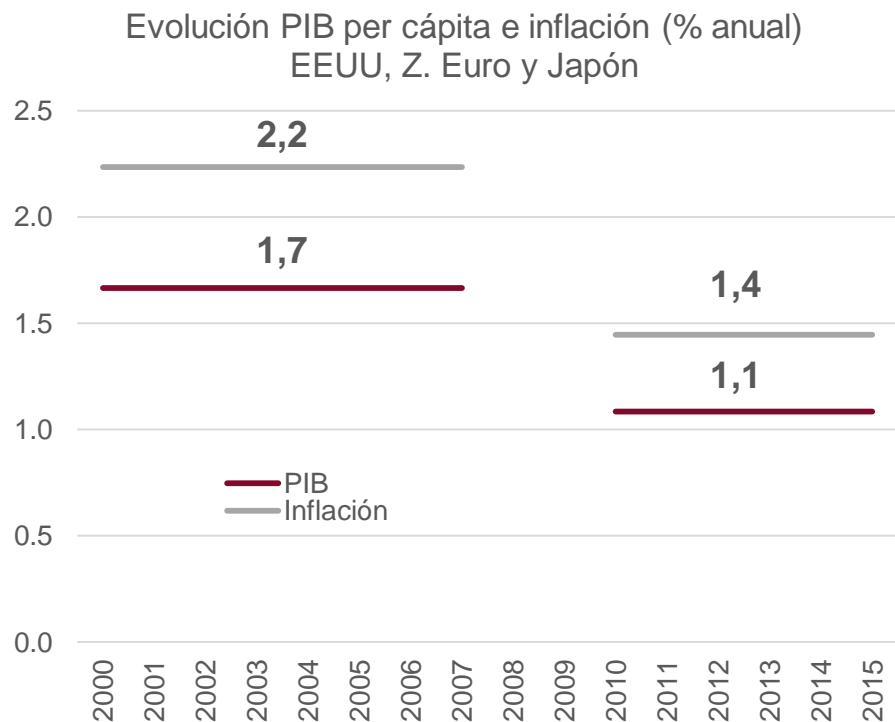
**1. Hechos estilizados tras la Gran Recesión**

**2. El nuevo marco económico**

**3. Principales riesgos para el sector financiero**

# 1.- Hechos estilizados tras la Gran Recesión

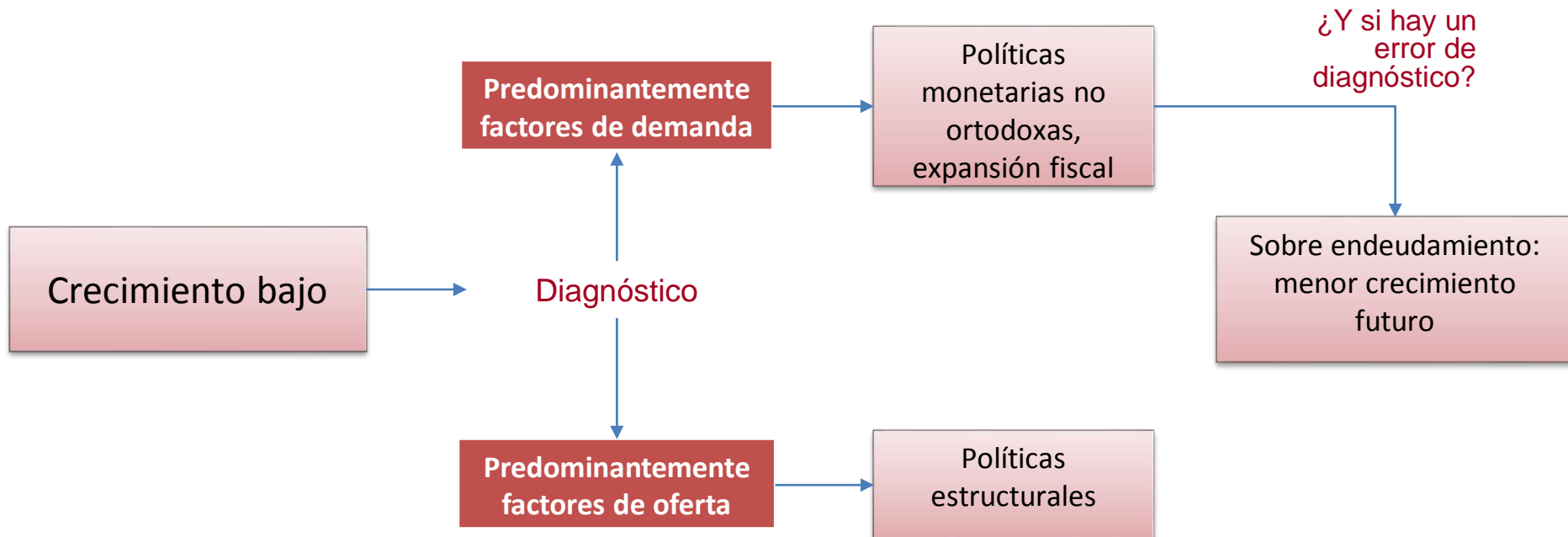
A pesar de las extraordinarias medidas económicas adoptadas tras la crisis, el crecimiento en las principales economías sigue siendo bajo



Las previsiones de crecimiento se van reduciendo sucesivamente y actualmente apuntan a un escenario sin mejoría notable para los próximos años

# 1.- Hechos estilizados tras la Gran Recesión

Se ha instaurado cierto consenso tras la crisis de que hay un problema de insuficiencia de demanda, que requiere una fuerte respuesta de la política fiscal y monetaria



¿Estamos ante una época de cambio o cambio de época?

# SUMARIO

1. Hechos estilizados tras la Gran Recesión

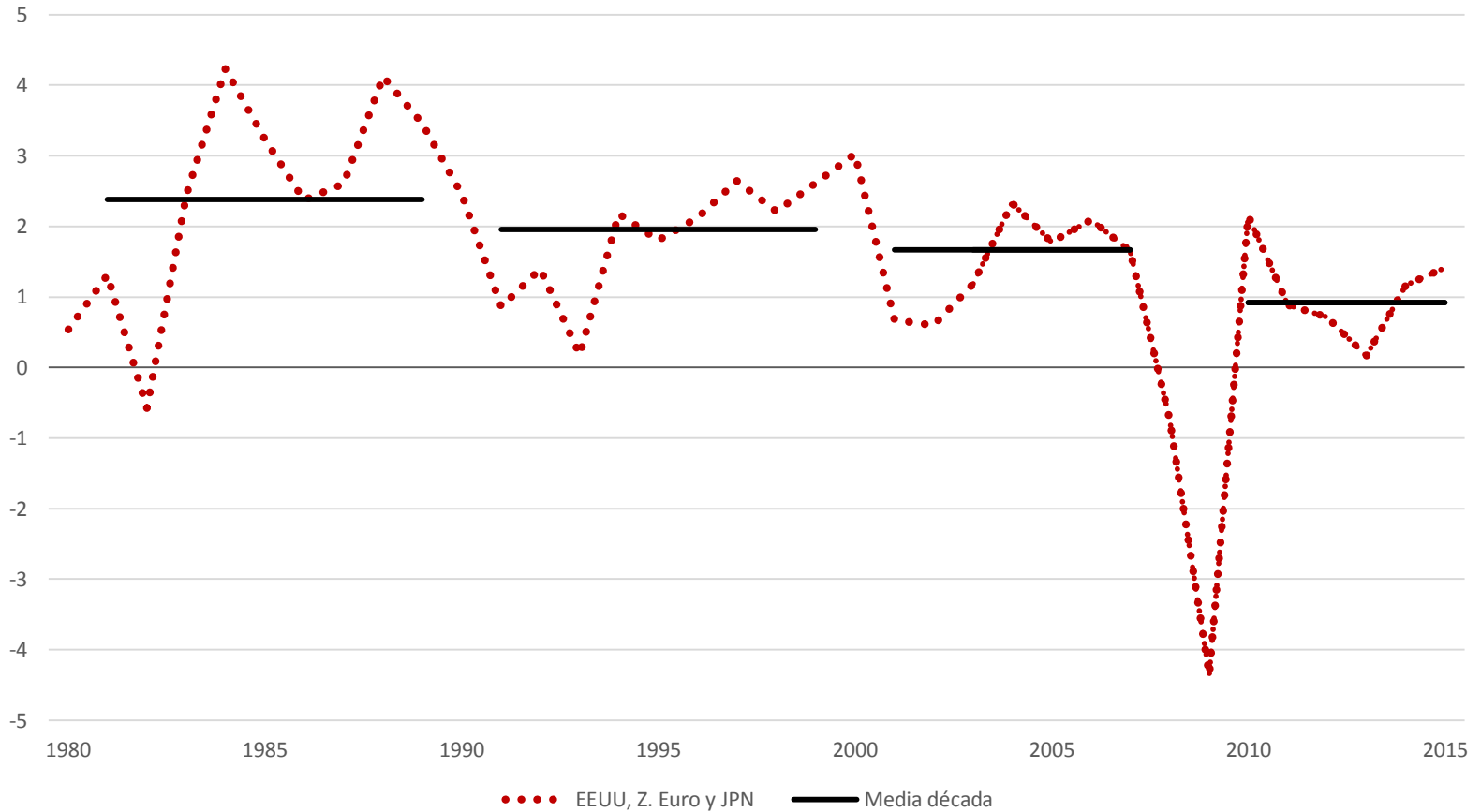
2. El nuevo marco económico

3. Principales riesgos para el sector financiero

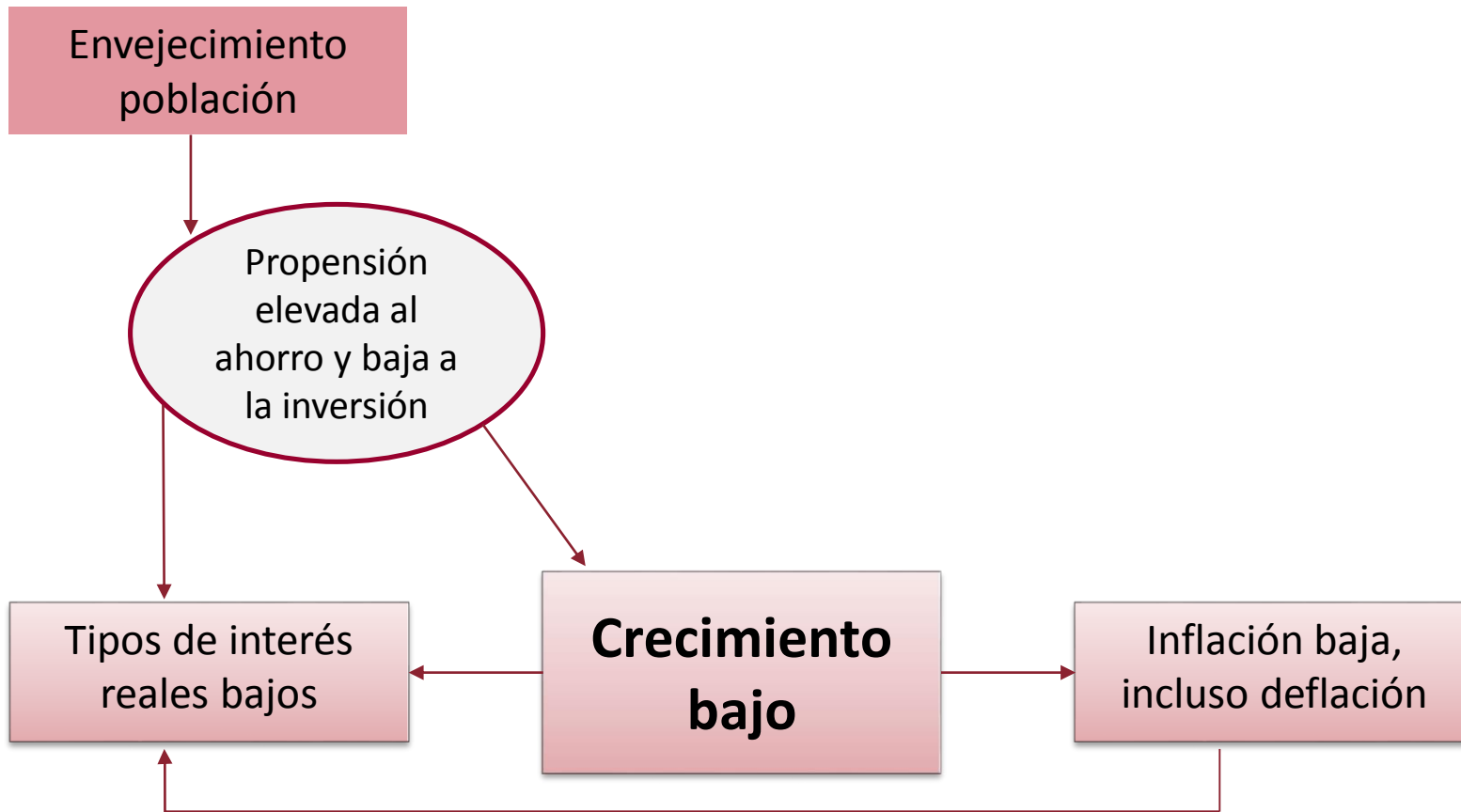
## 2.- Crecimiento bajo

La reducción del crecimiento de las economías avanzadas refleja una tendencia existente previa a la crisis

Crecimiento PIB per cápita (1980-2015)  
Anual (%) – EEUU, Zona Euro y Japón



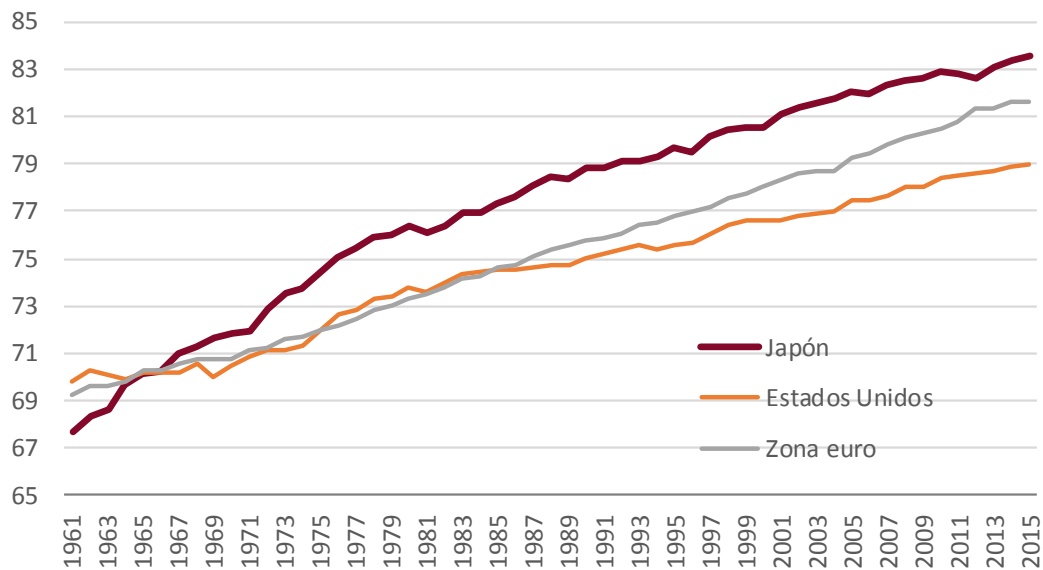
## 2. – El nuevo marco económico



## 2.- Envejecimiento de la población

El notable aumento de la esperanza de vida tiene importantes repercusiones sobre la economía, elevando el ahorro y reduciendo la oferta de trabajo

Esperanza de vida al nacer



Fuente: Banco Mundial

### Impacto de los factores demográficos

El impacto de los factores demográficos supone un **1.25% de descenso del tipo de interés real y del crecimiento desde 1980**

Estos factores continuarán operando en el futuro a medida que se jubile la generación de los baby-boomers

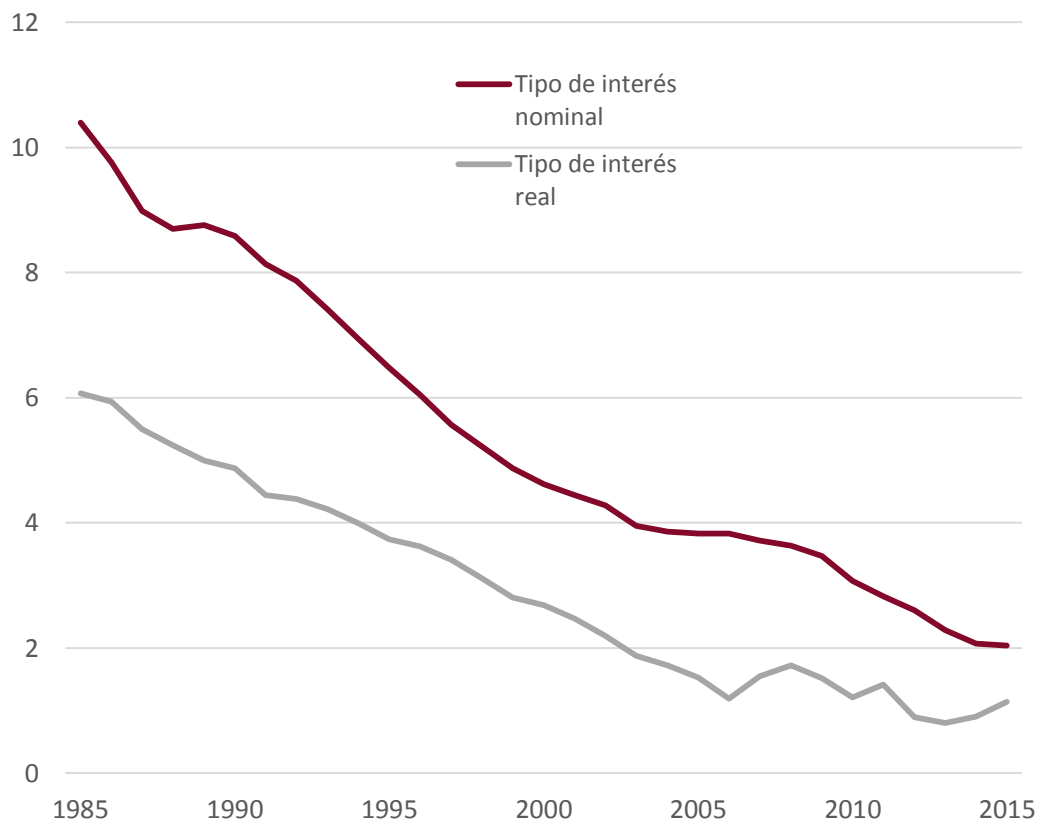
Source: Gagnon et al (2016): "Understanding the New Normal: the Role of Demographics", Federal Reserve

Medidas como retrasar la edad de jubilación, más inmigración o incentivos para trabajos a tiempo parcial pueden mitigar los impactos, pero requieren amplios consensos



## 2.- Tipos de interés reales en mínimos

Tipo de interés nominal y real (1980-2015)  
Media móvil ponderada EEUU, Zona Euro y Japón



Fuente: OCDE, Main Economic Indicators.



### Mayor propensión al ahorro

1. Aumento del ahorro en países emergentes

2. Factores demográficos en economías avanzadas

3. Mayor desigualdad

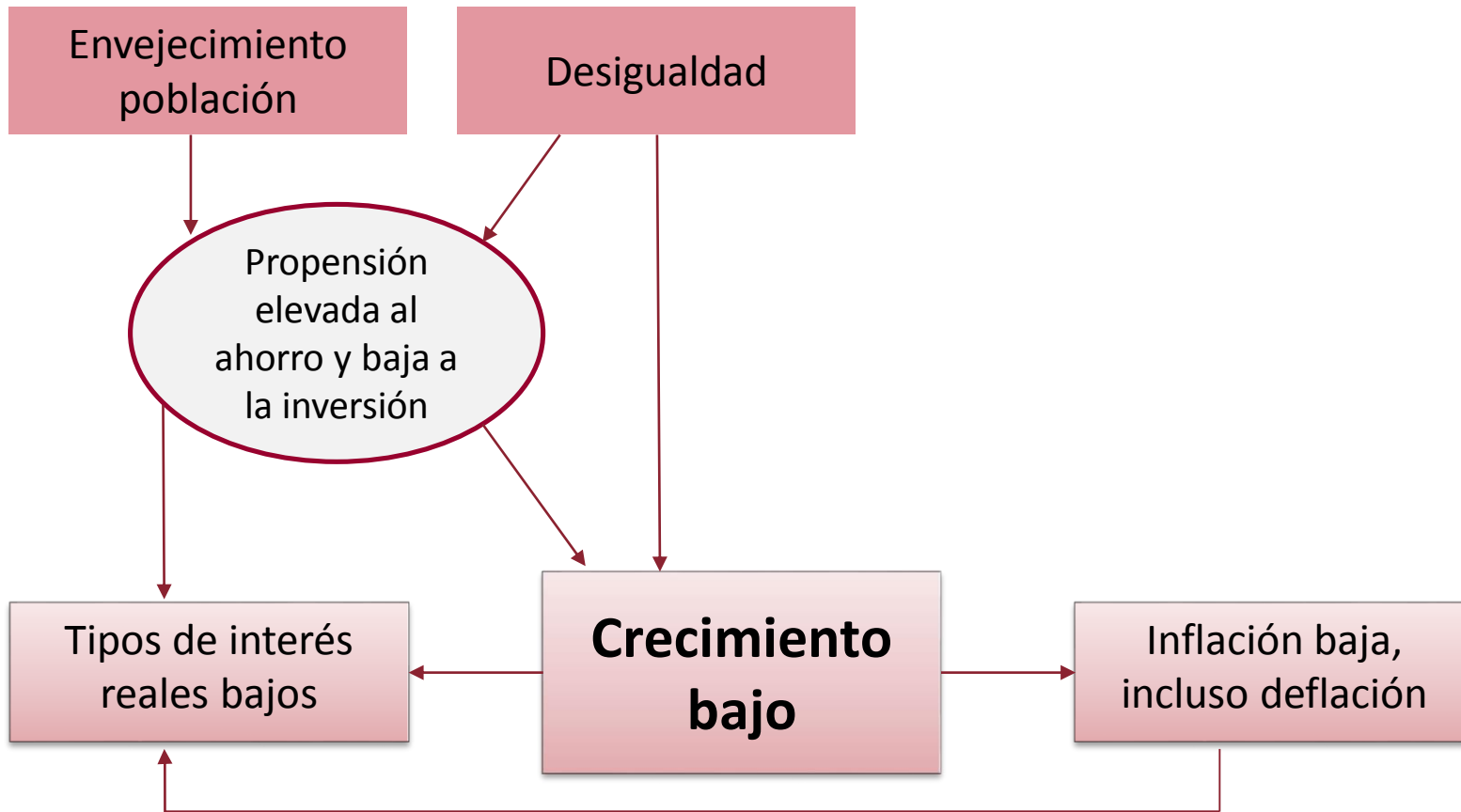
### Menor propensión a la inversión

1. Incertidumbre

2. Menor ratio de innovación

3. Descenso del precio relativo de los bienes de capital

## 2. – El nuevo marco económico



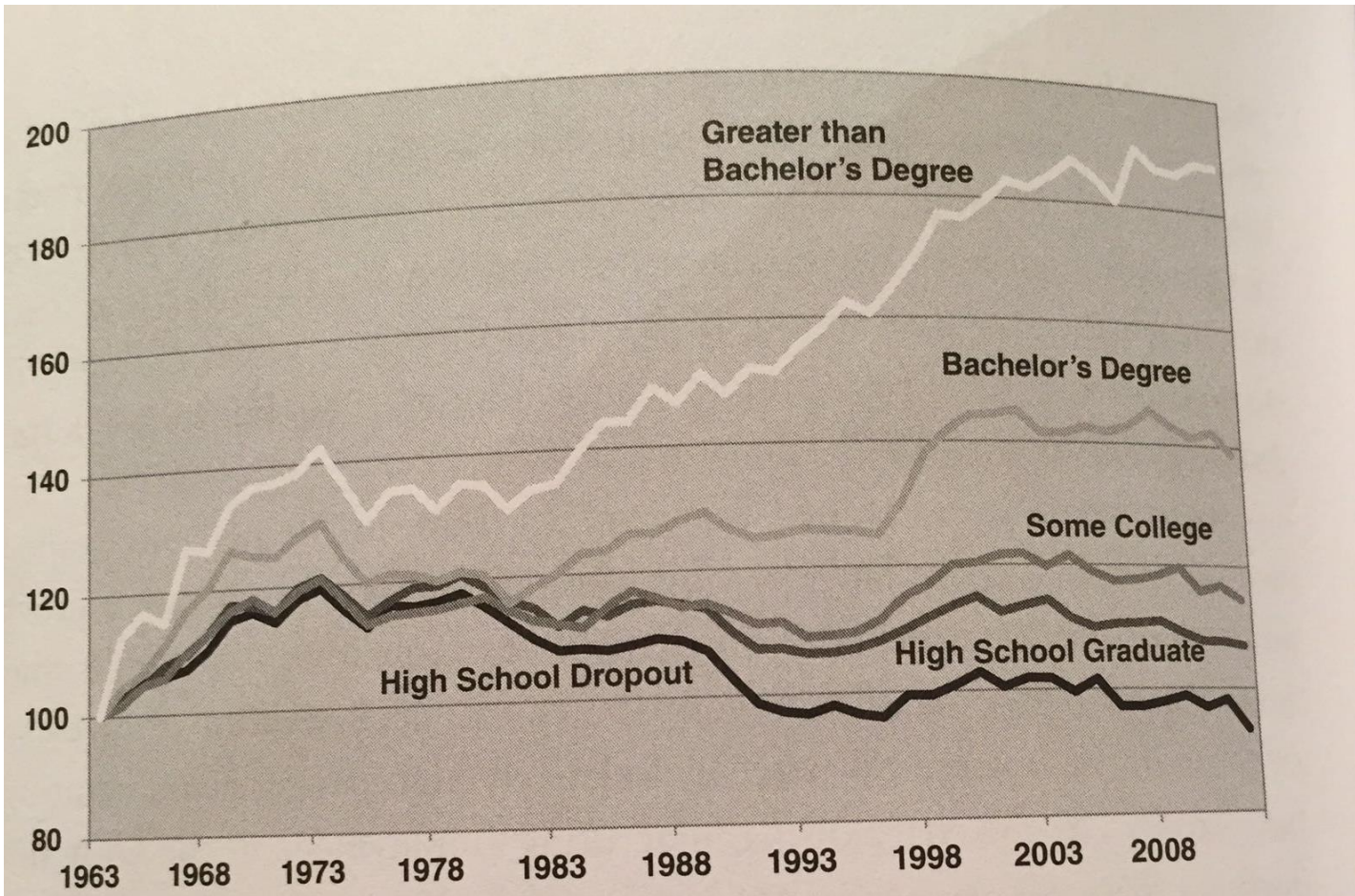
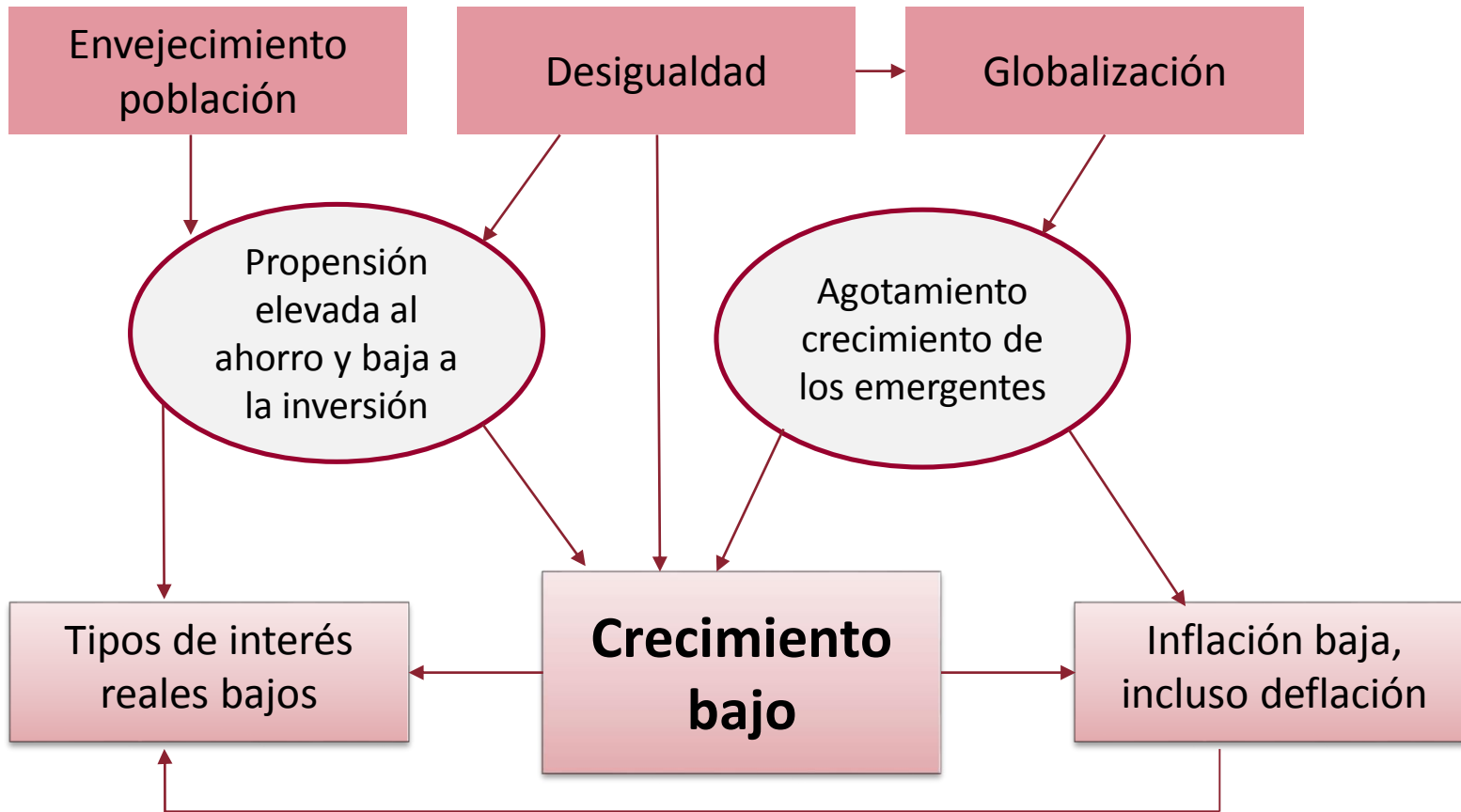


Figure 18-3. Real Weekly Earnings by Educational Attainment, 1963 = 100, 1963-2012

Source: Autor (2014b), Figure 6.

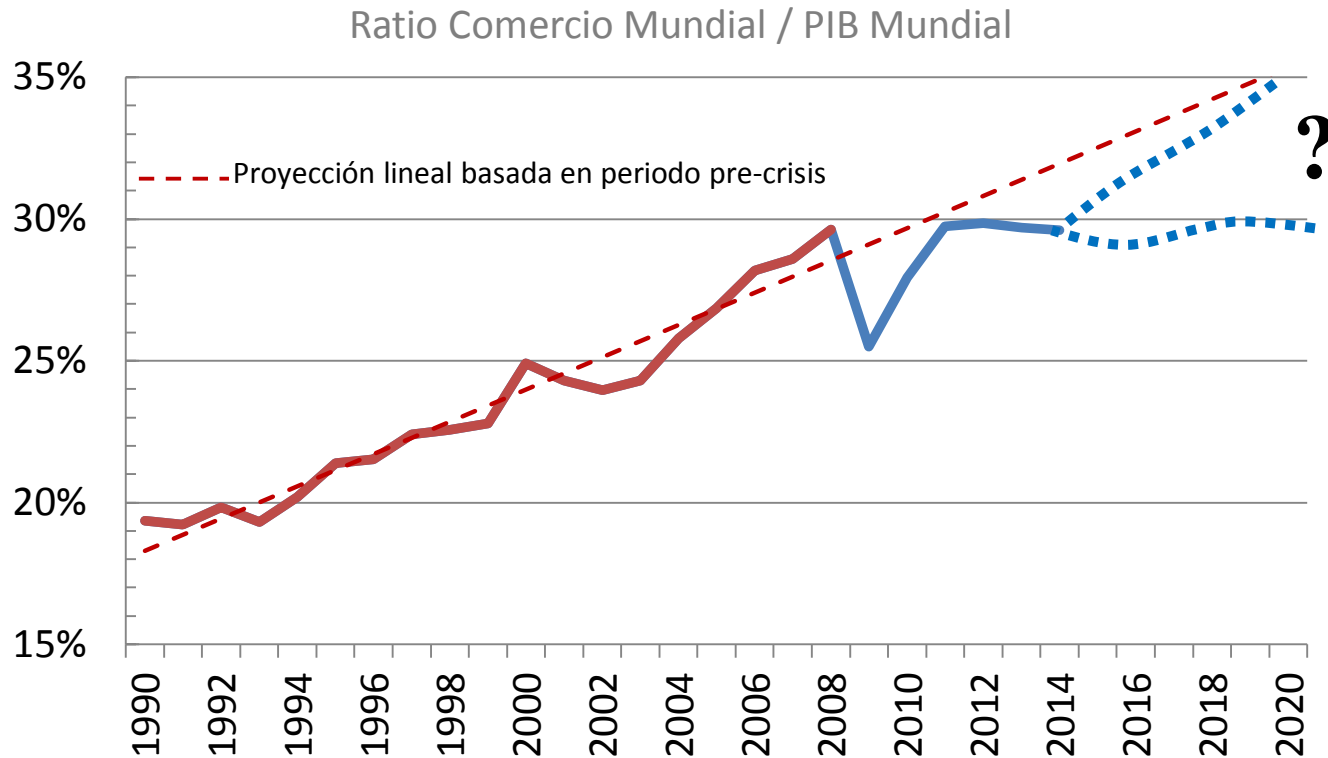


## 2. – El nuevo marco económico



## 2.- Globalización

El comercio mundial se ha ralentizado sustancialmente en los últimos años. Desde 1985 a 2007 el crecimiento del comercio mundial duplicó al del PIB, y la prolongada desaceleración posterior tiene pocos precedentes y es generalizada para bienes y servicios y para la distintas economías

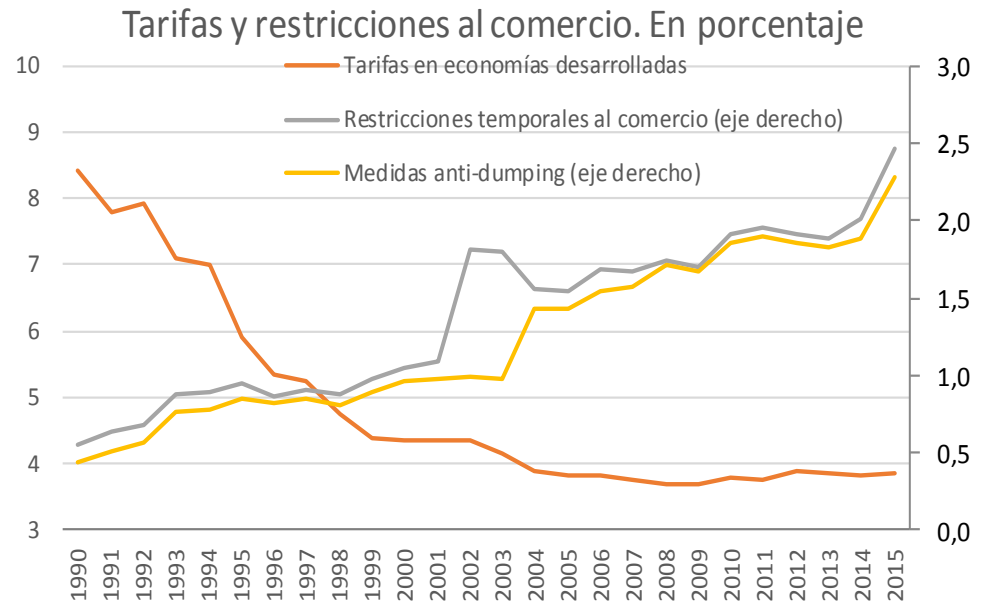


Fuente: Pol Antrás (2016), La desaceleración del comercio mundial

## 2.- Globalización

### Posibles explicaciones de la desaceleración del comercio mundial en relación a la actividad

- Estancamiento de la liberalización comercial e incluso aumento de medidas proteccionistas
- Efectos composición: i) menos crecimiento en emergentes, ii) menos peso del sector industrial o comercializable y iii) menos crecimiento de la inversión
- Reorganización de las cadenas de valor globales, reduciéndose el crecimiento de la fragmentación de producción entre países
- Efecto desilusión o preocupación de que la globalización limite la democracia y políticas domesticas\*



Fuente: FMI, WEO (octubre 2016)

## 2.- Globalización

En las economías emergentes, el crecimiento de China tiende a ralentizarse y no se vislumbran otros “milagros económicos”

### Riesgo de crisis en China

**Trade-off en el cambio de modelo productivo en China:** las autoridades chinas parecen haber optado por mantener un elevado crecimiento a corto plazo y posponer el cambio hacia un crecimiento más moderado pero estable

Factores de riesgo:

- ❖ **Financiación del sector público:** mientras que se desacelera el crecimiento del crédito, aumenta la financiación directa por gobiernos locales
- ❖ **Estructura de la deuda:** el volumen y la distribución del crédito importan
- ❖ **Reformas estructurales:** desarrollo de nuevas áreas de crecimiento

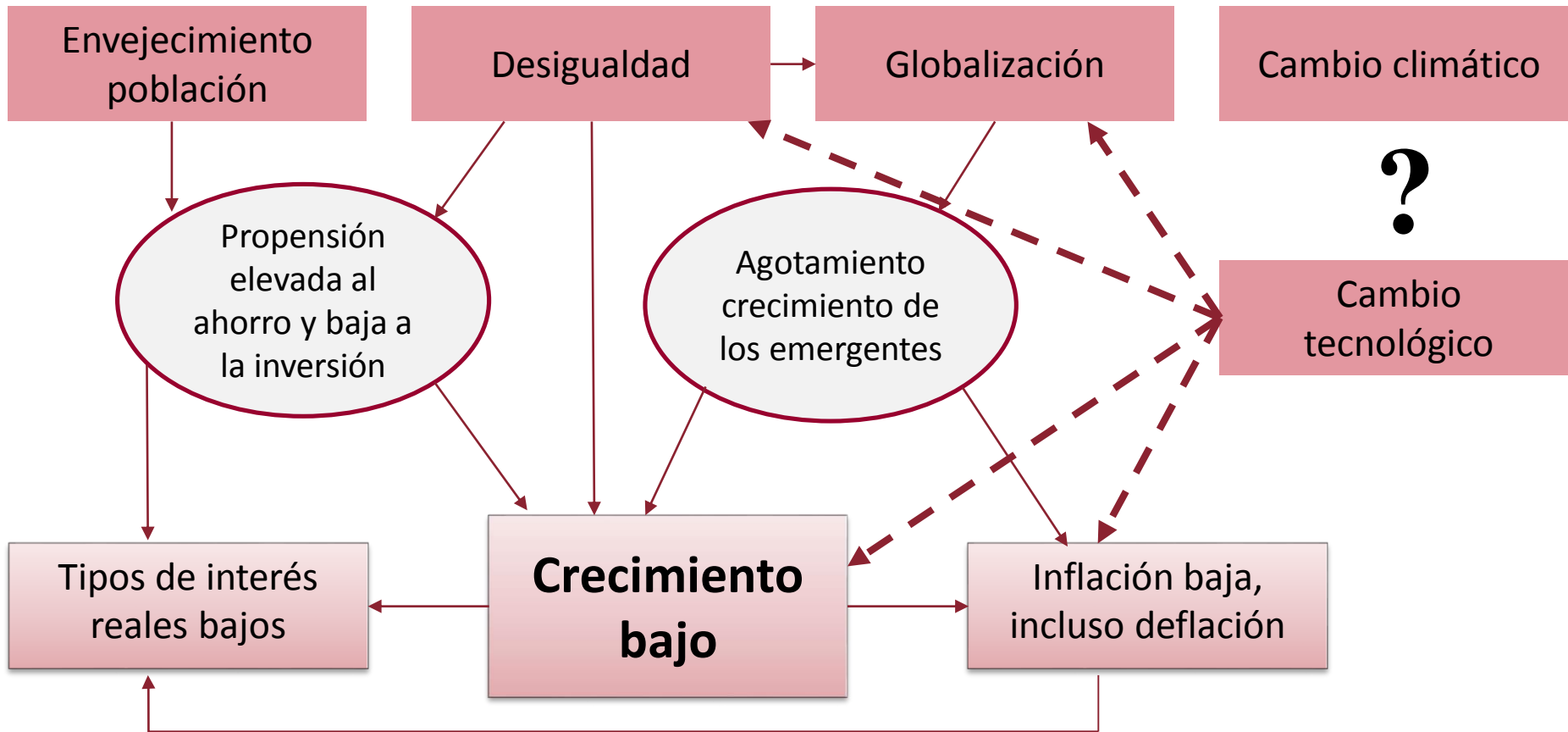
### Otros emergentes

Actualmente ningún país presenta tasas de crecimiento equiparables a las de China  
Tendencia a incremento de la heterogeneidad

- ❖ **India:** crecimiento sostenido, pero con riesgo de burbuja financiera
- ❖ **Materias primas:** recuperación tendencia secular a la reducción de precio

El proceso de convergencia entre países continuará, pero a menor ritmo y merced al bajo crecimiento de los países avanzados

## 2. – El nuevo marco económico





## 2.- Otros factores

El **cambio tecnológico** es uno de los principales impulsores del crecimiento, pero existen dudas de que pueda mantener su intensidad:

- ❖ **Tecnologías de la Información y Comunicaciones:** Transformación de numerosos sectores como el financiero, aunque sus ganancias de productividad parecen estar agotándose
- ❖ **Automatización:** El equilibrio entre la automatización de procesos y la creación de nuevas tareas complejas parece inclinarse hacia un menor empleo
- ❖ **Nuevas tecnologías (IA, biotecnología):** Elevado grado de incertidumbre
- ❖ **Desintermediación:** Afecta a sectores como el comercial o el financiero

El **cambio climático** también puede impactar sobre el crecimiento económico:

- ❖ **Coste de las medidas para paliarlo:** Reducción de emisiones, adopción tecnologías limpias...
- ❖ **Coste del propio cambio climático:** Catástrofes, recursos, migraciones...
- ❖ **Estimulo para la introducción de nuevas tecnologías**

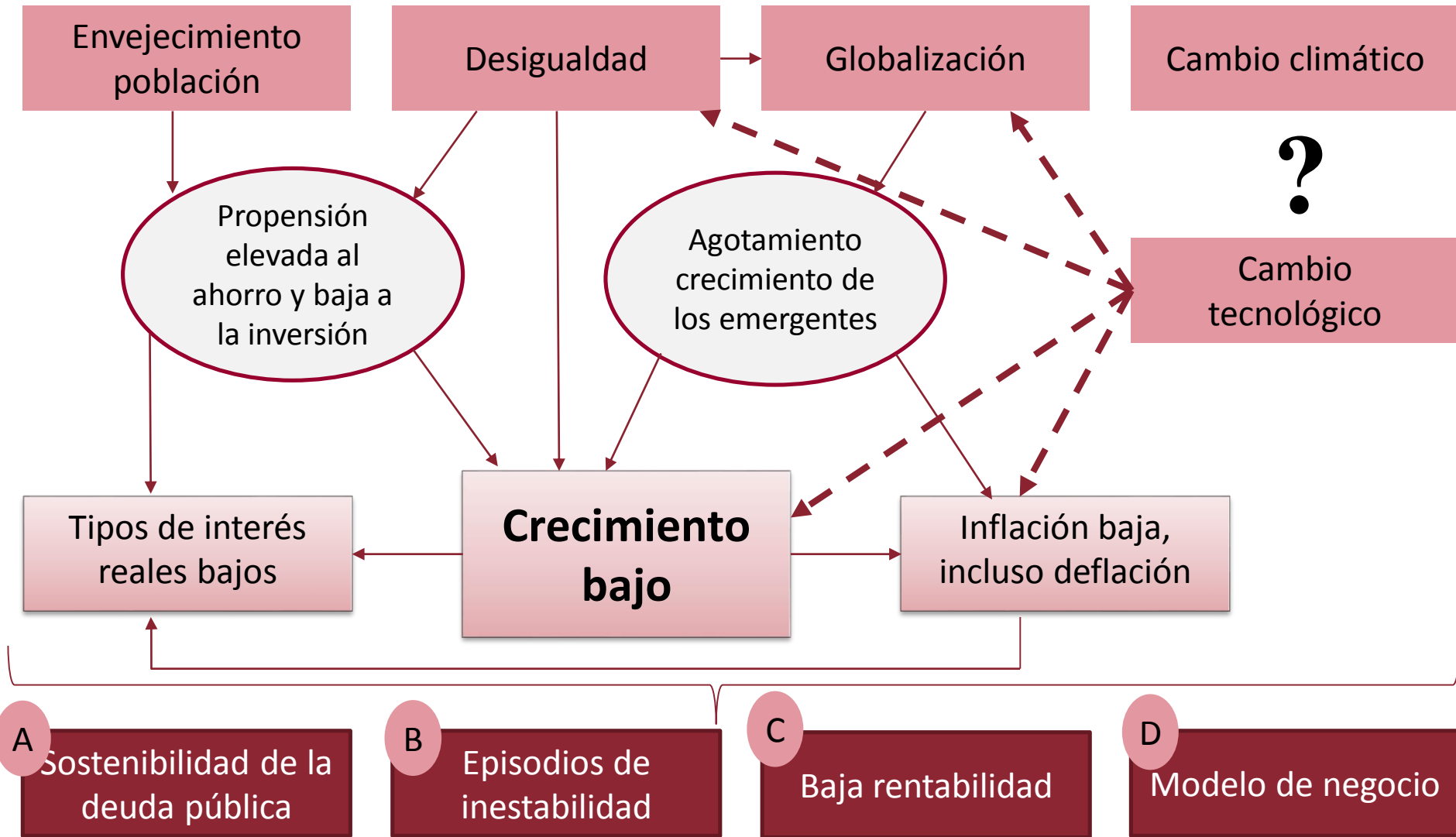
# SUMARIO

1. Hechos estilizados tras la Gran Recesión

2. El nuevo marco económico

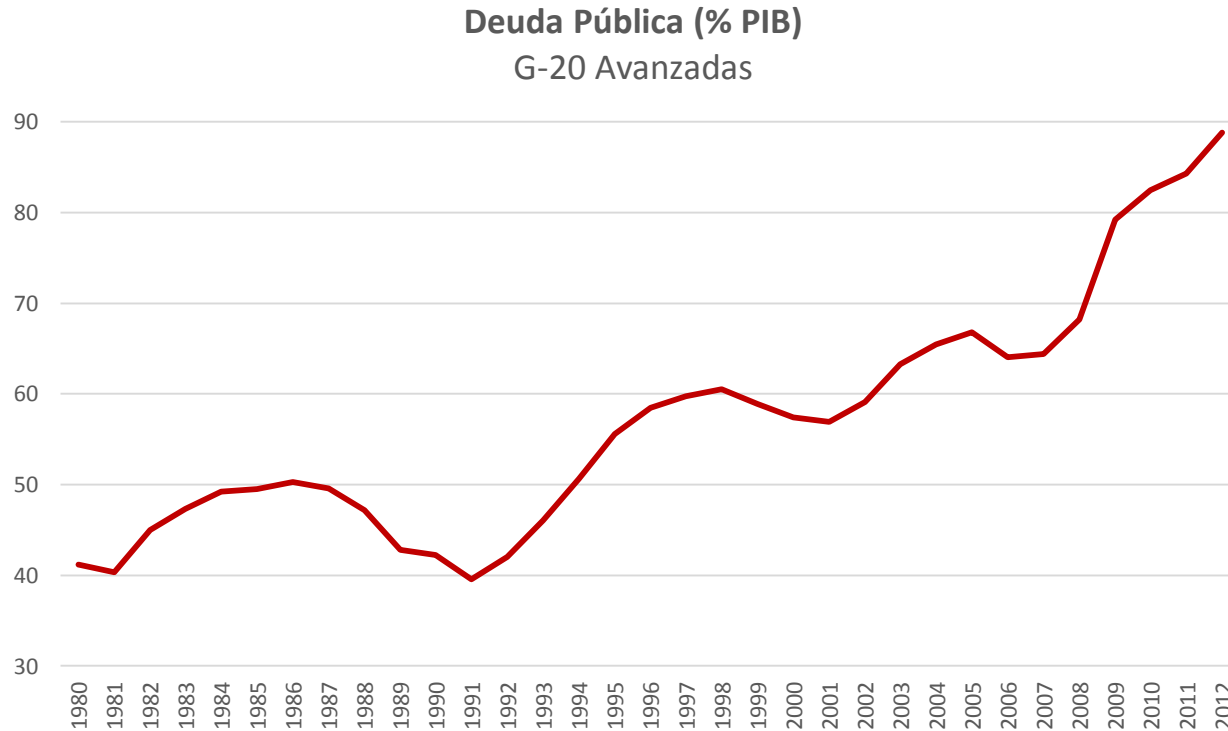
3. Principales riesgos para el sector financiero

# 3. – El nuevo marco económico



### 3.A.- Dudas recurrentes sobre la sostenibilidad de la deuda

La recesión contribuyó a intensificar una dinámica alcista de la deuda pública ya observable en las economías antes de la crisis



El envejecimiento de la población y el aumento de la desigualdad contribuyen a aumentar la deuda pública, especialmente en regiones con mayor inclinación hacia la redistribución como Europa

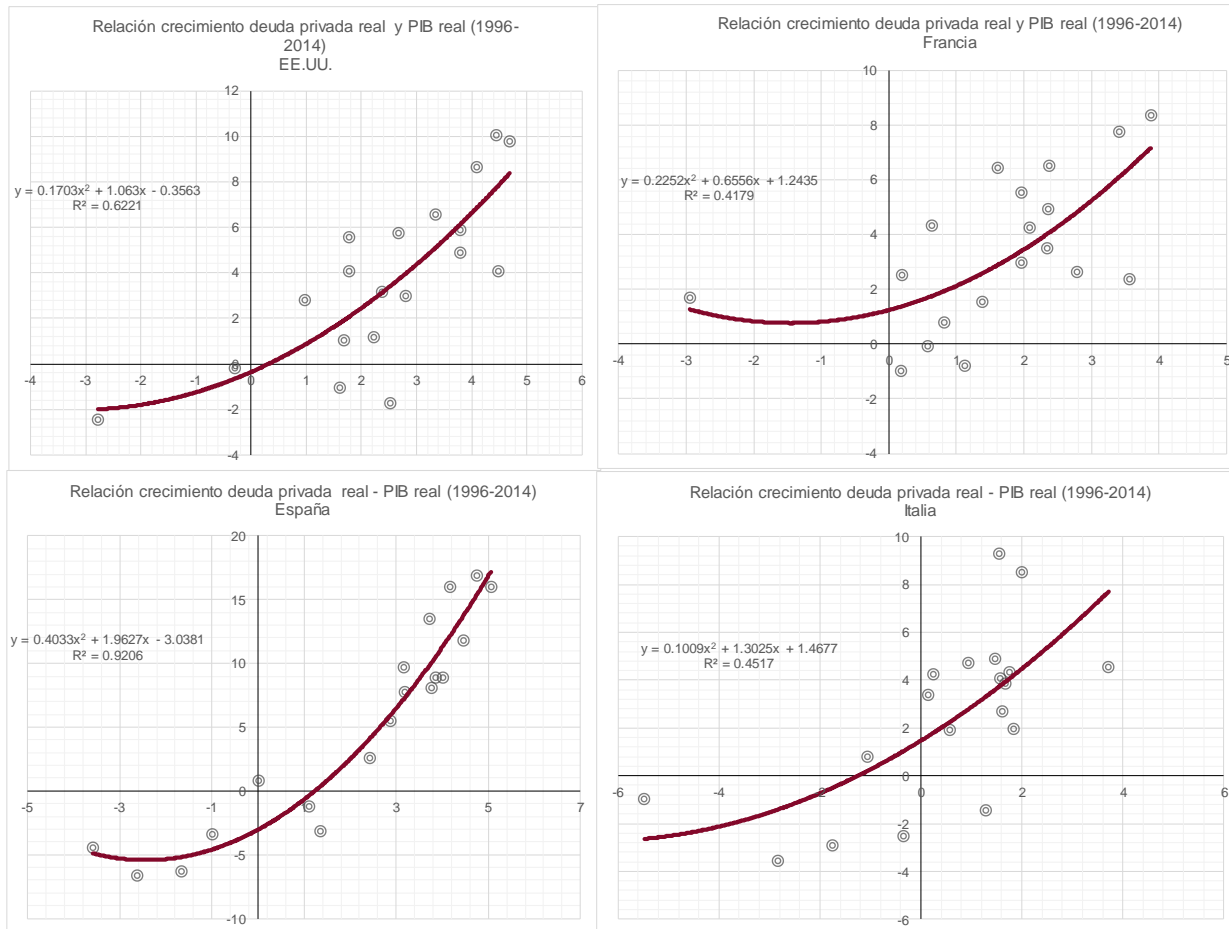
# 3.A.- Dudas recurrentes sobre la sostenibilidad de la deuda

- ❖ El marco actual es aún insuficiente para limitar el contagio entre el sector público y el sector financiero
- ❖ No es descartable que periódicamente se cuestione el riesgo de default de determinados agentes o economías:
  - ✓ El bajo crecimiento, la desigualdad y el envejecimiento de la población agudizan los problemas de sostenibilidad de la deuda pública.
  - ✓ Los mecanismos de disciplina fiscal en diversas economías son insuficientes.
  - ✓ En la zona euro, en ausencia de cesión de soberanía fiscal o avances en el marco de gobierno, sigue abierto el debate sobre la necesidad de reforzar la cláusula de non-bail-out

- Cambios en los términos de las emisiones de deuda soberana (collective action clauses, extensión de vencimientos), permitiendo reestructuraciones e introduciendo disciplina de mercado (Bundesbank)
- Aumentar la disciplina y credibilidad fiscal en las economías
- Definir claras reglas fiscales y aumentar la transparencia de los mecanismos de coordinación europea
- Introducir deuda bail-in-able en las entidades financieras minimizando el riesgo de rescates por parte del sector público

# 3.B.- Episodios de inestabilidad financiera

El crecimiento de los países avanzados en la última etapa expansiva ha estado muy relacionado con la deuda privada desde 1996 (burbujas)



## 3.B.- Episodios de inestabilidad financiera

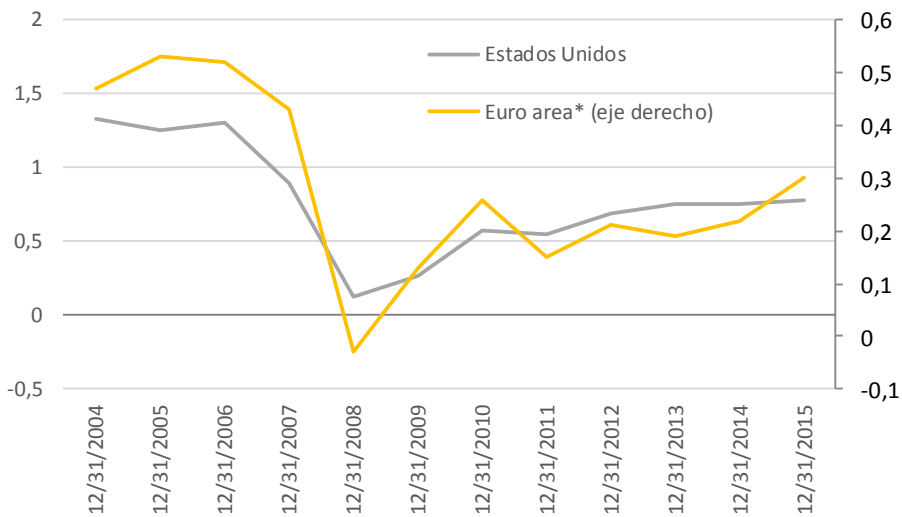
- ❖ Bajos tipos de interés incentivan una búsqueda de rentabilidad, con distorsiones en precios de diversos activos, pero existe el riesgo de correcciones rápidas antes pérdidas de confianza de los inversores
- ❖ Potenciales riesgos:
  - ✓ Aumento no fundamentado de precios de activos inmobiliarios y de otros activos, como la renta variable
  - ✓ Incrementos de crédito en algunos sectores o economías por encima de su nivel razonable

- Reducir la incertidumbre del mercado sobre regulaciones pendientes en el sector financiero, como la llamada Basilea IV, que cuestiona los avances realizados en el aumento de los ratios de capital en la banca europea
- Usar las políticas macroprudenciales como complemento de las políticas monetarias
- Potenciar el uso en la gestión de sistemas de alerta tempranas y stress-testing en las entidades financieras, contemplando un amplio rango de escenarios

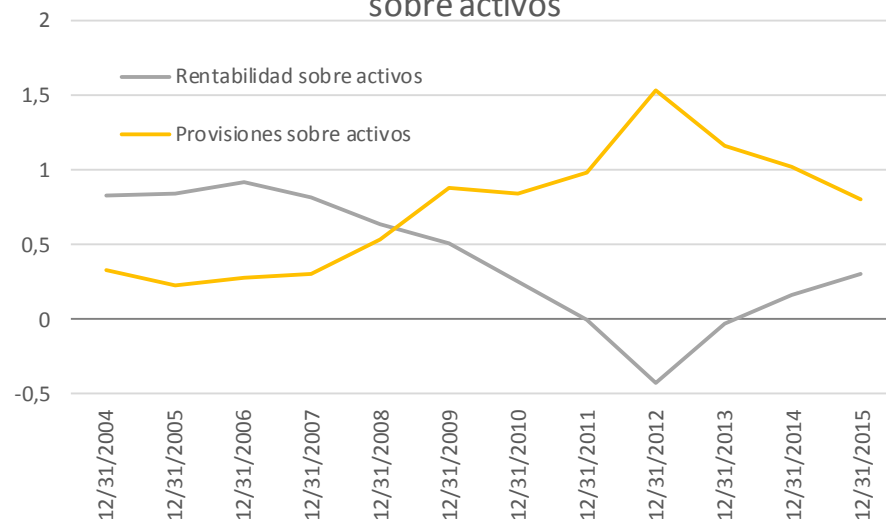
## 3.C.- Baja rentabilidad

- La rentabilidad del sector se ha recuperado pero está muy alejada de la rentabilidad pre-crisis
- En algunos países, el coste de riesgo sigue siendo muy elevado

Bancos: Rentabilidad y provisiones sobre activos



Bancos zona euro\*\*: Rentabilidad y provisiones sobre activos



Fuente: FMI

\*Austria, Bélgica, Francia, Alemania y Holanda

\*\*Irlanda, Italia, España, Portugal y Grecia





## 3.C.- Baja rentabilidad

- ❖ Niveles bajos de rentabilidad bancaria y el desarrollo de nuevas tecnologías, favorecen la búsqueda de nuevos modelos de negocio y la presencia de nuevos entrantes en el sector, especialmente en determinados segmentos de la actividad bancaria
- ❖ La historia muestra que la innovación financiera no está exenta de riesgos y que la regulación y supervisión bancaria han ido siempre por detrás
- ❖ Un contexto permanente de tipos ultrabajos limita los incentivos para el reconocimiento de pérdidas, manteniendo algunas entidades zombies en el mercado

Anticipar y gestionar potenciales nuevos riesgos y evitar que no se gestionen los activos de baja calidad es uno de los principales retos que enfrentan tanto las instituciones financieras como los reguladores y supervisores.

## 3.D.- Nuevos modelos de negocio

- ❖ Los cambios en la estructura de la población tiene un fuerte impacto a nivel macroeconómico y, por lo tanto, sobre el sector financiero
- ❖ Ante esta nueva situación, el comportamiento a nivel microeconómico de los agentes también se adapta modificando sus patrones de consumo, ahorro e inversión
- ❖ Los cambios tecnológicos como internet, la desintermediación, la digitalización o la inteligencia artificial también continuarán teniendo un impacto notable sobre el sector

Las entidades de negocio deben anticipar estos cambios para adaptar su modelo de negocio a las nuevas necesidades de la sociedad

# Conclusiones

- ❖ Una vez superada la crisis, la economía no va a revertir a la situación previa
- ❖ No hay unanimidad para explicar los motivos de los cambios ni su evolución inmediata o a medio plazo
- ❖ El sector financiero debe adaptarse a la nueva realidad y ser consciente de los nuevos riesgos



Autoridad Independiente  
*de* Responsabilidad Fiscal

[www.airef.es](http://www.airef.es)

 [@AIReF\\_es](https://twitter.com/AIReF_es)