



# Lecciones de la crisis europea

Joaquín Vial R.  
Consejero  
Banco Central de Chile



# Enfoque

- Stanley Fischer en un discurso en noviembre de 2011 sacó 10 lecciones de la crisis para un banquero central. Dudo que pueda mejorar sobre ellas, por lo que sólo puedo recomendar su lectura:

## **Stanley Fischer: “Central bank lessons from the global crisis”**

Dinner lecture by Professor Stanley Fischer, Governor of the Bank of Israel, at the Bank of Israel conference on “Lessons of the Global Crisis”, Jerusalem, 31 March 2011.

- Mi enfoque va a ser más restringido: intentaré responder la pregunta: ¿Qué indicadores de 2007 me habrían permitido identificar los países europeos con mayor probabilidad de entrar en crisis después de un choque financiero global como el de 2008?
- En otras palabras: de acuerdo a un análisis simple de la evidencia disponible, ¿Cuáles serían los mejores predictores de la vulnerabilidad de una economía?



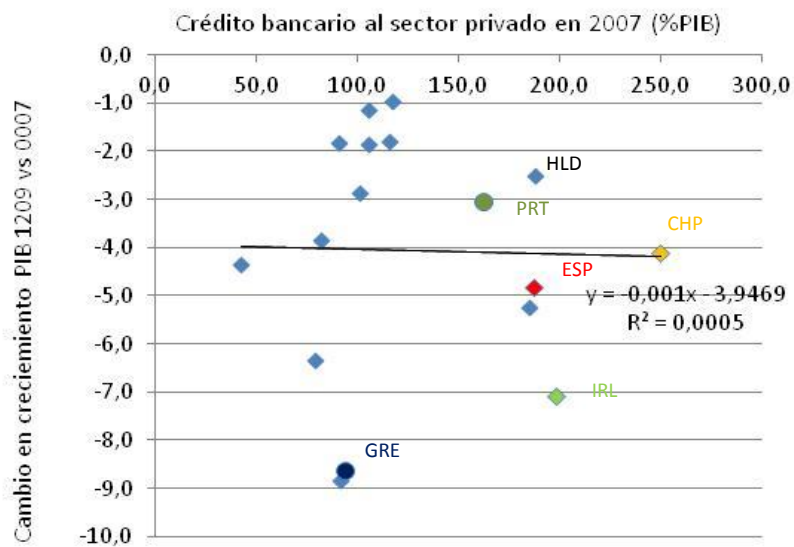
# La forma de medir

- Por una parte tomaremos un conjunto de indicadores tradicionales que en el análisis más convencional se usan para evaluar la vulnerabilidad de una economía ante problemas macroeconómicos.
- Ellos se miden en sus valores de 2007.
- Para evaluar el desempeño de las economías se toma la diferencia en el crecimiento promedio del PIB antes (2000 a 2007) y después de la crisis de 2008 (2009-2012).
- Los datos son los de la base de datos del WEO (FMI).
- Dos dimensiones: búsqueda de relación más general para el conjunto de países y una mirada a los países que están hoy bajo programas de rescate (o a las puertas de ello).

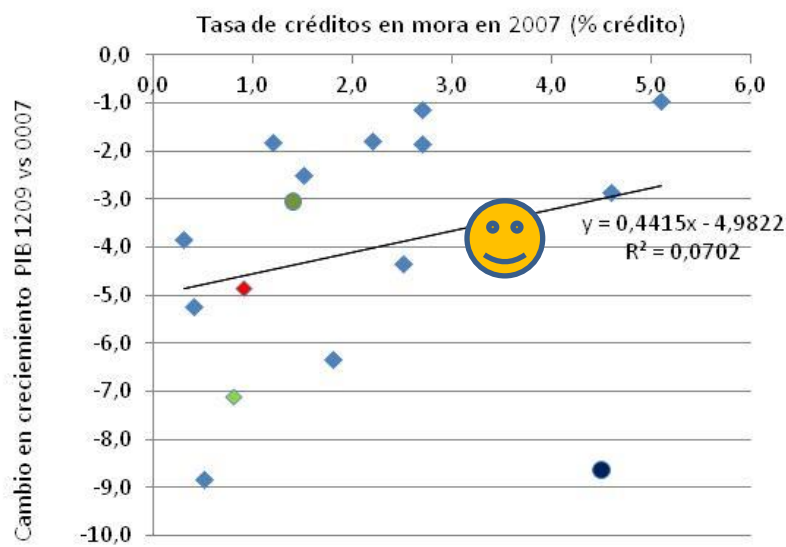


# ¿Qué factores han incidido en mayor vulnerabilidad? Sector Financiero

## Cambio en desempeño y Crédito inicial



## Cambio en desempeño y Cartera Vencida inicial



- Aunque sorprenda no parece haber una relación general entre deterioro en el crecimiento y situación inicial del sistema financiero.
- Sin embargo Chipre, Irlanda, España y Portugal estaban entre los países con mayores niveles de crédito bancario al sector privado.
- Por otra parte, las tasas de mora eran bajas antes de la crisis, salvo en Grecia.
- En Chipre las estadísticas de tasas de mora comienzan en 2008 y eran altas.

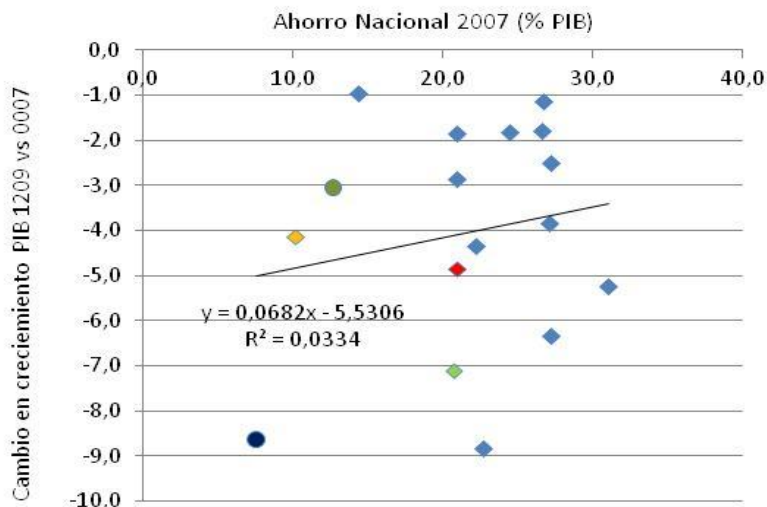
### Conclusión:

- Tasas altas de endeudamiento y/o de mora son preocupantes.
- Sin embargo, que ellas sean bajas no son garantía de inmunidad.

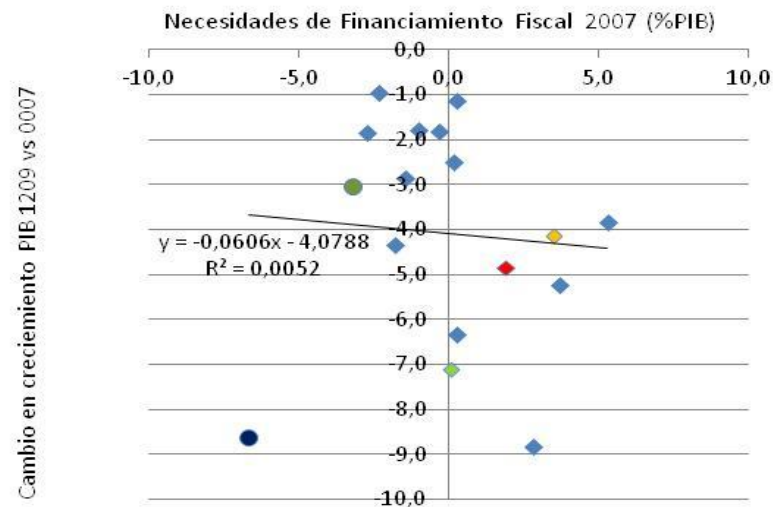


# ¿Qué factores han incidido en mayor vulnerabilidad? Ahorro

Cambio en desempeño y Tasa de Ahorro inicial



Cambio en desempeño y Nec. Fin. Fiscal inicial



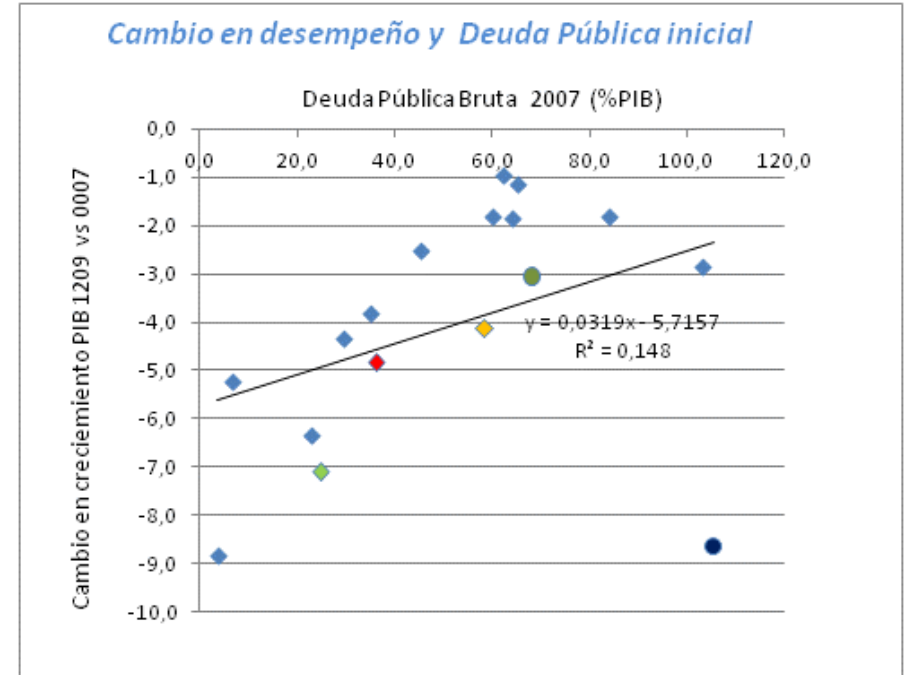
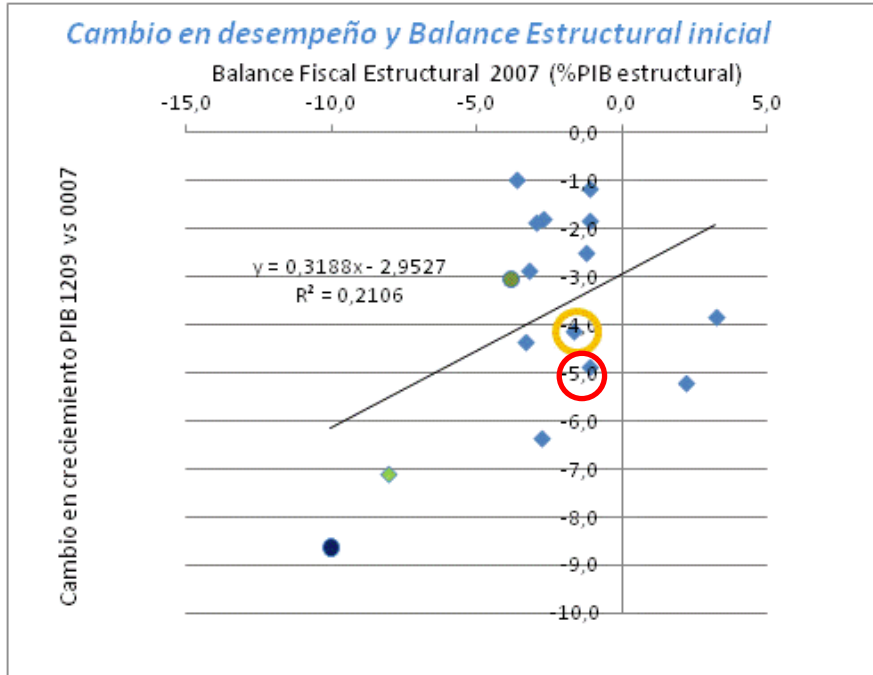
- A nivel general no se observan relaciones fuertes entre tasas de ahorro y necesidades de financiamiento fiscal previo y el desempeño posterior.
- Sin embargo, los 5 en estado crítico presentaban tasas de ahorro relativamente bajas o muy bajas en términos absolutos (Grecia, Chipre y Portugal) y Grecia tenía las mayores necesidades de financiamiento público en Europa, más que duplicando al que le seguía (Portugal).

## Conclusión:

- Aparentemente las deficiencias de ahorro (total o público) no parecen ser factores detonantes, pero sí serían un factor que acentúa los costos del ajuste cuando hay una crisis.
- Sin embargo, que las necesidades de financiamiento previas sean bajas no es garantía de inmunidad.



# ¿Qué factores han incidido en mayor vulnerabilidad? Posición Fiscal



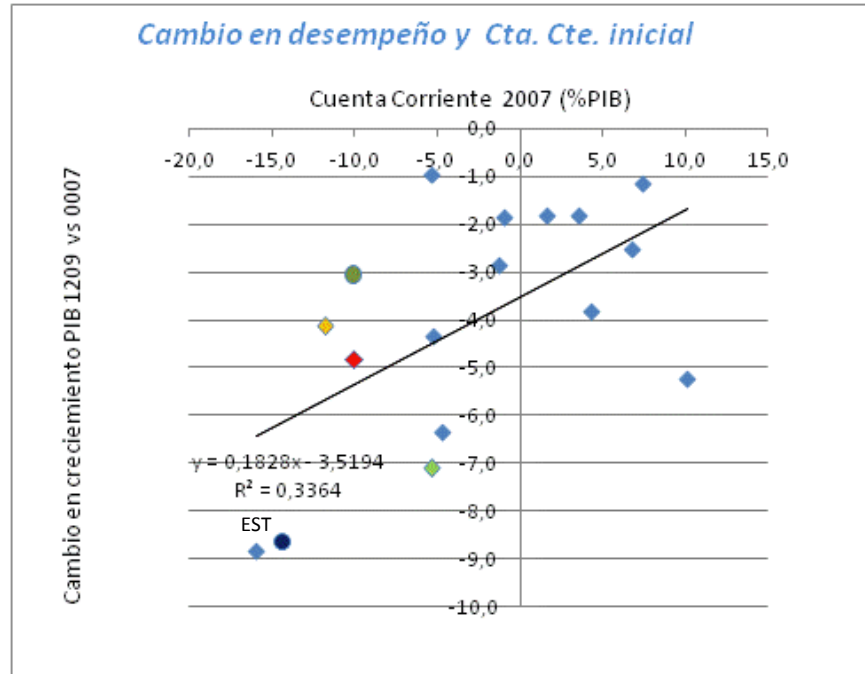
- Tanto el Balance Fiscal Estructural (BFE) como el nivel de deuda pública previos sí parecen tener una relación más general con el cambio en desempeño posterior a la crisis.
- Un bajo nivel de deuda pública no fue suficiente para evitar el colapso de crecimiento en Estonia. Algo similar se puede decir respecto del BFE previo de España y Chipre.

## Conclusión:

- Las variables que denotan una posición fiscal más permanente parecen incidir en la vulnerabilidad a la crisis a nivel general.
- Tanto Irlanda como Grecia, muestran impactos mucho mayores que los que sugiere la norma general.



# ¿Qué factores han incidido en mayor vulnerabilidad? Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos



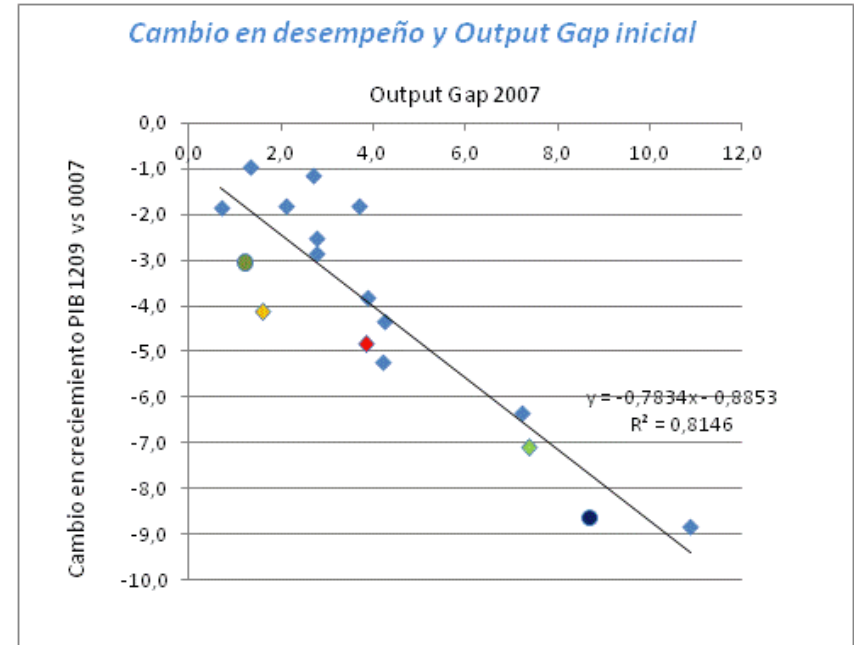
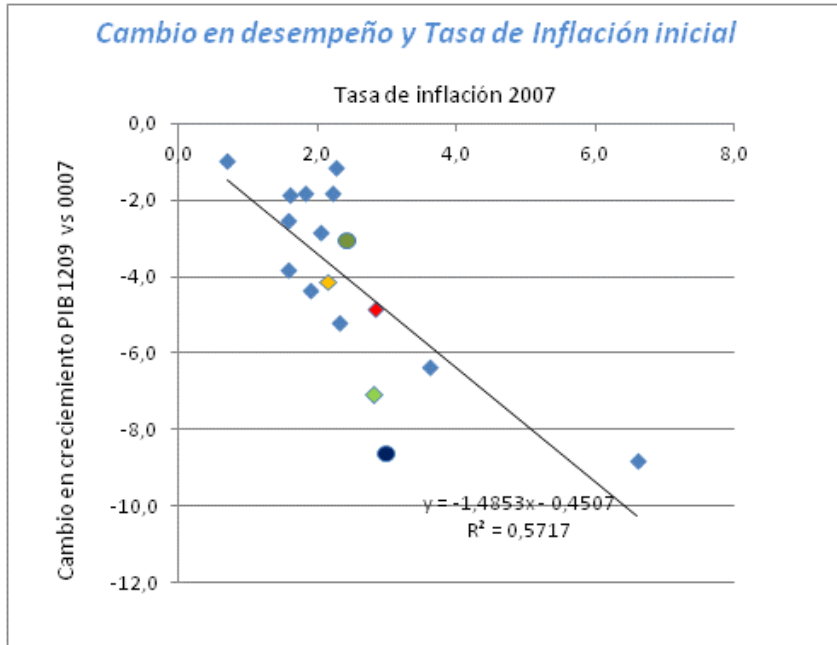
- Contrario a lo que cabría esperar en una Unión Monetaria, el déficit en Cuenta Corriente sí parece importar.
- Todos los países con rescate tenían déficits en CC mayores o iguales a 5% del PIB.

## Conclusión:

- La situación de Cuenta Corriente parece ser un buen predictor de vulnerabilidad, incluso en una zona con moneda común.



# ¿Qué factores han incidido en mayor vulnerabilidad? “Sobrecalentamiento”



- Tanto la inflación previa (o su desviación respecto del promedio o la meta) como la brecha de PIB, que son los indicadores tradicionales de sobrecalentamiento predicen razonablemente bien el cambio en desempeño después de la crisis.
- La Cuenta Corriente es otra manifestación de lo mismo.

## Conclusión:

- **Objetivos tradicionales de la política monetaria ayudan también a reducir la vulnerabilidad ante un choque externo. Sin embargo, en un área monetaria común, los países más pequeños no cuentan con ese instrumento. Necesitan una política fiscal activa.**





# Reflexiones al cierre

- El grado de sobrecalentamiento inicial parece haber jugado un rol importante en la vulnerabilidad a la crisis europea.
- En una zona monetaria común esto obliga a tener una política fiscal con un fuerte foco en el equilibrio interno, dado que la política monetaria (común) necesariamente va a estar dominada por las presiones inflacionarias en los países “grandes”.
- Mientras más pequeño el país, más importante la orientación macro de la política fiscal.
- Los bancos centrales de cada país tienen amplia experiencia en la identificación de presiones inflacionarias locales y pueden aportar al diagnóstico para el buen diseño de la política fiscal en una zona monetaria común.

## Tres lecciones más generales para quienes están preocupados de diagnosticar:

- Si algún indicador aislado se ve mal o muy mal, probablemente la economía está vulnerable.
- Que indicadores tradicionales estén en zonas de confort no significa que la economía esté segura, especialmente si hay signos de sobrecalentamiento.
- Asegurarse que la medición del Balance Estructural esté totalmente limpia de factores cíclicos.



# Lecciones de la crisis europea

Joaquín Vial R.  
Consejero  
Banco Central de Chile