

“Competitividad y desapalancamiento en España: los retos pendientes”

Policy Brief núm. 2

Julio, 2012

ISSN 2014-7457

La crisis en la que se encuentra inmersa la economía española refleja los distintos efectos de una secuencia de choques que han alterado el comportamiento de los factores que, desde la oferta y la demanda, impulsaron el anterior crecimiento del PIB español. El hilo conductor que engarza esa sucesión de choques no es otro que la formidable expansión del endeudamiento. Dado el volumen de deuda con la que se llegó a 2007, y en el contexto internacional de *credit crunch*, la secuencia de acontecimientos estaba ya parcialmente trazada, aunque si la economía europea hubiera crecido más intensamente el proceso de ajuste español podría haberse dulcificado.

Puede, pues, afirmarse que, en el principio de nuestra crisis, fue la deuda privada. Su volumen se expandió en exceso a partir de la incorporación al euro, que permitió un endeudamiento libre de las restricciones que, anteriormente, implicaban la necesidad de defender la peseta.

El análisis de este proceso puede efectuarse desde ópticas distintas. Puede abordarse desde los cambios experimentados en el ritmo de crecimiento, y en el nivel, del output potencial, examinando las modificaciones en la dotación de los factores productivos, o destacando las reformas necesarias (laboral, financiera, de aumento de la competencia en ciertos sectores, etc.) para un mayor crecimiento de la productividad total. Pero también puede realizarse analizando los cambios operados en los factores que explican la fuerte expansión de la demanda interna, que es el enfoque aquí adoptado. No obstante, y dado el papel crucial del sector exterior, también es inevitable analizar otros elementos que, desde la oferta, han contribuido a los desequilibrios acumulados. En especial, la vinculación del creciente déficit de la balanza de pagos con la evolución de los costes laborales y la productividad del trabajo.

1. La expansión 1995-08: algunos elementos determinantes desde la demanda

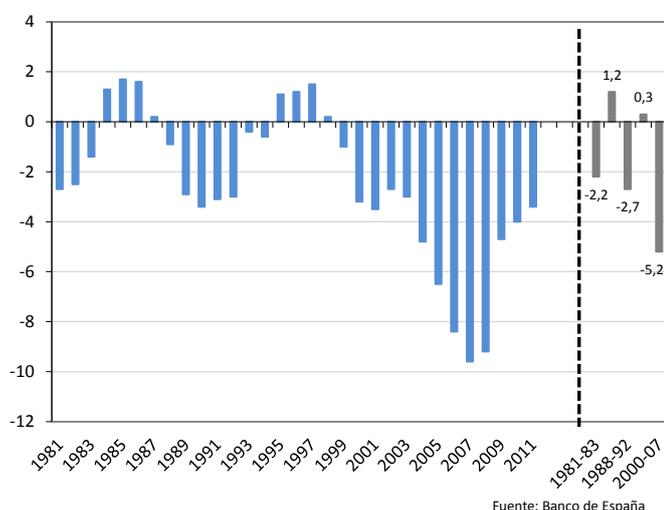
El factor determinante que, en última instancia, permitió el intenso crecimiento del PIB entre 1995 y 2008 (un 3,5% anual en términos reales) fue la incorporación de España a la UEM. Más específicamente, los efectos del aparente cambio en la restricción exterior del país que, en forma de déficits por cuenta corriente, había abortado con anterioridad procesos insostenibles de expansión. Sobre este trasfondo de acceso ilimitado al ahorro europeo e internacional, se construyó el aumento del crédito interno. Sobre éste, apalancándose en su avance y estimulando su crecimiento, emerge el *boom* de la construcción y, parcialmente y a su estela, la formidable expansión demográfica. Ambos factores, finalmente, se conjugaron para permitir una intensa alza de la formación bruta de capital fijo (FBCF) no residencial (pública y privada) y un fuerte aumento del empleo de las AAPP.

1.1. La incorporación de España a la UEM y la aparente desaparición de la restricción exterior

La adopción de la moneda común pareció iniciar una nueva etapa de la economía española estructuralmente distinta, en la que desaparecían los crónicos problemas de balanza de pagos. Así, a pesar del intenso y creciente déficit por cuenta corriente, la prima de la deuda pública de España respecto del bono alemán a 10 años se situó, entre 2000 y 2008, en el entorno de los 10/15 puntos básicos. Esta caída en la percepción del riesgo (desde valores entre 400 y 500 puntos básicos en 1995) se extendió a todos los agentes de la economía española, con lo que empresas no financieras, hogares y sistema financiero dispusieron de unas condiciones de financiación expansivas insólitas en la moderna historia

del país. La adopción del euro, en suma, se interpretó erróneamente como un cambio estructural en las condiciones de financiación exterior. Esa visión no fue más que un espejismo. Pero, como en todo espejismo, la creciente importancia de los déficits de la balanza por cuenta corriente y, también y en especial, del endeudamiento bruto exterior, aparecen ahora con toda crudeza. Además, la crisis bursátil de 2001, y la subsiguiente recesión americana y europea, situaron los tipos de interés del BCE en niveles mínimos jamás contemplados en España.

Gráfico 1.- Capacidad/necesidad de financiación (en % del PIB)

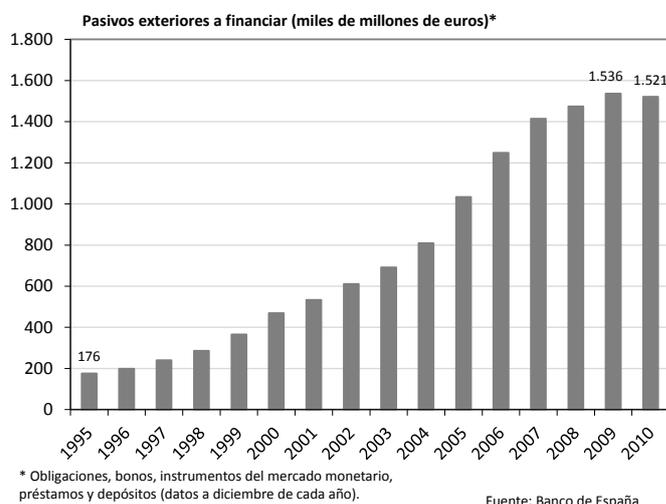
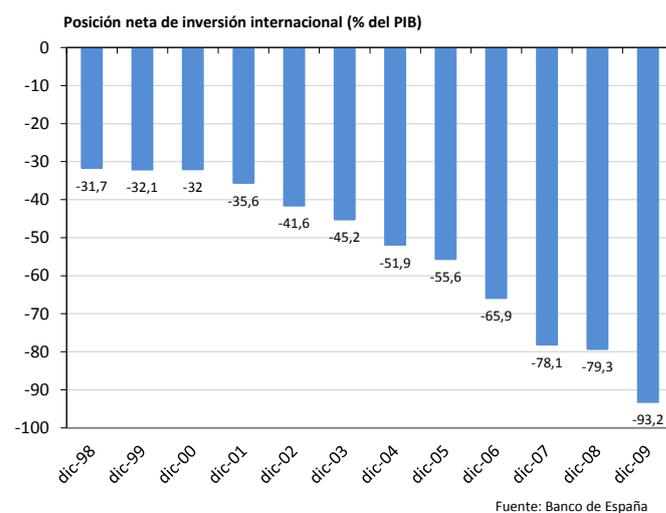


Reducido precio del endeudamiento y aparente desaparición de la restricción exterior se tradujeron en una creciente apelación española al ahorro del resto de Europa, lo que permitió cubrir una insólita expansión del crédito al sector privado (del 16,5% anual entre 1998 y 2008).

En este contexto, tanto la posición financiera neta exterior de España (PII) como la bruta (total de pasivos financieros) experimentaron un intenso deterioro, aparentemente ante la indiferencia de los mercados y las agencias de rating. En términos netos, la PII pasó de cerca de 171 mil millones de euros en el último trimestre de 1998 (un 31,7% del PIB) a los más de 860 mil millones del cuarto trimestre de 2008 (un 79,3% del PIB de ese año), un aumento que expresa la acumulación de los crecientes déficits por cuenta corriente generados en la expansión. Así, tras un primer período (1995-97) con una leve capacidad de financiación exterior, se pasó a una necesidad de

recursos financieros externos del -9,6% del PIB en 2007 y del -9,2% en 2008, con lo que el total de nuevos pasivos adquiridos por España para financiar su exceso de gasto corriente se situó en el entorno de los 500.000 millones de euros entre 2000 y 2008, una media anual del 6,1% del PIB de esos años.

Gráfico 2.- Posición de inversión neta internacional y pasivos exteriores a financiar de España



Las necesidades netas de financiación exterior reflejaban, en especial pero no únicamente, un deterioro insostenible, ya antes de la crisis financiera de 2008, de las balanzas de mercancías y de servicios – expresivo de la agudización de diferenciales de crecimiento de la productividad del trabajo y de los salarios en relación a nuestros principales socios comerciales– así como la necesidad de financiar la burbuja inmobiliaria. Así, el aumento del IPC del 39,7%

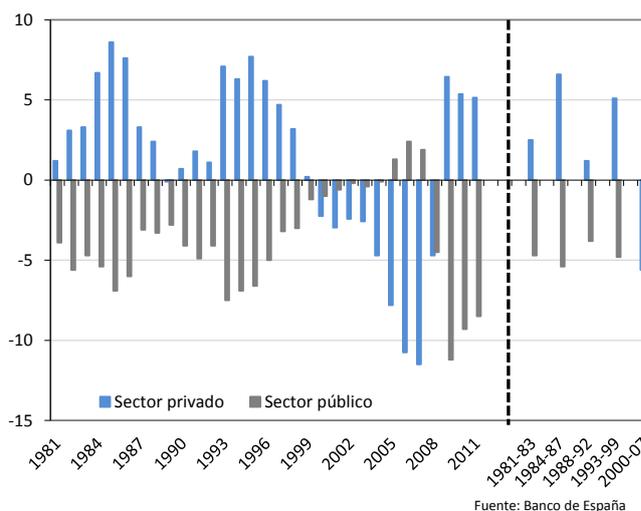
acumulado en España entre 1997 y 2008 superó largamente el de Francia (21,7%), Holanda (28,8%), Alemania (18,9%) o Italia (29,7%). Estos crecimientos de precios se trasladaron a salarios, de forma que, en términos nominales, su aumento acumulado en España alcanzó el 45,6% entre 1997 y 2008, una cifra a comparar con el 32,9% francés o el 12,8% alemán. Además, el fuerte crecimiento del empleo se tradujo en avances reducidos de la productividad por ocupado, de sólo el 3,3% acumulado entre 1998 y 2008, muy alejados de los experimentados por Francia (11,8%) o Alemania (11,6%). De esta forma, los costos laborales unitarios (CLU), medidos en términos nominales, acumularon un crecimiento en el entorno del 40% entre 1997 y 2008, a considerable distancia del escaso 1% observado en Alemania (o del 20,7% de Francia).

Por su parte, y desde la óptica del endeudamiento bruto, que es la variable clave en términos de refinanciación exterior, hay que sumar a los recursos necesarios para financiar el exceso de gasto interno, la inversión de España en el exterior. Así, desde un valor agregado de 195.000 millones de euros en 1995 (49,3% del PIB), se pasó a los 580.000 millones en 2000 (92,5% del PIB) y, finalmente, a los casi 1,4 billones de euros en 2008 (un 127% del PIB). Y dado que España comenzó a presentar necesidades de financiación exterior a finales de los noventa, entre 2000 y 2008 los más de 800.000 millones invertidos en el extranjero por residentes en España tuvieron que financiarse, en su totalidad, con recursos del resto del mundo. Esto quiere decir que los pasivos brutos acumulados por la economía española en 2008 se situaron en los 2,2 billones de euros, frente a los 780.000 de 2000 y a los cerca de 300.000 millones de 1995. Como una parte de esos pasivos son inversión extranjera directa o en cartera del exterior en España, para la que no cabría esperar necesidades inmediatas de refinanciación, la deuda bruta exterior a financiar por España se situaba, al inicio de la crisis, en el entorno de los 1,8 billones.

El sector institucional que originó este creciente déficit exterior fue el privado, dado que las AAPP pasaron del déficit del -6,5% del PIB en 1995 al superávit de 1,6% de los años 2005-07. Así, mientras en 1995 el ahorro del sector privado alcanzó el 23,7% del PIB frente a una inversión del 18,2%, en 2007 la situación se había alterado radicalmente, con una necesidad de financiación de -12,5% del PIB (por una disminución del ahorro hasta el 14,2% del PIB y aumento de la FBCF

hasta el 26,7%). Así, en el momento álgido del ciclo, en 2007, la inversión bruta en España se situó en el 31% del PIB, una cifra no contemplada desde 1973, y muy por encima del ahorro generado por la economía española, en el entorno del 20% del PIB.

Gráfico 3.- Capacidad/necesidad de financiación del sector privado y el sector público (en % del PIB)



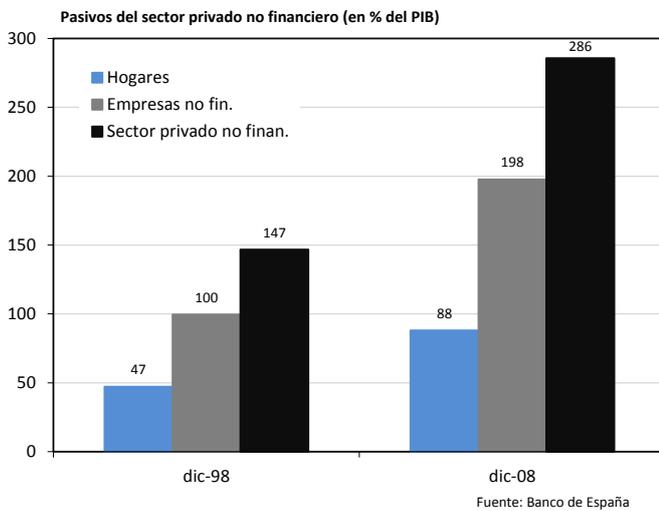
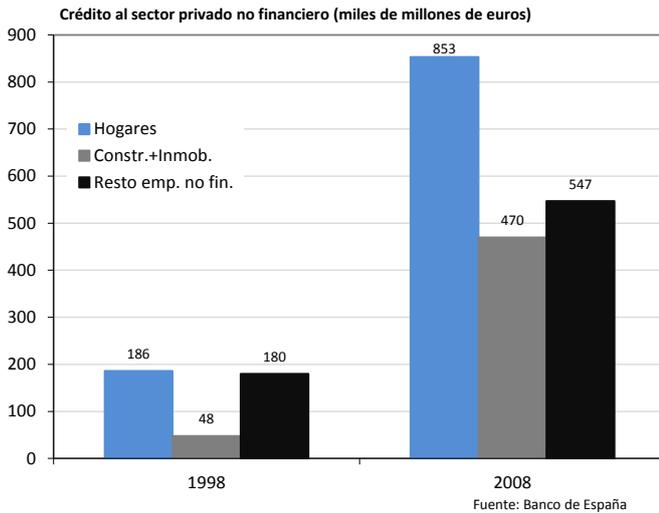
1.2. Expansión del crédito, auge de la construcción, demografía y sector público

Sobre este trasfondo de disponibilidad financiera exterior se desplegó el intenso crecimiento del endeudamiento interno y, en especial, del crédito al sector privado no financiero. Entre 1998 y 2008, éste aumentó un 16,5% anual, desde los 414 mil millones de euros a los 1.870 mil millones (incremento del 352%). Este crecimiento expresaba tanto el experimentado por el crédito a hogares (de los 186 mil a los 853 mil millones, un 355%), como a empresas de la construcción e inmobiliarias (desde cerca de 48 mil millones a los 470 mil millones, un incremento de 879%) y al resto de empresas no financieras (de los 180 mil millones en 1998 a los 547 mil millones en 2008, un 204%). Dado que en esos años el PIB avanzó, en términos nominales, un 101,7%, el crédito bancario al sector privado pasó del 76,7% del PIB en 1998 al 171,8% en 2008.

Además, como este proceso se realizó a ritmos muy superiores al del resto de la eurozona, el crédito interno al sector privado en España aumentó intensamente su peso sobre el total del concedido en la eurozona, desde el 8,2% en 1998 (con un PIB equivalente al 9% del de la

UEM) al 17,4% en 2007 (y una aportación al PIB del 11,7%). En suma, la deuda exigible del sector privado pasó del 144% del PIB en 1998 (unos 776 mil millones de euros) al 285% en 2008 (más de 3,1 billones de euros).

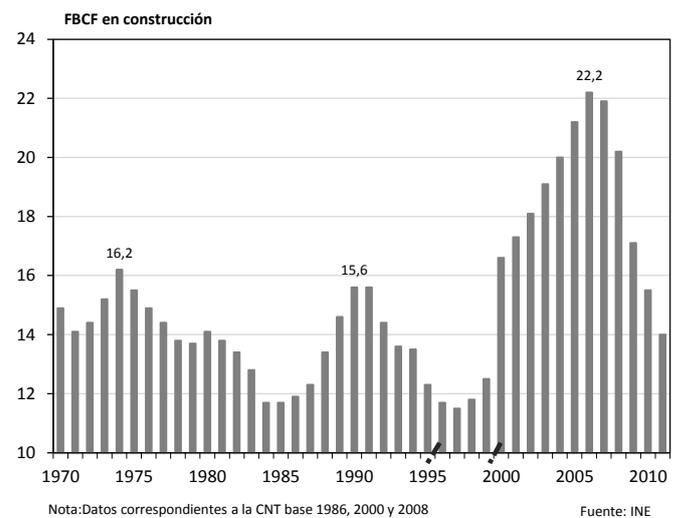
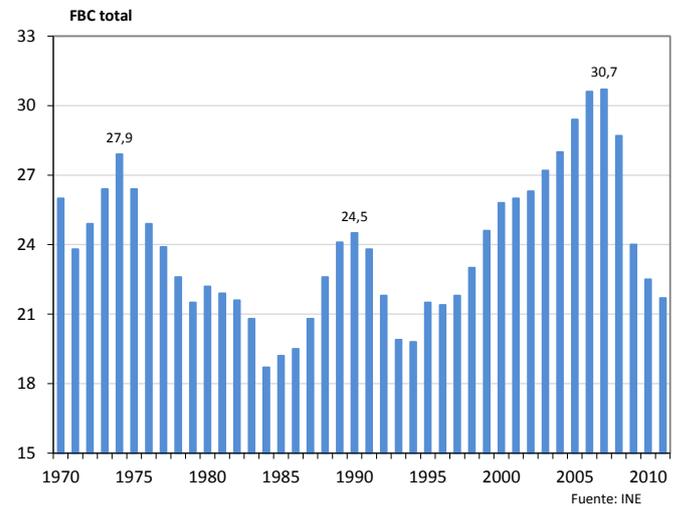
Gráfico 4.- Crédito y pasivos del sector privado no financiero



Estos incrementos reflejaban la creciente apelación de las instituciones españolas financieras y no financieras a los mercados internacionales y, en especial, a los del área del euro. Así, los activos sobre la economía española en poder de la banca alemana, francesa, italiana y belga en junio de 1999 sumaban unos 91.000 millones de euros, que equivalían al 16,9% del PIB español, peso que se elevó hasta los más de 392.000 millones en diciembre de 2008, un 36,1% del PIB.

La disponibilidad de crédito, su bajo coste y el reducido volumen de endeudamiento de hogares y empresas inmobiliarias, encontró en el sector residencial un cauce natural de expansión. La demanda inmobiliaria experimentó un salto de escala, desde una media de viviendas iniciadas (entre 1980 y 1998) en el entorno de las 250 mil, hasta las más de 580 mil entre 1999 y 2008 (con un punto culminante de alrededor de 800.000 en 2006), aunque esta expansión de la oferta no fue suficiente para impedir importantes aumentos en los precios (los de la vivienda nueva aumentaron, entre 1997 y 2008, a una tasa media anual del 9,5%, que se sitúa entre las más elevadas de la OCDE).

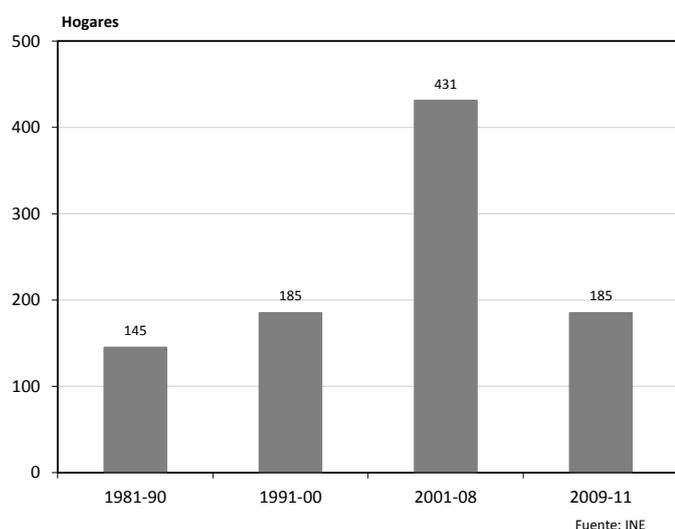
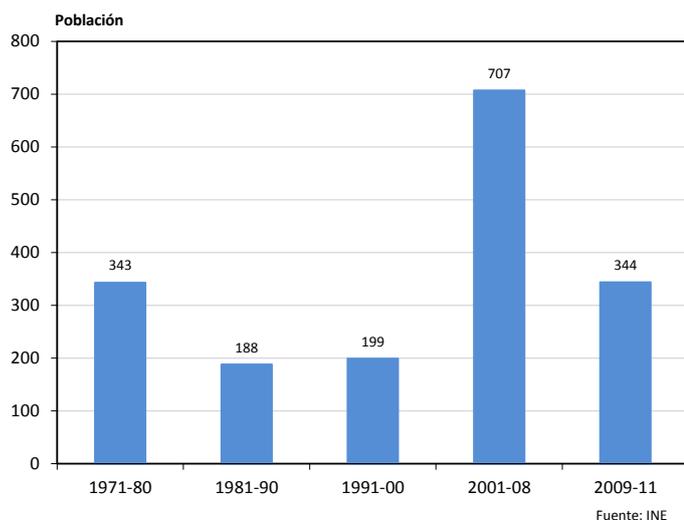
Gráfico 5.- FBC total y FBCF en construcción (en % del PIB)



Además, el incremento de la FBCF en construcción residencial formaba parte de un proceso más amplio de crecimiento de la FBC sobre el PIB. Ésta, que se había

situado en el entorno del 22,5% (media 1995-99), se elevó con fuerza hasta un promedio del 29,5% los años 2004-08, alcanzando el 30,7% del PIB en 2007, máximo histórico solo alcanzado, como antes se ha señalado, en 1973. Esos aumentos recogían tanto las ampliaciones del equipo capital estrictamente productivo (provocadas por el aumento del mercado interior y los procesos de racionalización industrial derivados de la globalización y las deslocalizaciones) como el impulso de la inversión en construcción. Ésta experimentó, entre 2000 y 2007, una ganancia sobre el PIB de 5,3 puntos porcentuales, desde el 16,6% del PIB en 2000 hasta el 21,9% en 2007, recogiendo, en lo fundamental, el aumento del sector residencial (vivienda nueva y rehabilitación), que aumentó desde el 4,7% del PIB en 1997 al 9,0% en 2000 y al 12,2% en 2007.

Gráfico 6.- Dinámica demográfica. Población y hogares (cambio medio anual en miles)



A los elementos anteriores cabe sumar, finalmente, un destacado cambio en la dinámica demográfica. Impulsada por la inmigración, la población aumentó un 16,4% entre 1995 y 2008, a una tasa anual del 1,1%. Este intenso crecimiento está en la base de la ampliación del mercado interno, que explica una parte no menor del incremento de la inversión, residencial y no residencial, y tanto de la productiva privada como de la pública. De hecho, la aportación al crecimiento del PIB generado por el choque inmigratorio se ha estimado, entre 2000 y 2008, cercana al 35%-40%. Al mismo tiempo, el choque inmigratorio y las modificaciones en la estructura de la población nativa, su comportamiento y condiciones de vida, produjeron un cambio substancial en la dinámica de generación de nuevos hogares: frente a un incremento, entre 1975 y 1997, en el entorno de los 160 mil nuevos hogares/año, se pasó a un promedio cercano a los 400 mil/año entre 1998 y 2008.

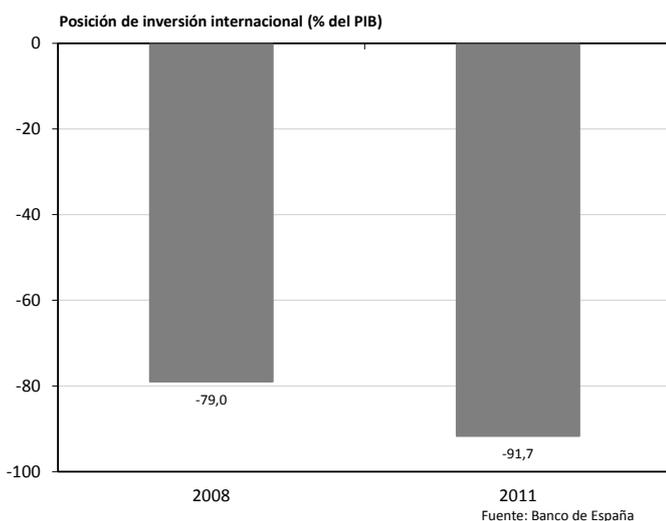
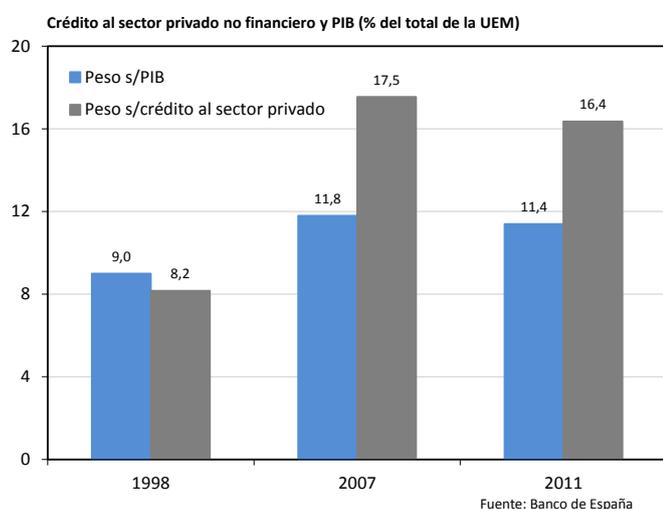
Finalmente, en el contexto de las ganancias de renta y del auge cíclico de los ingresos públicos, las AAPP también contribuyeron poderosamente a la expansión anterior. Su aportación, medida a través de los puestos de trabajo creados en los servicios colectivos (tanto ofertados por el sector privado como por las AAPP), se puede estimar en una media anual del 21,3% del nuevo empleo 1995-2008, para un sector que, en 1995, representaba el 18,1% de la ocupación del país.

2. La crisis 2008-2012 y el colapso de los factores que impulsaron el crecimiento

A partir de la explosión de la crisis financiera (septiembre de 2008), el conjunto de factores que desde la demanda interna impulsaron el crecimiento anterior comenzaron a invertir su dinámica. En primer lugar, la disponibilidad de crédito ha dejado paso a un creciente desaholancamiento, que se traduce en su contracción. El crédito dirigido al sector privado no financiero acumula, entre finales de 2008 y de 2011, una caída nominal del -3,7% (y real del -8,1%). Regresar a niveles de endeudamiento más acordes con nuestra capacidad de generar renta implicará un duro proceso de ajuste crediticio, que frenará el crecimiento de la demanda interna. Así, si el crédito al sector privado no financiero representara el mismo peso en la UEM que el del PIB (el 11,4% de 2011), la contracción debería ser

próxima a los 500 mil millones de euros, una caída cercana al 30% del stock de crédito interno al sector privado existente en España a finales de 2011 (1,8 billones). De hecho, el proceso de despalancamiento del sector privado apenas ha comenzado tras cuatro años de crisis: los pasivos exigibles (excluidas acciones y otras participaciones) todavía aumentaron por encima del PIB hasta 2010 (desde el 275% del PIB en 2007 al 284% en 2010), y ha sido únicamente en 2011 cuando se ha iniciado su esperada reducción, para situarse en el 274% del PIB a finales de ese año.

Gráfico 7.- Proceso de despalancamiento durante la crisis



Además, el espejismo de unos flujos financieros hacia España a bajos tipos de interés y con un riesgo similar al de Alemania, ha dejado paso a otra situación en la que la restricción exterior ha regresado de forma visible. En cierto sentido, puede afirmarse que hoy España se

comporta como si se hubiera recuperado la peseta, aunque sin las ventajas que suponía el control de su precio. Los mercados han vuelto a calificar el riesgo del país, en unos niveles que no han sido substancialmente distintos de los existentes antes del ingreso de España en la UEM, hasta que en el mes de junio las primas de riesgo se han disparado hasta alcanzar valores cercanos a los seiscientos puntos básicos. La importancia de esta nueva situación, que, en sus aspectos tendenciales, se va a extender por un largo período, es evidente: regresamos a una restricción exterior que impedirá la acumulación de déficits excesivos.

Otros factores como la demografía y la construcción residencial van a operar también contractivamente los próximos años. La acumulación de vivienda nueva pendiente de venta (más de 800.000 unidades a finales de 2011), junto a la previsible dinámica del crédito y la demografía, sugieren que la capacidad productiva del sector se va a mantener, por un largo período de tiempo, muy alejada de registros anteriores. Y no sólo de los muy elevados registros de 1998-08 (568.000 viviendas iniciadas/año), sino de una media de largo plazo, como la que se extiende entre 1980 y 1997 (en el entorno de las 250.000/año).

Por lo que se refiere a la demografía, las pérdidas de población inmigrante joven y la estructura de edades de la población residente se combinan en un cambio estructural en el ritmo de avance poblacional y en su composición. Así, en las últimas estimaciones a corto plazo del INE (2011), se apuntan reducciones poblacionales, estimadas en cerca de 600 mil personas en el horizonte 2021. Aunque esta cifra es escasamente el 1,2% de la población de 2011, sus efectos económicos serán mucho más relevantes, dada la importante modificación que se operará en la estructura de edades, en especial las importantes reducciones de la cohorte de 20 a 39 años, que pierde más de 3,5 millones de efectivos entre 2011 y 2021 (una caída del -26,5%, desde los 13,7 a los 10,1 millones), y retrocede desde un peso sobre el total de población del 29,7% en 2011, al 22,1% en 2021. La contracción que se opera en este colectivo, apunta a efectos negativos sobre la demanda de primera vivienda, la de bienes durables y, en general, sobre el consumo agregado de los próximos años.

Finalmente, el papel expansivo de las AAPP ha desaparecido y ha revertido su impulso, actuando contractivamente sobre la actividad ya desde 2010, lo

que se ha traducido en una cierta reducción de un ahorro negativo especialmente intenso (desde el -5,3% al -4,7% del PIB entre 2009 y 2011), aunque sus necesidades totales de financiación apenas se han alterado.

3. Crisis, déficit por cuenta corriente y refinanciación exterior

Los cambios operados en las fuentes que impulsaron el crecimiento del PIB desde el inicio de la crisis, y los que se prevén los próximos años, deben considerarse a la luz de las dificultades para reducir el déficit por cuenta corriente y el elevado volumen de pasivos financieros exteriores de España. De hecho, una forma estilizada de visualizar los excesos de la década del 2000 es evaluando la aportación del sector exterior. Entre 1988 y 2008, mientras la demanda interna generaba 4,4 puntos porcentuales/año de un crecimiento anual del PIB del 3,5%, la demanda neta externa estuvo restando anualmente -0,9 puntos. Y aunque el déficit exterior se ha corregido parcialmente durante la crisis (desde una necesidad de financiación del -9,6% del PIB en 2007 al -3,4% de 2011), su mantenimiento en los años de recesión lo sitúan en un contexto distinto al de otros episodios anteriores. De esta forma, en plena crisis, y con notables caídas de la demanda interna, la necesidad neta de financiación exterior acumulada entre 2008 y 2011 se situó cercana a los 225 mil millones (una media por año superior al 5% del PIB).

De entre los elementos que subyacen a las dificultades de contención del déficit exterior, quizás el más preocupante en el medio plazo sea la reducción estructural de los superávits de algunas balanzas y el aumento, también estructural, de déficits en otras. Por lo que se refiere a la balanza de bienes (y, parcialmente, también a la de servicios), la pérdida de competitividad exterior emerge como un elemento determinante de aquel deterioro, dados unos CLU que han aumentado sistemáticamente por encima de los de nuestros principales socios, y en un marco exterior caracterizado por la agudización de la competencia internacional. La apreciación del tipo de cambio real contribuye a explicar el que hayan sido necesarios cuatro años, y una demanda interna con una contracción jamás contemplada, para reconducir el déficit de la balanza de mercancías a valores más acordes con la historia del

país, del orden del -3% al -4% del PIB, desde el -8,6% de 2007. No obstante esta parcial reducción, no pueden olvidarse las excepcionales circunstancias que la han posibilitado, de forma que mejoras en el crecimiento de la demanda interna, aumentos de importaciones y tensiones en los mercados de *commodities* y, particularmente, del petróleo, podrían aumentar substancialmente aquel déficit (el saldo negativo de la balanza energética de España ha pasado del 2% del PIB en 2003, a más del 4% en 2011).

Por su parte, en el ámbito de los servicios turísticos, y a pesar de los avances de 2011, el saldo superavitario de esta balanza ha tendido a reducirse los últimos quince años (desde el 4,1% en 2000 al 2,5% en 2009 y al 3,1% en 2011), tanto por el aumento de los pagos de residentes, como por la creciente competencia internacional, aunque hay que destacar una cierta mejora, vinculada a la recesión de la demanda interna y al ajuste real en precios y costes, que también se aprecia en el ámbito de los servicios no turísticos (desde un -0,8% del PIB en 2000, el -0,1% del PIB en 2009 y el +0,8% en 2011). Igualmente, el creciente déficit de la balanza de rentas de inversión se ha contenido un tanto, aliviada sin duda por los bajos tipos de interés (desde el -1,2% del PIB en 2000 al -2,9% de 2007 y al -2,4% en 2011), aunque el endeudamiento exterior del país y las tensiones en los mercados de capital apuntan a un empeoramiento de esta balanza. Finalmente, las transferencias acentúan el deterioro agregado.

Aun así, debe reconocerse que la tendencia favorable de las exportaciones de bienes y servicios en los dos últimos años ha evitado un peor resultado en la evolución del PIB. Asimismo, la reversión en la tendencia de los CLU, que han disminuido un 4,4% entre 2009 y 2011, es un factor positivo que contribuye a la mejora de la competitividad de la economía española.

En definitiva, la dinámica posterior a la crisis solo ha permitido moderar el ritmo de empeoramiento de la posición neta de inversión internacional (PNII), que pasó de los 822 mil millones a finales de 2007 (78% del PIB) a los 989 mil millones en el cuarto trimestre de 2011 (94% del PIB). Además, como se ha destacado anteriormente, tan o más importante que el saldo neto de la balanza financiera lo es el volumen bruto de pasivos exteriores de la economía que requieren financiación, que junto con el resto de inversiones del

exterior en España exceptuando la inversión extranjera directa, han pasado de los 1,7 billones a finales de 2007 (el 160,9% del PIB) a los 1,8 billones de euros en el cuarto trimestre de 2011 (el 167,4% del PIB).

4. Recapitulación y líneas de actuación

Este *Policy Brief* ha analizado los desequilibrios que afronta España, generados en la etapa expansiva que se inició con la adopción del euro, y las vías posibles para corregirlos. El endeudamiento emerge como hilo conductor del análisis, cuyo crecimiento alimentó los motores de la demanda que propiciaron estos desequilibrios, plasmados en el crecimiento desbordado del déficit por cuenta corriente y el endeudamiento exterior (bruto o neto). En este contexto, la economía española se enfrenta a una situación ante la que se abren hipotéticamente tres posibilidades.

La primera es el mantenimiento de los desequilibrios que hoy afronta. De hecho, cuando la unión monetaria empezó a andar, se postulaba que los déficits comerciales con otros países de la zona no eran más graves de los que pudieran emerger entre regiones de un mismo país. Sin embargo, la realidad ha demostrado que sí es diferente y ahora no es posible pertenecer a la zona euro manteniendo los desequilibrios macroeconómicos que presenta la economía española.

El segundo escenario hipotético, la salida de la eurozona y la inmediata devaluación de la divisa, es una solución que no resuelve los problemas de fondo (la insuficiente competitividad y el importante endeudamiento exterior e interno), pero que podría permitir atacar el problema más urgente: recuperar competitividad sin tener que deprimir, al menos teóricamente, el crecimiento. Pero la salida del euro tendría consecuencias probablemente catastróficas en forma de revalorización de la deuda expresada en euros y otras monedas, dificultad de acceso a los mercados, muy graves tensiones para el sector financiero e inflación. De manera que esta alternativa no resolvería sin duda los problemas que España afronta.

El tercer escenario hipotético, que es aquel por el que se pronuncia EuropeG, es el de adoptar las medidas y reformas apropiadas para recuperar la competitividad de la economía española y avanzar en el proceso de

desapalancamiento (interno y exterior), manteniéndose dentro de la zona euro, aunque este escenario difícilmente puede tener éxito si no se consigue salir del círculo vicioso marcado por la austeridad, la recesión y la reducción del déficit público.

Obviamente, el que el objetivo de este *Policy Brief* sea examinar las medidas que debe adoptar la economía española para restablecer sus equilibrios y recuperar la competitividad, no implica que EuropeG ignore otros problemas. En este sentido, es imprescindible subrayar que España comparte las dos grandes vulnerabilidades que aquejan Europa (crisis del euro y de la deuda soberana y dificultades de crecimiento) más las suyas específicas (endeudamiento, interno y externo, y competitividad). Resolver los dos grandes problemas europeos es condición necesaria para afrontar con posibilidades de éxito nuestros problemas específicos, aunque no suficiente. Aun resolviéndolos, España deberá adoptar sus propias medidas.

Principales líneas de actuación

1. No hay programa de medidas sin un objetivo, una estrategia y un calendario para alcanzarlo. Aquel sólo puede consistir en recuperar los niveles de competitividad exterior, expandir la demanda internacional y, con ello, contribuir al crecimiento del PIB y al necesario desapalancamiento del sector privado. Es decir, mejorar la relación entre aumentos de la productividad y costes o, de acuerdo con el indicador más habitual, la relación inversa: reducir el crecimiento de los costes laborales por unidad de producto.

Un objetivo razonable sería cerrar la brecha que se ha producido durante los años del *boom*, tomando como referencia la media de la zona euro, en un horizonte temporal relativamente rápido. Este proceso debe llevarse a cabo teniendo en cuenta que cuanto más se produzca por la vía de incrementos de productividad, menos habrá que poner el acento en la reducción de costes, y que los salariales no son los únicos costes que es necesario reconducir.

2. En los próximos años nuestra economía no podrá contar con los principales motores que la han impulsado durante el *boom*. El motor fundamental deberá ser el sector exterior. Ello supone no solo una declaración de intenciones, sino que exige un

programa de actuación orientado a alcanzar este propósito. Programa que debe desarrollarse tanto por el lado de la oferta, que es en el que las administraciones españolas disponen de palancas efectivas de actuación, como por el de la demanda, donde en todo caso deberá actuarse básicamente a nivel europeo.

Por el lado de la oferta, debería incluir: *a)* un diagnóstico riguroso y sistemático de la situación con el fin de identificar los puntos fuertes y débiles, tanto por sectores productivos, como por tamaño empresarial; *b)* el establecimiento de objetivos claros y cuantificables, formulados en términos de cuota de exportación a alcanzar en los diferentes mercados mundiales, también por sectores y por regiones económicas; *c)* el diseño de la estrategia adecuada para alcanzar estos objetivos, mediante un programa de medidas a adoptar y el calendario para aplicarlas; *d)* un mecanismo de evaluación, supervisión y seguimiento realizado por expertos independientes; y *e)* una estrecha concertación con los sectores empresariales concernidos. En definitiva, hay que situar el desarrollo de nuestra industria exportadora como un tema de estado y concienciar al conjunto de la sociedad de que en el éxito de este propósito se juega en buena medida el futuro de la economía española.

De poco servirá tener los motores de la exportación a punto, sin embargo, si no hay demanda exterior de la UE, en buena medida, y del resto del mundo. De forma que la economía española se juega buena parte de su futuro en el crecimiento europeo.

Lograrlo implica diversas líneas de actuación. Primero, cabría esperar por parte del BCE iniciativas más decididas tanto en el ámbito de la política monetaria (horizonte estable de reducción del tipo de interés y aumento de la liquidez), como en el de la estabilidad de los mercados de la deuda soberana de los países más afectados, actuando de forma contundente (directamente o a través del ESM) en el mercado secundario. Segundo, en actuaciones directas de estímulo de la demanda desde las instituciones comunitarias (BEI, por ejemplo), como por parte de aquellos países que disponen de margen para hacerlo. Finalmente, en los países que deben llevar a cabo procesos de consolidación fiscal, como es el caso de España, y

que no disponen de margen para políticas expansivas, sí lo hay para graduar el ritmo de reducción del déficit o para impulsar proyectos de inversión selectivos (que contribuyeran a incrementar la productividad), financiados por las instituciones comunitarias.

3. La economía española se verá sometida en los próximos años a un fuerte proceso de desendeudamiento, sobre el cual y sobre cuyas implicaciones no se acaba de ser del todo consciente. Este desendeudamiento afecta, en especial pero no únicamente, al sector privado y en buena medida a la deuda contraída con acreedores de otros países. Y, para tener una idea de su dimensión, debería suponer grosso modo la reducción de alrededor de un tercio de la deuda. La experiencia de otros países indica que estos procesos son duros, complejos y difíciles. Es mejor asumir que hay que llevarlo a cabo, encauzarlo adecuadamente y adoptar las medidas paliativas necesarias, que no tratar de negarlo e irle haciendo frente de manera improvisada. En este orden de ideas sería conveniente subrayar tres consideraciones.

En primer lugar, la experiencia indica que es más urgente reducir primero el endeudamiento privado que el público; que no es aconsejable efectuar los dos procesos a la vez con similar intensidad; y, finalmente, que es mejor actuar rápidamente que ir alargando el proceso durante años y años. En consecuencia, habría que replantear la reducción del déficit público en plazos razonables y centrar los esfuerzos en el desapalancamiento del sector privado.

En segundo lugar, cualquier proceso de desendeudamiento tiene un protagonista principal, que es el sector financiero, más aun si hablamos de una economía fuertemente bancarizada, como la española, y todavía más si este sobreendeudamiento es en buena medida con acreedores extranjeros. Ello significa que no se podrá considerar que este proceso de desendeudamiento ha avanzado de manera significativa hasta que el sistema bancario haya saneado realmente sus balances y recuperado su solvencia.

Es importante subrayar que un proceso de desapalancamiento significa, por definición, la reducción del ratio de la deuda privada sobre el PIB nominal. De manera que parece inevitable que en los próximos años los ritmos de crecimiento neto del crédito sean muy reducidos, si no simplemente negativos. Una vez saneado, el sistema financiero debe reasumir su función de valoración del riesgo y de proporcionar el flujo crediticio necesario a las empresas solventes. El proceso de desendeudamiento deberá tener lugar, pues, de forma asimétrica, como en parte está ya sucediendo, aunque en estos momentos de una forma perversa, puesto que las que reciben crédito no son las empresas más solventes, sino los grandes deudores o aquellas empresas que por su tamaño o su ubicación estratégica tienen una mayor capacidad de influencia.

En tercer lugar, la experiencia también sugiere que, en todo proceso de desendeudamiento privado, al final resulta inevitable un acuerdo entre acreedores y deudores privados para reestructurar el valor y los plazos de devolución de la deuda. De hecho, este proceso se ha estado ya produciendo, y de ahí los problemas del sector bancario. Su dificultad y complejidad en el caso español procede, precisamente, de la confluencia del papel protagonista del sistema financiero y de la importancia del endeudamiento exterior.

4. Finalmente, la recuperación de la competitividad de la economía española y el restablecimiento de sus equilibrios básicos es un proceso complejo y doloroso, que está condenado al fracaso si no cuenta con la aceptación y el apoyo de una amplia mayoría social. No solo con su resignación fatalista, sino con el convencimiento activo de que tal proceso es deseable.

Para ello deben darse dos condiciones. En primer lugar, la mayoría de la sociedad debe estar convencida de que el objetivo a alcanzar permitirá resolver los problemas que afrontamos y obtener un resultado socialmente satisfactorio. En segundo término, las cargas del sacrificio deben distribuirse de forma equitativa.

Solo si se dan estas dos condiciones, existirá el entorno social apropiado para asegurar el éxito de las medidas a adoptar. Nos hemos referido en

parte ya a ello al examinar los escenarios hipotéticos que teníamos delante, al descartar el de la salida del euro y la devaluación, siempre que la alternativa escogida ofrezca esperanzas razonables de éxito. En caso contrario, no hay que extrañarse que ante el anuncio de un destino fatal, la sociedad prefiera intentar cualquier cosa, por alocada que parezca.

Es por ello que los factores políticos y de modelo de sociedad resultan determinantes, y que sin ellos es difícil la salida de la crisis. En este sentido, resulta conveniente acentuar dos aspectos específicos.

Primero. Este objetivo debe incluir, como parte esencial del mismo, el modelo social resultante, es decir un acuerdo básico sobre la distribución de la renta que se considera socialmente deseable (a la Rawls, si se quiere), lo que comporta un gran compromiso sobre Estado de bienestar y fiscalidad. Sabiendo que éste no es un juego de suma cero, sino que existe un capital neto positivo, porque las sociedades donde existen menores desigualdades son más prósperas y competitivas. Además, en los años del *boom* las desigualdades aumentaron, y solo la existencia de niveles muy elevados de endeudamiento, en parte soportados por un efecto riqueza que ahora se ha desmoronado, permitieron a los sectores más humildes de la sociedad mantener niveles de gasto artificialmente altos.

Segundo. Para alcanzar el propósito señalado es imprescindible introducir el factor intertemporal. Y ello porque la distribución de los esfuerzos requeridos para llevar a cabo el proceso de recuperación de la competitividad (que incide de forma esencial en los costes laborales unitarios), recae en sus etapas iniciales en los asalariados, los parados y, en definitiva, en los sectores más débiles de la sociedad, y los menos responsables de la crítica situación de la economía. Un resultado inaceptable en términos de justicia, socialmente intolerable y contraproducente económicamente. Es preciso, por tanto, sellar un compromiso firme sobre el resultado final del proceso en términos de distribución de la renta, escalonando temporalmente costes y beneficios, de tal manera que aquéllos que hoy se llevan la peor parte, vean más que compensado este esfuerzo en los siguientes períodos temporales.

Referencias

CESifo FORUM (2012).- [The european balance of payments crisis](#), Volumen 13, número especial, enero.

EUROPEAN COMMISSION (2009).- [Impact of the current financial and economic crisis on potential output](#), *European Economy Occasional Paper* Nº 49, junio 2010.

ESTRADA, A.; F. JIMENO y J.L. MALO DE MOLINA (2009).- "The performance of the spanish economy in EMU: the first ten years" en F. J. JIMENO (ed), [Spain and the Euro: the first ten years](#), Banco de España

FRAILE IZQUIERDO, A. y C. MARTÍNEZ CARRASCAL (2010).- [El endeudamiento de las sociedades no financieras españolas. Evolución temporal y comparación con el área del euro](#), *Boletín Económico*, Banco de España.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2012).- [Dealing with household debt](#), *World Economic Outlook*, capítulo 3, abril.

JAUMOTTE, F. y P. SODSRIWIBOON (2010).- [Current account imbalances in the southern Euro Area](#), *IMF Working Paper*, Nº 10/139.

McKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2010).- [Debt and deleveraging. The global credit bubble and its economic consequences](#), Washington.

McKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2012).- [Debt and deleveraging: uneven progress on the path to growth, updated research](#)

MERLER, S. y J. PISANI-FERRY (2012).- [Sudden stops in the Euro area](#), *Bruegel Policy Contribution*, 2012/06, marzo.

OBSTFELD, M. (2012).- [Does the current account still matter?](#) *CEPR Discussion Paper Series*, Nº 8888, marzo.

REINHART, C. y K. ROGOFF (2011), [A decade of debt](#), *CEPR Discussion Paper Series*, Nº 8310, abril.

EuropeG está integrado por Antoni Castells (director), Manuel Castells, Josep Oliver, Emilio Ontiveros, Martí Parellada y Gemma García (coordinadora).

El *Policy Brief* es el reflejo de la posición del grupo, y de las aportaciones de sus miembros, a partir, en este caso, de un primer borrador elaborado por Josep Oliver.

EuropeG

Parc Científic de Barcelona
Baldri i Reixac, 4
08028 Barcelona
Telf. 93-4033723
www.europeg.com



Con el apoyo de:

