

## La salida de la crisis será lenta

María Jesús Fernández Sánchez y Ángel Laborda Peralta

**Resumen:** el presente trabajo refleja los desequilibrios mostrados por la economía española en la anterior fase de crecimiento económico, así como las circunstancias que deben darse para que vuelva a crecer durante los próximos años de manera sólida y sostenible. En este contexto, el principal reto de la economía española consiste en cambiar el patrón de crecimiento, requiriendo de medidas de política económica que necesitan de un largo periodo de maduración.

**Palabras clave:** crisis económica, España.

**Códigos JEL:** E20, E30, E40, E60, H12.

La grave crisis económica por la que atraviesa la economía española no es más que la consecuencia, hasta cierto punto inevitable, del modelo de crecimiento desequilibrado e insostenible sobre el que se sustentó la larga etapa de expansión iniciada a mediados de la década de los noventa. Dicho crecimiento fue impulsado por una demanda nacional que crecía a un ritmo febril, muy por encima de lo que lo hacía la renta, apoyada sobre una expansión del crédito sin precedentes (el stock de crédito crecía a ritmos anuales del 25 por ciento), gracias, todo ello, a unos tipos de interés que, tras la incorporación de nuestro país a la UME, se situaron en mínimos históricos, —incluso negativos en términos reales— entre 2003 y 2006.

El vigor de la demanda nacional se reflejó tanto en la expansión del consumo como de la inversión, y, más concretamente, en la inversión residencial. Se desarrolló, en este entorno de abundancia de crédito barato, una auténtica «burbuja» inmobiliaria, con un ascenso continuo en el precio de la vivienda, que dio origen a un abultado exceso de capacidad productiva en el sector de la construcción. El tamaño de este sector llegó a suponer casi el 12 por ciento del Valor Añadido Bruto total de la economía, el doble del tamaño que tenía antes de iniciarse la fase expansiva, y el doble del tamaño que tiene en los países de nuestro entorno. Los incrementos de precios de la vivienda, por otra parte, generaban un efecto riqueza que contribuía a estimular aun más el consumo.

El crecimiento persistente de la demanda por encima de la renta generó un déficit galopante de



la balanza de pagos que justo antes del inicio de la crisis —en el punto álgido del ciclo expansivo— llegó a superar el 10 por ciento del PIB.

Dicho déficit constituía una señal inequívoca de que estábamos «viviendo por encima de nuestras posibilidades», y de que nuestra economía necesitaba recurrir al exterior de forma masiva para obtener financiación. Dicha financiación era introducida en nuestro sistema económico a través de las entidades financieras: éstas colocaban títulos hipotecarios entre inversores extranjeros, obteniendo de este modo la liquidez necesaria para seguir concediendo créditos dentro de nuestro país. A través de este mecanismo, nuestra deuda externa aumentaba de forma continua para financiar una demanda explosiva e insostenible. En el momento en el que estalló la crisis, la deuda con el exterior alcanzó un volumen, en términos brutos, de más del 160 por ciento de nuestro PIB. En torno a un 70 por ciento de la misma era deuda de las entidades

financieras.

El «milagro económico español» se sustentó, por tanto, sobre unas bases muy débiles. Concretamente, sobre una montaña de deuda que crecía como una bola de nieve, en lugar de hacerlo sobre el propio crecimiento de la renta y sobre el aumento de la productividad y de la capacidad competitiva. Por esta razón este modelo era insostenible, y por lo que una parte importante del nivel de actividad económica, y, por lo tanto, del empleo generado en este período eran transitorias, un mero espejismo. Es cierto que hubo otros factores que contribuyeron a la fuerte expansión económica de estos años, como la inmigración, pero son los elementos señalados en donde residen las claves del modelo de crecimiento de dichos años.

Una vez que el acceso al crédito exterior se agotó como consecuencia del estallido de la crisis financiera internacional, el modelo se derrumbó. Sin el crédito que hasta entonces había impulsado la demanda, ésta se hundió y, con ella, la actividad económica que se sustentaba sobre la misma. Esto no significa que, de no haberse producido dicha crisis internacional, el crecimiento se hubiera perpetuado sin fin. El desencadenante hubiera sido cualquier otra circunstancia, pero el desenlace sería el mismo. Es inviable prolongar indefinidamente en el tiempo un proceso de crecimiento sustentado sobre el endeudamiento.

En este contexto de extraordinario vigor expansivo, aumento de la inflación y crecientes desequilibrios externos, la política monetaria desarrollada por el Banco Central Europeo, pensada para las condiciones medias del área euro, era demasiado expansiva para nuestra economía. Debería haberse instrumentado una política fiscal fuertemente contractiva para, por una parte, contrarrestar el efecto procíclico que ejercía la política monetaria y, por otra, ejercer el efecto contracíclico que se demandaba de la misma en las circunstancias de aquel momento.

Esto significa que el déficit de las cuentas públicas tenía que haberse reducido a un ritmo mucho más rápido de lo que lo hizo, debió alcanzarse el superávit antes, y este debió haber sido de una magnitud muy superior. El crecimiento del gasto público, en todos los niveles de la Administración Pública, debió ser mucho más contenido. Además, no se deberían haber reducido los impuestos, puesto que esto restó capacidad restrictiva a la política fiscal y comprometió la sostenibilidad futura de las cuentas públicas, como ahora estamos comprobando.

Así, en todos los niveles administrativos se siguió una política consistente en aumentar el tamaño del

sector público apoyándose sobre unos ingresos fiscales muy abundantes pero con un importante componente transitorio. Del mismo modo que buena parte del incremento de la actividad económica de aquellos años era insostenible, también lo era el incremento de los ingresos fiscales que se sustentaban sobre la misma. Al terminar la fase expansiva, desaparecieron dichos ingresos extraordinarios, permaneciendo un nivel de gasto público que se había convertido en permanente. Así es como se gestó el actual problema del déficit público, que en su mayor parte es de carácter estructural.

En suma, el crecimiento económico se apoyó en la generación de graves desequilibrios macroeconómicos: no sólo un elevado nivel de endeudamiento, y un exceso de capacidad productiva en el sector de la construcción y en el conjunto de la economía, sino también una pérdida de competitividad en los precios, y un excesivo peso del crédito relacionado con el «ladrillo» en los balances de las entidades financieras. Además, supuso la gestación de un problema de insostenibilidad de las cuentas públicas que se materializaría con la crisis.

Es ahora, durante la crisis, cuando dichos desequilibrios han comenzado a corregirse, y mientras ese proceso de ajuste y corrección no se haya completado, la economía no estará en condiciones de iniciar una nueva fase expansiva, y su capacidad de crecimiento será limitada. Para volver a crecer de forma sostenida es necesario, por tanto, que se den las siguientes circunstancias:

— En primer lugar, que el volumen de deuda se reduzca hasta un nivel sostenible. Es difícil saber cuál es dicho nivel, pero está claro que mientras la deuda se mantenga en los elevados niveles actuales, la carga derivada del pago de la misma supondrá una restricción importante al crecimiento del consumo, y también de la inversión, al menos en numerosas empresas o sectores económicos.

— En segundo lugar, el stock de viviendas sin vender debe ser absorbido por el mercado. Mientras dicho stock subsista, la actividad constructora no podrá recuperarse, lastrando el crecimiento del PIB.

— En tercer lugar, el tamaño de la economía debe ajustarse a su nivel de equilibrio, no sólo en la construcción sino, en general, en todos los sectores económicos. Al retornar la demanda a una senda más moderada y sostenible, los niveles de actividad económica y de empleo también se sitúan en un nivel más reducido. El grueso de este ajuste ya ha tenido lugar, pero no se ha completado del todo, ni en todos los sectores económicos.



— En cuarto lugar, las entidades financieras deben sanear sus balances. Hasta que esto suceda, éstas no estarán en condiciones de aumentar el volumen de crédito a las empresas, y la restricción crediticia frenará la capacidad de crecimiento de la inversión empresarial y, por lo tanto, de la economía. Obsérvese que únicamente se habla en este punto de aumentar el volumen de crédito a las empresas como condición para restablecer un crecimiento sólido y sostenido, no del crédito a los hogares. El crédito a estos no debe aumentar, puesto que de otro modo no se corregiría el primero de los desequilibrios mencionados. Además, los hogares deben generar ahorro, consumiendo menos renta de la que generan, para que la economía pueda disponer de recursos suficientes con los que financiar la inversión y el déficit público sin tener que recurrir a financiación exterior.

— Finalmente, en quinto lugar, el ajuste de las cuentas públicas debe completarse. Unas cuentas públicas saneadas son beneficiosas desde el punto de vista del crecimiento económico a largo plazo, pero el impacto inmediato del ajuste necesario para su reconducción es negativo en términos de PIB y de empleo. Este proceso de ajuste constituirá otro factor limitativo del crecimiento económico a medio plazo.

Hasta que la corrección de los desequilibrios se complete, el crecimiento de la economía y del empleo será muy débil. Además, aunque las previsiones

para 2011 apunten a un crecimiento del PIB del 0,8 por ciento, existen importantes riesgos de recaída derivados de la delicada situación de nuestro sistema financiero. En un contexto de reducción de la rentabilidad, de aumento de la morosidad y de probable retirada de las medidas extraordinarias de provisión de liquidez por parte del Banco Central Europeo, con una elevada deuda que refinar, y periódicas turbulencias en los mercados financieros internacionales que dan lugar al cierre de los mercados de financiación interbancarios y a incrementos en las primas de riesgo, las cosas se pueden poner difíciles para los bancos y cajas españolas.

El principal reto para la economía española consiste ahora en cambiar nuestro patrón de crecimiento, que debe orientarse hacia un modelo con menos peso de la demanda nacional y más peso de la demanda externa, con más ahorro y menos dependencia de la financiación exterior. Para que el sector exterior pueda aportar lo suficiente como para recuperar las tasas de crecimiento anteriores a la crisis, es necesario impulsar nuestra capacidad exportadora, con políticas de incentivo y apoyo a las pequeñas y medianas empresas para que se animen a salir al exterior. También es necesario incrementar nuestra productividad, mediante el aprovechamiento de todas las posibilidades que ofrecen las nuevas tecnologías, y mediante la innovación, con el fin de incrementar la capacidad competitiva de nuestro tejido industrial. Finalmente, dirigidas también a mejorar nuestra capacidad competitiva, deben realizarse las reformas estructurales pendientes, sobre todo en nuestro mercado laboral.

En cualquier caso, este tipo de medidas de política económica necesitan de un largo periodo de maduración. No son medidas destinadas a sacar a España de la crisis de forma inmediata, cosa que en cualquier caso no sucederá hasta que se cumplan las condiciones anteriormente señaladas, sino que están dirigidas a crear las condiciones que permitan que nuestra economía pueda iniciar, cuanto antes, una nueva etapa de crecimiento más sólido, sano y sostenible que en la etapa anterior.