



# ESPAÑA ANTE LA CRISIS: CONDICIONANTES INTERNOS Y EXTERNOS

Francisco Pérez \*

## Resumen

Las empresas, los bancos e incluso el Gobierno no tomaron en serio el peligro de inestabilidad inherente al patrón de crecimiento español de los últimos años. Se confió demasiado en la ley de Say, en que el crecimiento de la oferta (la capacidad instalada) garantizase la demanda. El riesgo de que no funcionase de manera automática siempre ha estado presente y, de hecho, se reflejaba en los tres desequilibrios básicos de nuestra economía: el creciente endeudamiento, el déficit exterior y las caídas de la productividad total de los factores, que a fin de cuentas son el espejo en el que se reflejan los excesos de capacidad acumulados. En este contexto, la guía para hacer una adecuada lectura de los riesgos de una trayectoria como la española la ofreció en 1939 sir Roy F. Harrod, al vincular el crecimiento con las fluctuaciones en su interpretación dinámica de la Teoría General de John Maynard Keynes. El descubrimiento central de Harrod fue que el equilibrio dinámico entre demanda y oferta en una economía de mercado es tan inestable como desplazarse por el filo de una navaja: a sus lados amenazan la depresión y la inflación. De ahí la importancia de que las políticas macroeconómicas presten mucha atención a estabilizar el ciclo con el fin de sostener el crecimiento a largo plazo. Lo que en España sucedió es que sobrevaloramos nuestros éxitos a corto e infravaloramos el peligro de pasar tras el boom por una fase larga de crecimiento lento.

## Abstract

*Companies, banks and even the Government did not take seriously the danger of instability inherent to the Spanish growth pattern of recent years. Too much trust was placed in Say's Law, that growth in supply (installed capacity) would guarantee demand. The risk that this would not automatically work has always been present and, in fact, was reflected in the three basic imbalances of our economy: growing indebtedness, foreign deficit and the decline of total productivity in factors which, ultimately, are the mirror for accumulated excess in capacity. In this context, the guidelines to correctly reading the risks of a trajectory such as that of Spain were given in 1939 by Sir Roy F. Harrod, when he linked growth with fluctuations in his dynamic interpretation of John Maynard Keynes' General Theory. The central discovery made by Harrod was that the dynamic equilibrium between supply and demand in a market economy is as unstable as walking along a knife edge: on either side, depression and inflation loom large. Hence the importance of macroeconomic policy paying close attention to stabilizing the cycle with a view to sustaining growth in the long term. What happened in Spain is that we overvalued our short-term successes and undervalued the danger of the long stage of slow growth that follows the boom.*

## 1. Planteamiento: crisis de demanda vs crisis de oferta

La actual crisis económica es el resultado directo de la caída de la demanda, de consumo y sobre todo de inversión, derivada de la intensa crisis financiera desencadenada en 2008 y su fuerte impacto sobre el valor de los activos financieros e inmobiliarios, la liquidez y solvencia de numerosos agentes, financieros y no financieros, y los niveles de actividad y empleo. Pero en España la crisis presenta perfiles específicos –mayor caída del empleo que de la producción y repunte de la productividad del trabajo por este motivo, mantenimiento de un esfuerzo inversor relativamente elevado– que se relacionan con las características del patrón de crecimiento de la última etapa expansiva y también con transformaciones estructurales que hunden sus raíces en etapas precedentes del desarrollo español.

\* Universidad de Valencia e Ivie.

Por estas razones, para evaluar la intensidad de la crisis y las perspectivas de salida de la misma, en el caso español es más relevante contemplar el lado de la oferta y hacerlo con perspectiva de largo plazo. Este trabajo presta atención preferente a esta perspectiva, con el fin de precisar mejor el origen de algunos de nuestros problemas y poder abordar adecuadamente sus soluciones. La tesis del mismo se resume como sigue:

1. Las mayores dificultades españolas para salir de la recesión se derivan de un importante exceso de capacidad productiva en relación con el valor añadido generado, que ya existía antes de la crisis y ahora es más grave.
2. El reflejo del exceso de capacidad durante la expansión eran las caídas de la productividad total de los factores (PTF) y durante la crisis son el paro elevado y el volumen de activos inmobiliarios –viviendas, locales, despachos, naves– no utilizados.
3. La falta de flexibilidad de estos dos mercados de activos –el laboral y el inmobiliario– retrasa la solución del problema y las reformas en ambos casos han tardado demasiado en llegar.

El trabajo se estructura como sigue. El Apartado 2 presenta el patrón de crecimiento correspondiente al periodo 1995-2007 y el 3 justifica las razones por las que en ese periodo la burbuja inmobiliaria actuó como núcleo de los desequilibrios. El Apartado 4 analiza la crisis: el impacto de la misma, las respuestas dadas y las posibles salidas y reformas. Finalmente, el punto 5 presenta de manera sintética las conclusiones.

## 2. Patrón de crecimiento

### 2.1. Características

El patrón de crecimiento español desde 1995 hasta 2007 se caracteriza por un ritmo de aumento de la producción elevado, acompañado de los siguientes rasgos:

- a. El desarrollo del ciclo inversor más intenso de nuestra historia, que coloca el esfuerzo inversor a los niveles típicos de países asiáticos que parten de niveles de renta bajos pero crecen a gran velocidad, apoyándose en la acumulación de capital.
- b. Gran parte de la formación bruta de capital fijo (FBCF) se concentra en activos inmobiliarios, residenciales y no residenciales, como consecuencia tanto del crecimiento de la inversión real en los mismos como del mayor aumento de sus precios relativos<sup>1</sup>.
- c. La inversión residencial no ha impedido la acumulación de otros activos (maquinaria, equipos de transporte y otros equipamientos y construcciones) y, por tanto, la mejora de capacidad de prestar servicios productivos del capital, que crece con fuerza.

<sup>1</sup> Mas, Pérez y Uriel (en prensa).



- d. El crecimiento del empleo es rápido (más del 50% en poco más de una década), y se concentra sobre todo en la construcción y las actividades relacionadas con los servicios personales y la hostelería y comercio.
- e. El crecimiento del empleo va acompañado de una mejora del nivel educativo de los trabajadores y los emprendedores, del que el mercado hace una valoración positiva pero que representa un crecimiento del capital humano menor del que reflejan los años de estudio<sup>2</sup>.
- f. Como resultado de todo lo anterior, el patrón de crecimiento español se caracteriza por un aumento más rápido de los factores empleados que del Valor añadido (PIB).
- g. Este patrón de crecimiento, en el que el conjunto de los factores –y en particular el capital– crecen más que el valor añadido, implica que la productividad total de los factores (PTF) presenta variaciones negativas. Este resultado no es frecuente en el mundo<sup>3</sup>, ni se daba en el pasado en España.
- h. Lo habitual es que el crecimiento del producto se apoye tanto en un crecimiento de los factores como en mejoras de productividad. Estas son muy débiles en España en estos años, incluso cuando no se computan las mejoras en la calidad del capital (TIC) y el trabajo (capital humano). Cuando se computa el efecto de las mejoras de la calidad de los factores, la eficiencia conjunta de los factores parece retroceder con fuerza<sup>4</sup>.

Según esta descripción del patrón de crecimiento español, el retroceso de la PTF equivale a una pérdida de eficiencia agregada, lo que parece incompatible con la percepción de muchas empresas, que están seguras de haber mejorado su tecnología y sus procesos, y guiado sus inversiones y actividades productivas por criterios optimizadores. Esta aparente contradicción entre los datos macroeconómicos y las percepciones micro requiere una explicación que puede buscarse en dos direcciones. Ambas tienen en común que una parte del esfuerzo inversor en capital físico y humano no resulta productiva.

En el caso del capital físico ello se debe a que parte de la inversión productiva ha buscado ser rentable por otras vías distintas de la mejora de la productividad. En cuanto a los recursos humanos, conviene explorar qué hay de cierto en la impresión, muy extendida, de que parte de la inversión en capital humano no es adecuadamente aprovechada en la generación de valor añadido, debido a la especialización productiva y también a características del sistema educativo.

---

<sup>2</sup> Serrano (2010).

<sup>3</sup> Jorgenson y Wu (2010).

<sup>4</sup> Pérez y Robledo (2010).

Cuando los factores productivos no se aprovechan, en el denominador de la PTF hay demasiados costes y en el numerador demasiado poco valor. Comprender por qué ha pasado esto es importante para identificar los obstáculos a la salida de la crisis a los que se enfrenta España. Pero antes de analizar ese núcleo de nuestros problemas conviene que recordemos otros cuatro rasgos de la trayectoria económica española, pues representan debilidades a largo plazo y también nos afectan ahora<sup>5</sup>:

- a. El elevado volumen de inversión va acompañado de un creciente endeudamiento de empresas y familias, que se apalancan para financiar tanto el consumo como el fuerte ritmo inversor. Ello implica que el conjunto de la economía eleva sustancialmente su dependencia financiera del exterior.
- b. Las decisiones de endeudamiento son impulsadas por los bajos tipos de interés derivados de la entrada en el euro y las facilidades de crédito de un sector bancario que comparte riesgos y recurre de manera creciente a los mercados de deuda exteriores.
- c. El crecimiento se apoya sobre todo en la demanda interna, y va acompañado de una evolución negativa de la competitividad exterior, produciéndose un fuerte crecimiento del déficit comercial que es debido a la evolución de costes y precios, la especialización productiva y la irrupción de los países emergentes en los mercados mundiales.
- d. El gobierno se beneficia de un rápido crecimiento de los ingresos impositivos, sin que apenas aumente la presión fiscal. Mejora el saldo presupuestario y se logra una reducción sustancial de la ratio deuda pública/PIB.

## 2.2. Factores estructurales clave

En el desarrollo de una fase de crecimiento con las características señaladas influyen de manera relevante algunos factores estructurales, relacionados con el mercado de trabajo español y con los cambios derivados de la entrada en el euro.

En el mercado de trabajo, el periodo anterior al ciclo expansivo que estamos analizando se caracteriza por el elevado desempleo y se cierra con una reforma laboral (1994) que consagra un mercado de trabajo dual a partir de 1995: los trabajadores que ya estaban contratados fijos conservan sus derechos pero se acepta un contrato temporal para los nuevos ocupados que es masivamente utilizado<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> Banco de España (VVAA) y Malo de Molina (2010).

<sup>6</sup> Dolado, García Serrano y Jimeno (2002) y Toharia (2005).



La elevada tasa de desempleo de los primeros años de la década de los noventa era resultado, en parte, del fuerte crecimiento de las tasas de actividad que acompañan a las mejoras educativas de la población más joven y a la incorporación de la mujer a la actividad laboral. Esta última circunstancia mujer impulsó un potente mercado de trabajo doméstico y de cuidados personales (niños y ancianos), con demandas limitadas de cualificación.

Cuando la economía comienza a crecer se produce una intensa llegada de inmigrantes, impulsada por el empleo en la construcción, la hostelería y el servicio doméstico y que apenas entró en conflicto durante muchos años con la oferta doméstica. Los nacionales aspiraban a otros puestos de trabajo y partían de salarios de reserva elevados, debido a las coberturas sociales consolidadas en la década de los ochenta y a los apoyos ofrecidos por las familias a través del retraso en la edad de emancipación<sup>7</sup>.

En cuanto a la entrada en el euro, también tuvo implicaciones de primera magnitud: inauguró una fase de bajos tipo de interés y facilidades de liquidez desconocidas para los agentes económicos, en particular para las entidades de crédito; y acabó con la capacidad de influir de España sobre el ciclo de la política monetaria y de tipo de cambio, excepto si las circunstancias específicas de la economía española coincidieran con las del área euro, cosa que no sucedió.

### 2.3. Implicaciones relevantes para la crisis

Los rasgos del patrón de crecimiento español que deben ser subrayados por sus implicaciones sobre el impacto de la crisis y su curso posterior son seis:

1. El desarrollo de una burbuja, de grandes dimensiones –basada en el aumento de los precios del suelo y el resto de activos inmobiliarios y actuando sobre un sector de construcción con un peso muy grande en la producción y el empleo–, que representaba una alta concentración de riesgo, cada vez más elevado conforme se alargaba el *boom*.
2. La evolución negativa de la PTF, equivalente a un uso de recursos ineficiente de los recursos, que indicaba la existencia de excesos de capacidad en el capital instalado y, también, en la parte del trabajo fija.
3. La concentración de una parte importante del empleo creado en actividades de bajo contenido tecnológico, muy cíclicas y con abundante trabajo precario, que apuntaba riesgos potenciales de destrucción de empleo súbita y con efectos sistémicos.

<sup>7</sup> Pérez y Serrano (2008).

4. El elevado endeudamiento de empresas y familias –resultado de una oleada de optimismo sobre el valor de los activos y la capacidad de cumplir los compromisos financieros adquiridos–, que era compartida por los bancos y acentuaba los riesgos asumidos por el conjunto de la economía.
5. El recurso intenso del sector bancario a la financiación basada en instrumentos financieros distintos de los depósitos, y colocados de manera creciente en el exterior, en condiciones que reflejaban una confianza excesiva en la eficiencia de los mercados y una infravaloración del riesgo.
6. La elevada dependencia de los ingresos públicos de una expansión económica no sostenible, que avanzó acompañada de nuevos compromisos de gasto y de una infravaloración del déficit estructural.

### 3. La burbuja inmobiliaria como núcleo de los desequilibrios

El desarrollo de la burbuja inmobiliaria se sitúa en el centro de la mayor parte de los desequilibrios y riesgos que acompañan a nuestro patrón de crecimiento y se acaban de enumerar, en particular, los referidos a la evolución de la productividad y del elevado endeudamiento. Dado que las implicaciones de los desequilibrios sobre la intensidad y la duración de la crisis afecta a España son también decisivas, conviene explicar estas conexiones.

370

Tras la recesión de principio de los noventa, la caída de los tipos de interés y el desarrollo de los mercados de servicios personales reforzaron sustancialmente la demanda agregada. Las características de la estructura productiva existente influyeron en la respuesta dada a esos estímulos: en un país con un sector de la construcción potente –impulsado primero al calor del desplazamiento del campo a la ciudad y luego por el desarrollo turístico y las obras públicas–, y con muchas empresas y empresarios conocedores de esas actividades, la caída de tipos, la abundancia de crédito, y el crecimiento del empleo y de la población, empujaron la demanda de activos inmobiliarios hasta llegar a hinchar una burbuja que alimentó el crecimiento durante toda una década.

El primer reflejo de ello es el enorme peso de las inversiones inmobiliarias (residenciales y no residenciales) en la FBCF, comparado con el de otros países. El segundo, el fuerte crecimiento de los precios de los activos inmobiliarios –del suelo, sobre todo, que crece en promedio a una tasa superior al 25% durante diez años<sup>8</sup>, que supera ampliamente en aumento del IPC y genera una burbuja de grandes dimensiones a lo largo de toda una década, de la que se derivan expectativas de ganancias por revalorización para las inversiones en esos activos que tienen potenciales consecuencias desestabilizadoras cuando desaparecen.

<sup>8</sup> Uriel *et al.* (2009).



En esos mismos años otras economías desarrolladas crecían basándose en un patrón muy diferente: con especializaciones productivas más intensivas en conocimiento y apoyadas en mejoras de productividad. Pero nuestras circunstancias –tanto por los incentivos que orientaban la inversión hacia la construcción, como por nuestra experiencia laboral y empresarial– nos hacían más capaces de aprovechar unas oportunidades que otras y nos desviaron hacia el camino que conocemos.

En suma, el patrón de crecimiento que tuvo lugar se desarrolló porque disponíamos de todos los recursos necesarios para él (experiencia empresarial en ciertas actividades, mano de obra abundante, un mercado de trabajo con una parte muy flexible, y financiación amplia y barata) y porque contó con el estímulo de una demanda estructural de viviendas importante, reforzada por la retroalimentación que proporcionaban los bajos tipos de interés y las expectativas de revalorización de viviendas, locales y suelo. Además, el *boom* inmobiliario no era frenado por nadie: ni por la política monetaria, diseñada para el conjunto del área euro, y cuya trayectoria de crecimiento era diferente; ni por las medidas del supervisor bancario, insuficientes para tener efectos anticíclicos en un periodo en el que la confianza en la eficiencia de los mercados provocó una expansión del crédito excesiva, derivada de una infravaloración generalizada del riesgo; ni por las políticas fiscales de los distintos niveles de gobierno, que se beneficiaban de la financiación que les ofrecía para sus gastos los fuertes incrementos de los ingresos fiscales derivados del *boom*, sin advertir los riesgos para la sostenibilidad del gasto público que se iban acumulando.

Las alzas de precios inmobiliarios (residenciales, no residenciales, suelo) generaron expectativas de ganancias de capital durante toda una década (1997-2007) que hicieron negativo el *coste de uso del capital* de unos activos que representan la mayor parte de la inversión. Es importante advertir que, con costes de uso negativos, las inversiones –tanto residenciales como no residenciales– son rentables aunque no sean productivas. Así pues, no es irracional llevarlas a cabo aunque no mejoren la productividad, puesto que pueden ser rentables gracias a la revalorización de los activos. De hecho, si se pone en relación el peso de la inversión en construcción en los distintos sectores con la PTF, se comprueba que la evolución de esta variable fue más negativa en aquellos sectores en los que, por las características de sus inversiones, se podía apostar más a invertir para especular con activos inmobiliarios<sup>9</sup>.

El resultado de los impulsos de la burbuja inmobiliaria fue un crecimiento muy rápido de las viviendas construidas –muy superior al de la población– y de las construcciones no residenciales –muy superior al de la producción–. Aunque es un viejo tema de debate si el progreso tecnológico ahorra más el uso de un factor que otro, o se mantiene neutral en este sentido, parece poco razonable que lo que se intensifique sea el uso de los capitales inmobiliarios. Si el *stock* de capital inmobiliario hubiera mantenido una relación capital/producto constante, las necesidades de capital adicional derivadas del crecimiento del producto hubieran sido mucho menores que las observadas, con el consiguiente impacto positivo sobre la PTF.

<sup>9</sup> Pérez y Robledo (2010).

Las implicaciones de este comportamiento especulativo de los inversores, racional pero improductivo, son varias y todas relevantes para explicar el devenir de la crisis posterior:

1. Durante el *boom* se acelera el crecimiento del empleo en el sector de la construcción, pero su elevado volumen resulta condicionado a la duración de un ciclo expansivo que no es sostenible. En consecuencia, al llegar la crisis, la caída del empleo en el sector de la construcción e inmobiliario es brusca y la destrucción de empleo se concentra en los trabajadores menos cualificados y con empleos temporales.
2. Se acumula exceso de capacidad en el capital residencial, en la medida que el ritmo de crecimiento del *stock* de viviendas supera a la demanda asociada a factores estructurales y pasa a estar impulsada por la especulación. Ese exceso de capacidad se refleja en la acumulación de un *stock* creciente de viviendas no utilizadas e invendidas que, cuando llega la crisis, representan un exceso de oferta que lastra la recuperación de la construcción residencial durante varios años.
3. Se acumula exceso de capacidad en el capital productivo (en buena parte formado también por activos inmobiliarios, en cualquier economía), porque no resulta posible poner en actividad tantos locales comerciales, oficinas y naves como se construyen.

La burbuja inmobiliaria se prolongó durante toda una década (1997-2007), y fue tan duradera porque sus riesgos no fueron reconocidos adecuadamente, en un ambiente marcado por un optimismo contagioso y una confianza ciega en la capacidad de autorregularse de los mercados. Entre las circunstancias que impulsan y alargan el *boom* se encontraban: los bajos tipos de interés y una política monetaria que prestaba una atención limitada a las alzas de precios de los activos; la abundancia de financiación internacional y una infravaloración generalizada del riesgo –tanto por los mercados como por parte de las entidades bancarias españolas, responsables directas de la canalización de recursos a la financiación de la burbuja inmobiliaria– que permitió un crecimiento vertiginoso del crédito a empresas y familias, las cuales duplican su nivel de endeudamiento respecto a su renta en apenas una década; y una política fiscal demasiado laxa, que infravaloraba el déficit estructural al no estimar adecuadamente la dependencia de los ingresos fiscales de la fase expansiva y de la capacidad recaudatoria asociada a las actividades inmobiliarias.

En suma, ni los responsables de las políticas monetaria, financiera o fiscal (en el sector público), ni la prudencia frente al riesgo (en el sector privado) fueron capaces de frenar una trayectoria que ofrecía resultados positivos en términos de empleo y renta, y se presentaba como un éxito. Pese a algunas advertencias de que el patrón de crecimiento se apoyaba sobre importantes desequilibrios, que amenazaban su sostenibilidad, muchos agentes prefirieron seguir apostando por la inversión inmobiliaria, en un ejemplo más de que el *homo economicus* prefiere estar equivocado, con todos, que discrepar pero sentirse sólo.





## 4. La crisis: impacto, respuestas y salidas

En 2007, el fin de la expectativa de revalorización de activos frenó la inversión inmobiliaria y devolvió a valores positivos el coste de uso del capital. La rentabilidad de los proyectos volvió a depender de las mejoras de productividad y aquellos proyectos desarrollados de espaldas a esta variable hubieron de cuestionarse su viabilidad.

### 4.1. El impacto de la crisis

La llegada de la crisis financiera internacional impacta sobre la economía española en un momento en el que los síntomas de agotamiento del ciclo inmobiliario comenzaban a ser evidentes (caída del número de viviendas iniciadas, menor ritmo de creación de empleo). Pero todavía se aspiraba a controlar el aterrizaje de manera suave, es decir, a evitar desplomes generalizados de las expectativas sobre los valores de los activos, que generasen graves efectos riqueza negativos y arrastraran a la economía a un escenario de pesimismo que se autoalimenta.

La subida de tipos de interés de la primera parte de 2008 –inducida por las alzas de precios de las materias primas, en particular del petróleo– complicó la escena, y comenzaron a emerger las consecuencias del elevado endeudamiento de algunos agentes, en particular de los más arriesgados, que necesitaban expectativas alcistas de los precios inmobiliarios para poder cumplir con sus compromisos financieros. Aparecieron los primeros despidos, los cierres de empresas y los concursos de acreedores. Entonces el horizonte se oscureció súbitamente y los deseos de aterrizar suavemente se tambalearon: el cambió de patrón de crecimiento se hizo, al mismo tiempo, más necesario y mucho más difícil, porque la demanda agregada iniciaba una fase de retroceso que no estimularía los nuevos proyectos.

A partir del otoño de 2008 la intensa de la conmoción financiera cambió el escenario drásticamente, desarrollándose a lo largo de 2009 un panorama caracterizado por los siguientes rasgos:

1. Los bancos y cajas de ahorro se enfrentaron a un serio problema de financiación, como consecuencia de sus necesidades de liquidez a corto y medio plazo y la sequía de los mercados financieros internacionales.
2. Creció el desempleo y se produjo una intensa destrucción de empleo (concentrado en un 50% en el sector de la construcción), colocándose un número creciente de familias en dificultades. En un clima de pesimismo generalizado, el consumo privado se contrajo con intensidad y la inversión lo hizo todavía más.

3. El frenazo al crédito, derivado de la situación de las entidades bancarias, colocó en dificultades a muchas empresas no financieras que necesitaban los préstamos para el desarrollo normal de su actividad y para paliar los mayores problemas de financiación que se derivaban de la recesión.
4. Los mercados inmobiliarios también se detuvieron y los problemas de financiación de las empresas de la construcción e inmobiliarias se acentuaron: aumentaron los concursos de acreedores, la morosidad bancaria, las daciones en pago de deuda, y las dificultades de las entidades de crédito.
5. Se produjeron bruscas contracciones de los ingresos públicos y la presión fiscal. Los estabilizadores automáticos y las políticas expansivas de gasto público discrecional contribuyeron a frenar la caída de la demanda, pero provocaron un rápido deterioro del déficit presupuestario y un fuerte crecimiento del endeudamiento público.

Desde ese momento la economía española se encuentra sumida en una grave recesión, como corresponde a la superposición de crisis financiera, crediticia, de empleo y fiscal. Pero en el origen de la misma se encuentra tanto la caída de la demanda como el exceso de capacidad productiva acumulado durante la expansión, y que resulta más difícil de asimilar cuanto más rígidos a la baja son los precios de los factores de producción que permanecen subutilizados.

## 4.2. Políticas a corto plazo

En España, las respuestas a corto plazo a la crisis a corto han sido similares a las del resto de economías desarrolladas y han estado razonablemente coordinadas con aquellas en el seno de la UE y el G-20. En síntesis, han sido políticas de demanda de inspiración keynesiana, tanto monetarias como fiscales.

La política monetaria expansiva se ha basado en la inyección masiva de base monetaria para evitar la caída de la oferta monetaria en un momento de reducción del multiplicador y colapso de la liquidez en los mercados financieros. La caída del multiplicador monetario fue evitada, en lo que se refiere a la retirada de depósitos, mediante una sustancial elevación de la cantidad garantizada por el Fondo de Garantía. Pero las entidades han elevado sus reservas para prevenir problemas futuros de liquidez y redirigido el crédito hacia el sector público, como consecuencia de la elevación del riesgo estimado en el sector privado, lo que ha planteado problemas de financiación a las empresas, apremiadas por sus mayores necesidades de tesorería y su elevado apalancamiento. El resultado ha sido que la base monetaria ha ganado peso en la oferta monetaria y, aunque ésta por fortuna no se ha contraído, el canal del crédito sí que se ha visto afectado.



En cuanto a la expansión fiscal, durante 2009 las medidas de tipo keynesiano adoptadas estuvieron orientadas a compensar la caída del gasto privado y del multiplicador del consumo, generándose déficit y confiando en las facilidades que ofrecían los bajos tipos de interés y los reducidos niveles de deuda pública de partida. Sin embargo, la expansión fiscal ha encontrado su techo muy rápidamente, a principios de 2010, antes de que la demanda privada recupere el pulso y existan señales claras de recuperación.

El rápido crecimiento del déficit y las perspectivas de un estancamiento duradero de los ingresos fiscales han enfrentado al gobierno con problemas de financiación en los mercados (sobre todo por la elevación de la prima de riesgo y, en algunos momentos, incluso en forma de dificultades de colocación) y le han obligado a aceptar un cambio de rumbo de su política. El gobierno ha rectificado la estrategia fiscal definida en el presupuesto para 2010 apenas comenzado el año, asumiendo mayores ajustes pese al riesgo evidente que ello puede representar para la salida de la recesión, más tardía e incierta en el caso español. Lo ha hecho para evitar el problema que representa el incremento del coste de la deuda derivado de una mayor prima de riesgo, debido a que los mercados financieros, orientados por las agencias de calificación, consideran mayores los riesgos de la expansión fiscal que los asociados a un ajuste más duro. También la Unión Europea ha exigido mayores compromisos de consolidación fiscal en un momento que coincide con la salida de la recesión de algunos países, pero no de España. Este cambio de dirección de la política fiscal ha sido percibido por la sociedad como un giro en el reparto de los costes de la crisis al ir acompañado de reducciones salariales, congelación de pensiones y subidas de impuestos.

### 4.3. Un problema central: valorar y repartir los costes de la crisis

375

Las caídas en los valores de los activos –reales y financieros– que la crisis ha producido han sido de enorme magnitud y afectado a la riqueza y los balances de muchos agentes: las empresas financieras y las no financieras, las familias y el sector público. Además de estos efectos riqueza negativos confirmados hay otros esperados, y nos sentimos más pobres como consecuencia de las expectativas negativas existentes sobre la capacidad de generar rentas futuras en un periodo de lento crecimiento.

Ambos efectos riqueza atenazan las decisiones de gasto y plantean uno de los problemas más delicados al que nos enfrentamos: asumir y distribuir los costes de la crisis, reconociendo pérdidas en los derechos que los agentes económicos creían tener. Ahora descubrimos que, si la economía se desajusta gravemente, no tenemos las garantías que imaginábamos acerca de nuestras inversiones reales o financieras, nuestros trabajos o nuestras pensiones, pues todas ellas dependen de la capacidad de la economía de seguir generando mejoras de renta.

Se trata de un asunto particularmente difícil, por dos razones. En primer lugar, porque esas pérdidas de riqueza hoy pueden significar destrucción de capacidad productiva mañana y pasado mañana. Pero, además, porque la guía que ofrecen los mercados en la tarea de evaluar las pérdidas no es segura cuando el problema es general, como ahora sucede. Esta circunstancia complica la salida de la crisis.

Dejar en manos de los mercados el ajuste de cuentas a la baja derivados de los errores acumulados puede ser un buen criterio cuando se trata de un problema particular, pero es muy peligroso cuando es sistémico y se deriva de la entrada de la economía en una grave recesión. En ese caso, del ajuste que realizan los mercados se puede derivar una espiral deflacionaria en los precios de los activos como consecuencia de la marcada preferencia por la liquidez actual: el dinero es un depósito de valor y, en circunstancias como éstas, la demanda de dinero aumenta sin límites y la de activos se contrae de la misma manera. En el extremo de esa posibilidad, el valor de los activos tiende a cero mientras no aparezca en el horizonte una expectativa más favorable, y la economía se desintegra. En este sentido, las soluciones basadas en las hipótesis de racionalidad de las expectativas y mercados financieros eficientes son muy arriesgadas, hasta el punto de que podrían no ser soluciones. Así parecen haberlas valorado durante este último año las autoridades monetarias y fiscales, empeñadas en generar un freno a la caída de la demanda efectiva de bienes y activos, pero no está claro que lo hayan conseguido.

La alternativa es recurrir a convenciones sobre el valor de los activos, reales o financieros. La elección de esas convenciones también plantea múltiples interrogantes y el acierto de las instituciones (jurídicas, gubernamentales, monetarias) es clave para que representen una solución. Además de tener implicaciones sobre el éxito y la rapidez de la recuperación, las decisiones de las instituciones no suelen ser pacíficas porque las opciones que eligen tienen consecuencias diferentes sobre los intereses de los agentes implicados y la distribución de los costes de la crisis entre los mismos.

El ejemplo más conocido de estas decisiones institucionales es la valoración de activos bancarios basándose en determinadas convenciones contables y en la opinión del supervisor: los criterios son clave para el cómputo de la morosidad y la valoración de la insolvencia de los bancos y de sus clientes. Pero en la actualidad no son esos derechos los únicos sometidos a discusión: las empresas renegocian deudas y discuten el valor de sus activos y derechos frente a terceros; y los trabajadores también –a mantener el salario o a cobrar paro durante un plazo determinado, a recibir las indemnizaciones por despido o las pensiones bajo determinadas condiciones– por ser considerados compromisos financieramente inviables para las empresas o por unas administraciones públicas que se enfrentan a una fuerte caída de sus ingresos fiscales; la caída de estos últimos también puede interpretarse como que los derechos recaudatorios están igualmente puestos en cuarentena.



#### 4.4. El horizonte de la recuperación

En España la fuerte contracción de 2009 fue mucho más intensa en el empleo que en el PIB, como consecuencia del tipo de sectores en los que se centró el ajuste (construcción e industria) y del dualismo del mercado de trabajo, que facilitó el despido de los muchos trabajadores temporales. La productividad del trabajo se recuperó aquí más y los costes laborales unitarios, tradicionalmente más expansivos que en otros países, avanzaron menos que entre nuestros competidores europeos. En cambio, la PTF siguió presentando tasas de crecimiento negativas porque, pese al retroceso de la inversión desde los altos niveles de años anteriores, el esfuerzo inversor se mantuvo elevado en comparación con la UE y EEUU, en niveles que implicaban crecimientos importantes del *stock* de capital.

Así pues, invertimos menos que antes pero más de lo que requiere cubrir la depreciación, de modo que aumenta la capacidad productiva del capital debido a circunstancias diversas. En primer lugar, al impulso dado a la inversión pública para frenar la caída de la demanda. Como esa inversión no ha tenido una orientación productiva, pesa en el denominador de la productividad pero no contribuye a la mejora del numerador mediante la generación de valor añadido.

El capital privado también crece, debido a dos causas bien diferentes: la primera es la inercia de un porcentaje relevante de la inversión en construcción –residencial, en naves, locales comerciales y oficinas–, que continúa acumulándose para finalizar proyectos ya iniciados cuya interrupción es costosa. Pero permanece crecientemente improductiva a corto plazo debido al bajo nivel de actividad: aguarda en los balances de las empresas o de las entidades financieras a la espera de tiempos mejores, protegida por los bajos ritmos de depreciación de estos activos, de larga vida útil, que hacen menos urgente la rebaja de sus precios. La segunda causa es que, pese a la crisis, en muchos sectores existen inversores que apuestan por desarrollar nuevos proyectos que consideran productivos y rentables a medio plazo.

Con un *stock* de capital mayor y la caída de la producción en 2009, el nivel de utilización del capital instalado se ha reducido 6,3 puntos porcentuales en el conjunto de la economía, con consecuencias negativas para la productividad y las expectativas de inversión. En efecto, no se espera que la formación bruta de capital fijo (FBCF) repunte de inmediato: el consenso de las previsiones para 2010 es que la inversión siga retrocediendo con intensidad, aunque lo haga a un ritmo sustancialmente menor que durante el año pasado.

A principios del año 2010 la economía española permanece en recesión, mientras muchas otras economías ya han vuelto a crecer, algunas con fuerza (EEUU por encima del 3% en el primer trimestre de este año). Las causas de nuestras mayores dificultades son varias y todas ellas afectan a nuestro potencial de crecimiento:

1. Una fuerte acumulación improductiva de capital, que ha generado excesos de capacidad que ahora frenan la inversión.

2. Un excesivo nivel de endeudamiento y que plantea problemas de liquidez e insolvencia, e impulsa el ahorro cuando las empresas necesitan gasto.
3. Un mercado de trabajo dual, que ha facilitado un ajuste rapidísimo de una parte del empleo y mantenido rígidos los salarios de la otra parte.
4. Un elevado déficit estructural, cuya infravaloración en los años del *boom* impulsó bajadas de impuestos y mayores compromisos de gasto, que ahora se muestran insostenibles y obligan a una consolidación fiscal demasiado temprana en un momento en que necesitamos mantener el pulso de la demanda agregada.

#### 4.5. Remover obstáculos: las reformas necesarias

La recuperación de un ritmo de crecimiento suficiente para nuestras necesidades –sobre todo, en lo que se refiere a la absorción del desempleo– pasa por eliminar los cuellos de botella que se presentan en esos cuatro ámbitos, mediante distintas reformas.

Se insiste mucho en la reforma laboral y, sin duda, es necesaria para evitar que perdure la asimetría en el reparto de los costes de ajuste que representa la dualidad del mercado de trabajo y el desincentivo a la mejora de la productividad del trabajo que se deriva de la temporalidad. Pero es dudoso que esa reforma recupere la demanda de trabajo a corto plazo. Incluso para las perspectivas del empleo, la reforma más urgente es la eliminación de las *manos muertas* en los activos inmobiliarios, pues resulta crucial para la mejora del nivel de utilización de la capacidad y de la productividad en España, tanto a corto como a largo plazo.

378

La caída de los precios de los inmuebles podría ser un punto de partida más eficaz para la recuperación: facilitar su compraventa reduciría el endeudamiento de agentes que están demasiado apalancados y, a la vez, tienen exceso de capacidad. El camino a seguir para que ese mercado se mueva ha dado un primer paso de la forma habitual: parte de los activos pasan a manos de las entidades financieras. Falta otro: que éstas los pongan en el mercado a unos precios que permitan que un comprador los adquiera para utilizarlos productivamente. El problema es asimilar los costes que eso representa, y para eso deben servir los recursos aportados para el Fondo de Sanearamiento y Reestructuración del Sector Bancario (FROB), un proceso que se ha retrasado demasiado.

Conviene tener presente que, para la economía, no es lo mismo que se den los dos pasos mencionados que uno sólo: no es lo mismo un cambio de manos que mantiene el recurso improductivo en los balances bancarios que si ponerlo a producir. Es cierto que se requiere reconocer pérdidas en los balances de empresas financieras y no financieras, pero son pérdidas que no pueden ser negadas: se han producido como consecuencia de los errores de valoración acumulados; no reconocerlas no las evita y, además, retrasa la recuperación al mantener los recursos improductivos.



Se necesita que el sistema financiero no sólo pueda ayudar a las empresas a ajustar sus balances sino que no mantenga en el suyo inmuebles inactivos que podrían estar produciendo servicios. El reparto de pérdidas de esa operación de reactivación de los capitales invertidos acumulados y reutilizables es, desde luego, delicado. Pero puede ser socialmente más costoso mantener estancada la economía por no abordar el problema.

Resulta paradójico que los recursos públicos asignados a la solución de este problema hayan permanecido un año sin ser utilizados mientras una de las razones por las que el sector público se encuentra en dificultades es que las expectativas de crecimiento no se despejan, entre otras razones, porque la falta de decisiones en este campo está resultando muy perjudicial para la recuperación.

La recuperación será tanto más probable que comience cuanto más intensa sea la mejora del nivel de la demanda agregada, pero también cuanto más rápida sea la reasignación de recursos para que las características de la oferta se adapten a las demandas más dinámicas y mejore la capacidad de captarlas. Esa transformación de la oferta debería comenzar por reducir las manos muertas en los activos inmobiliarios. Ahora bien, ese aprovechamiento productivo exige un cambio de manos de los activos y enfrentar a los actuales propietarios a la necesidad de reconocer en los balance la caída en el valor de los capitales. No reducir el lastre que representan esos recursos congelados –en forma de capitales instalados y poco utilizados, como consecuencia de la insuficiente flexibilidad a la baja de los precios de los activos, en particular los inmobiliarios– mantiene bajo el nivel de utilización de la capacidad durante más tiempo y aumenta el riesgo de que los excesos de capacidad se alarguen y permanezcan improductivos, en lugar de reutilizarse en nuevas actividades y proyectos viables.

Este análisis tiene un corolario importante: la economía española podría llevar a cabo durante la próxima década una acumulación de capital productivo a un ritmo suficiente para crecer con vigor con un esfuerzo inversor sensiblemente inferior al del último *boom*. En realidad, economías desarrolladas que han crecido con fuerza lo han conseguido con esfuerzos inversores menores, situados alrededor del 20% del PIB, mientras nosotros nos acercábamos al 30%. La mayor parte de ese ajuste habrá de producirse, como es sabido, en el sector de la construcción, cuyo peso en España llegó a doblar al de otras economías, incluidas aquellas que también tuvieron burbujas inmobiliarias pero de menor magnitud, tanto en términos reales como nominales y que en el futuro deberá pesar menos.

Esta posibilidad de reducir el esfuerzo inversor sin afectar al ritmo de crecimiento del capital productivo es una buena noticia, porque significa que tendremos unas necesidades de financiación sustancialmente menores. Ahora bien, eso implica que otro de los sectores más expansivos durante el *boom*, el crédito, deberá redimensionarse a la baja, al menos en lo que se refiere al volumen de crédito a residentes. Y significa también que el repunte de la inversión será menor y no contribuirá de momento a estimular la demanda agregada, que dependerá más del impulso que le proporcionen otros componentes, como el consumo o el sector exterior.

Otra noticia positiva es que, con el fin de la burbuja inmobiliaria, concluyó un periodo en el que los incentivos empujaban en una dirección que no era de la mejorar la productividad: en el caso de los activos inmobiliarios, el aprovechamiento productivo del esfuerzo inversor no era condición necesaria para la rentabilidad del mismo; y en el caso del trabajo, ni el tipo de actividades ni el tipo de contratos requerían apostar por el aprovechamiento del capital humano.

La llegada de la crisis permite realinear la rentabilidad con la productividad, al hacer depender estrechamente a la primera de la segunda. Eso es lo que están haciendo ya las empresas con mayores niveles de productividad y las que crecen a pesar de la crisis, confiando en la viabilidad de sus proyectos y su capacidad de competir. Conviene observar atentamente su especialización y su tamaño, y extraer las lecciones que se derivan de su organización y de los recursos humanos que utilizan. De ese modo se pueden concretar las referencias demasiado genéricas al *nuevo modelo productivo* e identificar dónde se encuentran las verdaderas claves del patrón de crecimiento que necesitamos.

## 5. Síntesis y conclusiones

La economía española está en una grave crisis en la que confluyen dos causas diferentes: una caída de la demanda derivada de la crisis financiera internacional y los excesos de capacidad productiva acumulados durante un largo periodo de crecimiento anterior, en el que la inversión y el empleo aumentaron a un ritmo superior a nuestra capacidad de captar demanda efectiva y generar valor añadido.

La caída de la demanda durante la crisis ha acentuado el exceso de oferta que ya padecíamos antes, y que permanecía disimulado: en el caso del capital por el *boom* inmobiliario y en cuanto al empleo por el *boom* de la ocupación en la construcción y en las actividades domésticas y de servicios personales, antes desempeñadas por las mujeres en régimen de producción doméstica. Esas circunstancias mantuvieron la demanda interna y el empleo elevados, pero existían tres síntomas claros de que no se trataba de una trayectoria sostenible: la evolución de la productividad, del endeudamiento y del déficit exterior.

La productividad no crecía porque una parte de la inversión era especulativa, no productiva. El déficit exterior era elevado por una insuficiente competitividad en los mercados internacionales, y contribuía a limitar la generación de valor añadido. Y el endeudamiento aumentaba porque la insuficiente generación de valor añadido impedía financiar la elevada inversión con el ahorro interno.





La crisis internacional nos ha golpeado tras haber aumentado mucho nuestro *stock* de capital y nuestra población activa, pero por vías que no ofrecían la posibilidad de aprovechar todo ese potencial productivo de manera permanente. Además, una vez han desaparecido los impulsos del *boom*, se ha puesto de manifiesto la debilidad de la estructura financiera con la que la expansión había tenido lugar.

El endeudamiento excesivo acumulado por ese patrón de crecimiento hace más difícil ahora la recuperación de la demanda: muchos agentes –economías domésticas, empresas no financieras y entidades de crédito– están al límite de su capacidad de pago. Y el sector público, que ha salido al rescate del privado en dificultades, se ha encontrado más pronto de lo previsto limitado por los mercados. Estos consideran también arriesgado prestarle, porque sus ingresos fiscales dependen de una economía que puede permanecer postrada durante un largo periodo de tiempo, debido a la dificultad de recuperar el empleo y la inversión.

La primera lección que deberíamos aprender de esta crisis es que unos ritmos de inversión elevados, financiados con fuertes endeudamientos, no son un buen camino para alcanzar cotas de prosperidad sostenibles. Una cosa es invertir mucho y tener capacidad de vender lo que producimos, financiando la inversión con el ahorro generado y otra distinta seguir invirtiendo sin demostrar capacidad de captar demanda y generar renta, recurriendo a financiar la inversión con endeudamiento.

Nuestras caídas de productividad reflejan una limitada capacidad de generar valor añadido –y ahorro– a partir de los recursos reales que empleamos. En esas condiciones no se puede financiar un ritmo de crecimiento del PIB y un crecimiento demográfico tan vigoroso y, como sucede con frecuencia en países menos desarrollados, la continuidad del crecimiento está condicionada por la consecución de financiación del exterior con facilidad y a coste soportable.

Durante bastantes años lo hemos logrado, gracias a las facilidades que nos ofreció la entrada en el euro y el clima de confianza generalizada existente en los mercados financieros. Pero hemos ignorado –las empresas, los bancos y el gobierno, dada su responsabilidad– los riesgos de inestabilidad que acompañaban a ese patrón de crecimiento. Hemos confiado demasiado en la ley de Say, en que el que el crecimiento de la oferta (la capacidad instalada) garantizaba la demanda. Sin embargo, los riesgos de incumplimiento de la misma siempre existen, y de hecho se reflejaban en los tres desequilibrios mencionados: el creciente endeudamiento, el déficit exterior y las caídas de la PTF que –debido a cómo medimos el capital– son el espejo en el que se reflejan los excesos de capacidad acumulados.

La guía para hacer una adecuada lectura de los riesgos de una trayectoria como la española la ofreció Harrod en 1939, al vincular el crecimiento con las fluctuaciones en su interpretación dinámica de la Teoría General de Keynes. El descubrimiento central de Harrod fue que el equilibrio dinámico entre demanda y oferta en una economía de mercado es tan

inestable como desplazarse por el filo de una navaja: a sus lados amenazan la depresión y la inflación. De ahí la importancia de que las políticas macroeconómicas presten mucha atención a estabilizar el ciclo con el fin de sostener el crecimiento a largo plazo. Lo que en España sucedió es que sobrevaloramos nuestros éxitos a corto e infravaloramos el peligro de pasar tras el *boom* por una fase larga de crecimiento lento.

Hoy volvemos a comprobar que, una vez generado el desequilibrio, la discusión sobre su corrección divide a los economistas. Una parte de ellos, en la tradición más clásica, contemplan el largo plazo como algo que no depende del corto y abogan por la flexibilidad de los mercados como el mecanismo que corrija –lo antes posible– la desviación transitoria que representa la recesión. Otro grupo –más keynesiano– considera que no hay garantías de que el ajuste a la baja y la flexibilidad como arma para responder a la caída de la demanda sean la solución, pues puede que afecte al crecimiento a largo. Por ello proponen que la demanda agregada sea gestionada (sostenida) para evitar una prolongada caída de la actividad.

Podríamos decir que entre las autoridades predominó este segundo punto de vista en las primeras respuestas a la crisis, pero los mercados están mostrando últimamente su confianza en la segunda y su notable poder de defenderla e imponerla.

Probablemente, la evidencia ofrece ejemplos para adherirse y para distanciarse de cualquiera de las dos tesis. Pero la lección más general, particularmente relevante para todos, debería ser que la inestabilidad es una amenaza inherente a los procesos de crecimiento porque la combinación de crecimiento y ciclos está en la naturaleza de las economías de mercado. Es así como consecuencia de que el avance tecnológico y en la información no ha eliminado nuestra incertidumbre sobre el futuro. Ignorar este hecho nos ha hecho ser menos prudentes y más vulnerables y puede tener un elevado coste social y privado en las economías actuales, que están sin duda más informadas pero también son mucho más complejas.

## Referencias bibliográficas

- BANCO DE ESPAÑA (varios años): *Informe anual*. Madrid.
- DOLADO, J. J.; GARCÍA, C. y JIMENO, J. (2002): «Drawing lessons from the *boom* of temporary jobs in Spain»; en *The Economic Journal* (112); pp. 270-295.
- JORGENSON, D. W. y VU, K. (2010): «América Latina y la economía mundial»; en COR-EMBERG, A. y PÉREZ GARCÍA, F., eds.: *Fuentes de crecimiento y productividad en Europa y América Latina*. Bilbao, Fundación BBVA; cap. 1.



- MAS, M.; PÉREZ, F. y URIEL, E. (en prensa): «El *stock* y los servicios del capital en España y su distribución territorial (1964-2008)». Bilbao, Fundación BBVA [incluye CD con base de datos].
- MALO DE MOLINA, J. L. (2010): «Los retos de la economía española en la crisis financiera internacional»; en *Revista de Ciencias y Humanidades de la Fundación Ramón Areces* (abril); pp. 45-59.
- PÉREZ, F. y SERRANO, L. (2008): «Los inmigrantes en el mercado de trabajo: la experiencia española reciente»; en *Panorama Social* 8; pp. 32-51.
- PÉREZ, F. y ROBLEDO, J. C. (2010): «Cambios en el patrón de crecimiento de la economía española: 1970-2007»; en COREMBERG, A. y PÉREZ GARCÍA, F., eds.: *Fuentes de crecimiento y productividad en Europa y América Latina*. Bilbao, Fundación BBVA; cap. 8.
- SERRANO, L. «Capital humano y productividad: el caso de España»; en COREMBERG, A. y PÉREZ GARCÍA, F., eds.: *Fuentes de crecimiento y productividad en Europa y América Latina*. Bilbao, Fundación BBVA; cap. 8.
- TOHARIA, L., dir. (2005): *El problema de la temporalidad en España: un diagnóstico*. Madrid, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.
- URIEL, E.; ALBERT, C.; BENAGES, E. y CUCARELLA, V.: *El stock de capital en viviendas en España y su distribución territorial (1990-2007)*. Bilbao, Fundación BBVA.