

Análisis de la economía española del año 1986 al 1996

Analisis of the spanish economy from the year 1986 to 1996

Guillermo de LEÓN LÁZARO
Real Centro Universitario
“Escorial-María Cristina”
San Lorenzo del Escorial

Resumen: Este trabajo pretende dar una panorámica de la economía española en los primeros diez años dentro de la Unión Europea. En primer lugar se analizan las condiciones de partida de la economía española. En segundo lugar se describen los cambios principales llevados a cabo para integrarse debidamente. En tercer lugar se analiza la evolución de los agregados económicos que resaltan en el periodo estudiado, especialmente los referentes a la convergencia, expansión y desequilibrios. Finalmente se describen los elementos principales del proceso de ajuste y las dificultades del crecimiento y de la crisis financiera internacional.

Abstract: East work tries to give the panoramic one of the Spanish economy in the first ten years inside principal changes are described carried out to join due. Thirdly there is analyzed the evolution of the economic attachés who stand out in the studied period, sped ally the modals to the convergence, the European Union. First there are analyzed the conditions of item of tile Spanish economy. Secondly the expansion and in balances. Finally there are described the principal elements of the process of adjustment and the difficulties of the growth and of the financial interactional crisis.

Palabras clave: Economía española, Unión Europea, crisis financiera internacional, convergencia.

Keywords: Spanish Economy, European Union, financial interactional crisis, convergence.

Sumario:

- I. Introducción.**
- II. Los ajustes antes de la entrada en la Unión Europea.**
- III. El cambio de régimen macroeconómico.**
- IV. El comportamiento de la economía española en la Unión Europea.**
 - 4.1. *La fase de expansión: 1999-2007.*
 - 4.2. *Los desequilibrios.*
 - 4.3. *Diferenciales de inflación. Apreciación del tipo de cambio real y la financiación de la economía.*
 - 4.4. *La evolución del sector inmobiliario.*
 - 4.5. *El endeudamiento de familias y empresas.*
- V. Valoración de los desequilibrios: la sustitución intertemporal del consumo.**
- VI. La crisis y el proceso de ajuste de la economía española.**
 - 6.1. *El origen dual de la crisis.*
 - 6.2. *La naturaleza del ajuste de la economía española.*
- VII. Conclusiones.**
- VIII. Bibliografía.**

Recibido: noviembre 2013.

Aceptado: diciembre 2013.

I. INTRODUCCIÓN

La primera década del siglo XXI ocupará probablemente un lugar destacado en la historia de la economía europea. Su inicio coincide con los primeros años de la culminación del proceso de integración económica y monetaria, tras la puesta en marcha de la política monetaria común y de la moneda única en 1999. En sus años finales, se está produciendo una crisis económica internacional de gran alcance e intensidad.

La economía española se encuentra entre las que se han beneficiado en mayor medida de la pertenencia a la Unión Económica y Monetaria (UEM), pero el largo ciclo expansivo en el que se han materializado los beneficios obtenidos ha desembocado en un proceso de ajuste, en circunstancias marcadamente adversas. Desde mediados de los años noventa y hasta 2007, la economía española se desarrolló dentro de una fase de crecimiento económico sostenido, en la que la convergencia real con los países más desarrollados de la UEM avanzó de forma notoria [el PIB Per cápita con respecto a la media de la UEM se incrementó en más de 15 puntos porcentuales (pp.), desde el 79% al 95%) y en la que la población activa y el empleo crecieron, entre 1996 y 2007, en casi 6 millones (un 35%, aproximadamente) y en más de 7.5 millones de personas (casi un 60%), respectivamente.

No obstante, en el período 1999 -2007 se acumularon desequilibrios significativos que, finalmente, desembocaron en un inevitable proceso de ajuste. En primer lugar, los bajos tipos de interés y las favorables condiciones financieras indujeron un fuerte crecimiento del crédito y del endeudamiento de familias y empresas. En segundo lugar, la continua presión de la demanda excedió la capacidad de respuesta del aparato productivo, a pesar de las importantes transformaciones estructurales operadas y de la notable expansión del factor trabajo, generando un diferencial de inflación positivo con el resto del área del euro que se tradujo en una fuerte apreciación del tipo de cambio real, una erosión de la competitividad -precio y un fuerte aumento del endeudamiento exterior. Finalmente, la disponibilidad de crédito y la presión demográfica cimentaron un pronunciado *boom* inmobiliario, con elevados crecimientos del precio de la vivienda y una excesiva concentración de recursos productivos en el sector de la construcción.

Estos desequilibrios fueron socavando las bases de la expansión y provocaron una desaceleración de la actividad económica, que se inició de manera gradual, pero que, posteriormente, se agudizó con el estallido de las crisis financieras internacionales de 2007 -2008.

Como resultado, el ajuste se hizo mucho más severo, ya que la crisis golpeó de lleno en una de las partes más vulnerables de nuestra economía: la continua y creciente apelación a la financiación internacional, que llegó a alcanzar el 10% del PIB. Así, la economía pasó, en un plazo breve de tiempo, de registrar tasas de crecimiento elevadas a entrar en una dinámica de contracción, con retrocesos de la actividad y destrucción de puestos de trabajo en los últimos trimestres de 2008.

La valoración de los efectos de la UEM sobre el comportamiento de la economía española durante la última década, desde la perspectiva tanto de los factores que han sostenido la expansión como de los que han desencadenado el ajuste, es un ejercicio que, por numerosas razones, resulta complejo. En primer lugar, la entrada en funcionamiento de la UEM coincidió temporalmente con cambios estructurales importantes en la economía internacional.

En este trabajo se analiza la experiencia de la economía española en la primera década de funcionamiento de la UEM, siguiendo el siguiente esquema: en el apartado 2 se delimitan las condiciones de partida de la economía española, desde el momento en que solo existía un compromiso para acceder a la Unión Monetaria como socio fundador. En el apartado 3 se describen las principales transformaciones llevadas a cabo) para conseguir este objetivo y se enumeran las ventajas de pertenecer a la zona del euro, frente a la posibilidad de haber permanecido al margen. En el apartado 4 se describe la evolución de las variables económicas que mejor documentan los principales acontecimientos de la última década, prestando especial atención tanto a los factores que han sostenido la expansión y el avance en la convergencia como a los desequilibrios que fueron determinantes en el inicio del ajuste. En el apartado 5 se trata de valorar el alcance de dichos desequilibrios mediante un modelo intemporal del consumo que se ha utilizado con frecuencia para abordar cuestiones de macroeconomía internacional y que, como principal novedad, incorpora explícitamente el comportamiento del sector Inmobiliario. A continuación, en el apartado 6 se analizan los orígenes de la reciente recesión, en los que se combinan los factores de ajuste interno con los efectos de la crisis internacional, y se describen los elementos fundamentales del proceso de ajuste hacia una nueva senda de crecimiento económico sostenido. Finalmente, el apartado 7 resume las principales conclusiones de este ejercicio del comportamiento de la economía española durante los diez primeros años de pertenencia a la UE.

II. EL PUNTO DE PARTIDA: LOS AJUSTES ANTES DE LA ENTRADA EN LA UEM

La entrada en la UEM supuso la culminación de un largo esfuerzo por alcanzar un régimen de estabilidad macroeconómica en España, mediante un conjunto de transformaciones que configuraron, con sus luces y con sus sombras, el punto de partida de la larga expansión posterior ajuste de la economía española dentro de la UEM.

A principios de los noventa, los desequilibrios acumulados por la intensa -pero descompensada - expansión de la segunda mitad de la década anterior condujeron a una gran crisis macroeconómica y a una brusca y profunda recesión, que obligaron a replantear toda la estrategia de convergencia. Las dificultades a las que se enfrentaban la mayor parte de los países europeos y el recrudecimiento de las divergencias macroeconómicas llevaron a un retraso en el calendario de la integración monetaria, que terminó proporcionando el tiempo suficiente para que la economía española pudiera enderezar su trayectoria.

La reconducción de la economía española se basó en mantener el anclaje de la orientación de la política monetaria en torno al objetivo de acceder a la Unión Monetaria lo más pronto posible, idealmente desde su fundación. Dicha opción implicaba desarrollar en paralelo transformaciones estructurales que la economía demandaba, cuya necesidad se había evidenciado particularmente durante la aguda crisis de principios de los noventa, con la instrumentación de una estrategia de estabilidad macroeconómica suficientemente ambiciosa que partiese de bases realistas. Al adoptar esta orientación, se optó por priorizar la estabilidad macroeconómica que la UEM podía suministrar y, por otra parte, se esperaba que el cambio de régimen macroeconómico permitiera introducir algunos incentivos en favor de las reformas estructurales necesarias para dotar a la economía española de la flexibilidad que la participación en una unión monetaria requiere.

Los ajustes de empleo inducidos por la intensa recesión de los años noventa facilitaron considerables ganancias de productividad, que permitieron una recomposición de los márgenes empresariales y de los niveles de rentabilidad. Por una parte, dieron lugar a un importante rejuvenecimiento y aumento del nivel educativo y de la cualificación profesional de unas personas que, en muchos casos, no habían sido capaces de adaptarse a los cambios tecnológicos que habían empezado a introducirse en el aparato productivo. A la vez, los elevados costes financieros inducidos por la política monetaria de estabilización, que requirió altos tipos de interés, promovieron una reducción del exceso de financiación ajena, lo que permitió alcanzar unas situaciones patrimoniales muy sólidas.

El ajuste fue particularmente costoso en términos de aumento del desempleo, que llegó a aproximarse al 25% de la población activa, pero colocó al tejido empresarial en una situación saneada y competitiva. La recesión resultó relativamente corta y el inicio de la recuperación, asentada en las políticas macroeconómicas establecidas y en las reformas estructurales que se empezaban a implantar facilitó la reanimación de la creación de empleo. Por otra parte, la experiencia del rápido aumento del desempleo que desencadenó el ajuste recesivo de la economía indujo un cambio de actitud en los agentes sociales, que apuntaba hacia una mayor comprensión de la necesidad de reformas estructurales en el funcionamiento de muchos mercados e instituciones, particularmente en el mercado de trabajo, y hacia una mayor sensibilidad frente a los efectos de las subidas salariales sobre el comportamiento del empleo y de la inflación.

La relativamente corta duración de la fase contractiva que precedió al inicio de la expansión tuvo mucho que ver con el papel desempeñado por el ajuste del tipo de cambio. Las inevitables devaluaciones de la peseta se produjeron entonces como consecuencia de la sanción de los mercados a unas políticas económicas y a unas prácticas de formación de precios y salarios que no eran coherentes con la estabilidad cambiaria. Cuando los mercados fueron conscientes de la insostenibilidad de las pérdidas de competitividad acumuladas y del nivel de déficit exterior que era necesario financiar, las presiones especulativas hicieron imposible mantener los compromisos cambiarios. Cuando ello ocurrió, fue inevitable aceptar incluso una cierta sobrevaloración, que finalmente habría de conducir a la entrada en la UEM con un tipo de conversión relativamente favorable. El ajuste cambiario actuó entonces como un mecanismo rápido y eficaz para absorber los desequilibrios acumulados y sirvió para activar la salida de la fase recesiva mediante el patrón tradicional de recuperación de la demanda exterior neta y de los excedentes empresariales que precede a una reactivación posterior de la inversión productiva y del consumo de las familias. El nivel de tipo de cambio que se alcanzó tras las devaluaciones sucesivas administró un margen de maniobra importante, no solo para asentar el dinamismo de la actividad en el sector más expuesto a la competencia, sino también para absorber posteriormente cierta erosión adicional en el comportamiento de los precios relativos. Todo ello prestó finalmente una contribución positiva a la configuración de un punto de partida favorable para el éxito de la integración monetaria. Sin embargo, no debe olvidarse que estos resultados tan positivos de la depreciación cambiaria fueron posibles porque, a diferencia de lo que había sido la pauta de conducta dominante en el pasado, según la cual los agentes reaccionaban inmediatamente para protegerse frente a las pérdidas de poder adquisitivo, persistiendo durante muy poco tiempo las ganancias de competitividad, el carácter marcadamente estabilizador de la política de convergencia y los objetivos de inflación de la política monetaria permitieron evitar la rápida dilución del

efecto del ajuste de la paridad. Es este un tema de gran trascendencia, puesto que la integración en la Unión Monetaria iba a suponer la renuncia de la utilización de este instrumento en los eventuales procesos de ajuste futuros. De hecho, la complejidad del severo proceso de ajuste en el que se encuentra la economía española deriva no solo de las adversas condiciones financieras internacionales y del contexto recesivo global en el que se está produciendo, sino también de la dificultad y de la incertidumbre propias de la corrección de los desequilibrios acumulados sin el concurso del manejo de una política monetaria autónoma y sin la posibilidad de recurrir al ajuste de los precios relativos mediante el realineamiento cambiario.

Aunque, por otra parte, las graves dificultades que recientemente han experimentado algunas economías con flexibilidad cambiaria y escasa tradición de estabilidad macroeconómica han vuelto a poner de manifiesto la importante barrera que proporciona la pertenencia al euro frente a perturbaciones bruscas de carácter financiero.

III. EL CAMBIO DE RÉGIMEN MACROECONÓMICO

Desde este punto de partida, y antes de abordar la trayectoria de la economía española en la UEM, cabe preguntarse cuál fue el alcance de las transformaciones que supuso dicha entrada en el funcionamiento macroeconómico. Probablemente, la consecuencia de mayor alcance de la entrada en la UEM es el cambio en la forma en que se manifiestan los desequilibrios y sus procesos de ajuste. Frente a la importancia de la restricción financiera externa, propia de países con soberanía monetaria, dentro de la UEM las tensiones tienden a acumularse prioritariamente en términos de pérdida de competitividad y exceso de endeudamiento. Y, en el terreno del ajuste, la imposibilidad de modificar la relación cambiaria desplaza la capacidad de respuesta frente al debilitamiento de la demanda y a la reducción de los niveles de endeudamiento hacia la flexibilidad en el funcionamiento de los mercados y en la formación de costes y precios. Si la formación de salarios y precios no se ha hecho más flexible, el ajuste ante perturbaciones agregadas recaerá sobre las cantidades reales, con lo que el proceso será más lento y, sobre todo mucho más costoso, dado el efecto negativo que esto puede tener sobre el capital humano.

El cumplimiento de los criterios de convergencia y la participación en el euro desde su fundación supusieron la consecución de un régimen de estabilidad macroeconómica que difícilmente habría sido alcanzable desde fuera, como demostraba la accidentada trayectoria de los intentos anteriores de estabilización. En el terreno de la inflación se consiguió una reducción sustancial de la

misma, a pesar de que, como luego se verá, la convergencia con la pauta de estabilidad de precios no ha llegado a ser completa. De acuerdo con todos los estudios disponibles, la economía española, antes de la entrada en la UEM, presentaba unos ratios de sacrificio comparativamente elevados, por lo que la reducción de la inflación comportaba considerables pérdidas de *output* y de aumento del paro, que tenían, además, un importante componente permanente, dado que se detectaba una presencia notable de histéresis en el comportamiento del mercado de trabajo español.

Sin embargo, esos mismos estudios asociaban unos beneficios considerables a la reducción de la inflación, claramente superiores a los costes de la misma. A corto plazo, como consecuencia de su interacción con un sistema fiscal que no estaba indiciado y de la existencia de un aparato legal en el que todos los límites estaban fijados en términos nominales. A largo plazo porque la creación de un entorno de confianza favorable a la rentabilidad de la inversión permite elevar el nivel potencial de renta per cápita.

Un componente fundamental del régimen de estabilidad macroeconómica fue la consolidación fiscal, que era uno de los requisitos establecidos en el Tratado de Maastricht y que permitió que España pasara de registrar déficits superiores al 7% a principios de los años noventa, a una situación de superávit basada en un amplio consenso social sobre la necesidad de que el presupuesto público estuviera equilibrado a lo largo del ciclo económico.

Esta mejora en la posición fiscal permitió acotar drásticamente los posibles efectos de desplazamiento del sector público sobre el sector privado y las primas de riesgo asociadas a la falta de disciplina fiscal, con los consiguientes beneficios para el desempeño macroeconómico y la propia dinámica de las finanzas públicas. Paralelamente, la sustancial reducción de las divergencias nominales con los principales socios comerciales y la eliminación del componente especulativo del tipo de cambio aminoraron los costes del comercio de las empresas, aumentando su rentabilidad, y redujeron los costes del turismo para los individuos. La eliminación de los riesgos de depreciación cambiaria no solo fue decisivo para la reducción de las primas de riesgo asociadas a los peligros de inestabilidad macroeconómica, sino que también indujo un recorte del coste relativo del comercio con el área del euro y contribuyó a estrechar las relaciones comerciales con esta área geográfica y a facilitar la integración en el área y el aprovechamiento de las ventajas comparativas.

La pertenencia a la UEM asegura unos tipos de interés coherentes con los estándares de estabilidad de precios del área. Así, la implicación de mayor alcance de todos estos cambios fue una considerable reducción permanente

de los tipos de interés, no resultando concebible la vuelta a las situaciones de incrementos de tipos propios de la inestabilidad macroeconómica y cambiaría, que comportaban elevadas primas de riesgo sobre la economía española.

Dicha reducción se vio acentuada por la política monetaria predominantemente expansiva que adoptó el área durante la mayor parte del periodo y por la holgura de las condiciones financieras que han prevalecido a nivel mundial, por las que los tipos de interés alcanzaron niveles anormalmente bajos, incluso desde el prisma de los países más estables del área.

Como resultado, tanto las empresas como los hogares españoles vieron aumentar su capacidad de endeudamiento, lo cual ejerció potentes efectos expansivos sobre la demanda de la economía. Diversos análisis han tratado de aproximar la intensidad de los mismos, distinguiendo entre los diversos canales (efecto sustitución, efecto renta y efecto riqueza) a través de los que ha transcurrido su influencia. Un aspecto central del aumento de la capacidad de endeudamiento de los agentes se deriva de la desaparición de la restricción propia del riesgo macroeconómico específico del país, dada la inexistencia de diferenciación cambiaria, de manera que, a la hora de atraer los flujos de financiación requeridos, el principal determinante era, en condiciones normales de funcionamiento de los mercados financieros, la composición de rentabilidad y riesgo del prestatario individual, lo que permitió un considerable incremento de la capitalización de la economía. Más recientemente, las condiciones de financiación en los mercados internacionales se han visto drásticamente alteradas con la brusca crisis financiera, convirtiéndose la dependencia de la financiación externa en un factor inesperado de vulnerabilidad, ya que supone una cierta vuelta a pautas más localistas para estos mercados.

4. EL COMPORTAMIENTO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN LA UEM

En este apartado se sintetizan los rasgos más destacados de la expansión de la economía española durante el periodo de pertenencia a la UEM. En primer lugar, se describen las principales variables representativas del desempeño macroeconómico en términos del nivel de actividad económica, el empleo, la productividad y la inflación, distinguiendo entre el periodo que precedió a la entrada en la UEM y el periodo posterior, y en comparación con algunos países avanzados y posibles áreas de referencia. En segundo lugar, se analizan los principales desequilibrios generados durante la larga expansión en forma de apreciación del tipo de cambio real y aumento del déficit exterior, *boom* inmobiliario e incremento en los niveles de endeudamiento de las familias y las empresas, y que habrían de desencadenar el posterior proceso de ajuste.

4.1. *La fase de expansión: 1999 -2007*

El comportamiento de la economía española en la UEM, nos indica que las tasas anuales medias de crecimiento del PIB, la población y la renta per cápita (con sus correspondientes desviaciones estándar) registradas en España en los nueve años que precedieron a la creación de la UEM (1990 -1998) y en los nueve posteriores (1999 -2007) y su comparación con el comportamiento de otros países (Estados Unidos, los tres países más grandes del área del euro -Alemania, Francia e Italia - y la propia área del euro) en ambos períodos permite obtener una primera impresión del posible impacto de la UEM sobre el crecimiento de la economía española.

En Estados Unidos la tasa de crecimiento del PIB se redujo en 0,3 pp entre ambos periodos y en el área del euro se mantuvo estable, la economía española aumentó su ritmo de crecimiento en 1 pp, pasando de presentar un diferencial de crecimiento negativo con respecto a Estados Unidos antes de 1999 (de 0,3 pp) a convertirse en positivo (en 1 pp).

Este avance es particularmente notorio, dado que, en el segundo período, la brecha de crecimiento que separa a Estados Unidos de la zona del euro es todavía considerable (0,5 pp). También cabe destacar la disminución observada en la variabilidad del crecimiento del PIB, principalmente en Estados Unidos, lo que parecía dar continuidad a la reducción estructural de las fluctuaciones del ciclo económico que se dio en llamar la «Gran Moderación».

En el área del euro se detecta una reducción similar de la volatilidad del PIB, aunque no parece haber sido generalizada en todos los países; de hecho, en los tres grandes las fluctuaciones de la actividad parecen presentar una amplitud similar antes y después de la creación de la UEM, mientras que en España se produjo una reducción de la volatilidad del crecimiento del PIB muy significativa: de ser el país que presentaba las mayores fluctuaciones, pasó a ser el que tiene menor variabilidad. Esto sugeriría que se habría logrado una mayor duración y estabilidad de las fases de expansión, que reflejaba la materialización de mejoras estructurales en el funcionamiento macroeconómico que se esperaba de la adhesión a la UEM.

A partir de la creación de la UEM, la población en España se aceleró drásticamente, pasando a crecer a una tasa anual media del 1,4%, cuatro décimas más que en Estados Unidos. Como ya se ha apuntado en la Introducción, esta considerable expansión demográfica fue consecuencia, sobre todo, de la masiva llegada de inmigrantes, pero también del aumento de la esperanza de vida de los españoles, que en la actualidad alcanza los niveles más elevados de los países desarrollados. Así, el crecimiento de la renta per cápita en España se

redujo en una décima, mientras que en el conjunto del área del euro y en Estados Unidos se mantuvo el dinamismo del período precedente y aumentó en los tres países más grandes del área. Como consecuencia, el ritmo de convergencia de España se resintió ligeramente tanto con el área del euro (de acuerdo con las cifras de Eurostat, la brecha de renta per cápita es de solo un 3%) como con Estados Unidos (aunque en este caso la brecha es del 30%).

Por su parte, los países más grandes del área del euro, aunque elevaron el crecimiento medio de la renta per cápita después de 1999, aún se encuentran alejados de las tasas de crecimiento de Estados Unidos. La intensidad de uso del factor trabajo ha sido mucho mayor en Estados Unidos que en el área del euro. En efecto, la tasa de empleo de Estados Unidos siempre ha mantenido una brecha superior a 6 pp respecto a la del área del euro, y las horas medias trabajadas al año son en la actualidad un 10% superiores en Estados Unidos.

En segundo lugar, el comportamiento de la economía americana y de la europea antes y después de la creación de la UEM ha sido radicalmente distinto. Así, entre 1989 y 1998 las tasas de empleo de ambas áreas se mantuvieron estabilizadas; sin embargo, a partir de 1999 se produjo un considerable aumento en el área del euro y una reducción en Estados Unidos. Si a ello se añade que las horas medias trabajadas en Estados Unidos también se han reducido en este período (aunque a un ritmo mucho menor que en el área del euro), todo sugiere que, mientras que el crecimiento de la renta per cápita en Estados Unidos después de 1999 se ha basado exclusivamente en la mejora de la eficiencia del factor trabajo, en el área del euro la intensidad de utilización del factor trabajo ha desempeñado un papel destacado. En tercer lugar, España a este respecto representa el caso extremo dentro del área del euro, ya que después de 1999 ha incrementado la intensidad de uso del factor trabajo de forma muy destacada, llegando a igualar la tasa de empleo del área (y superando la de las tres grandes economías), a la vez que mantuvo una brecha positiva en cuanto a horas medias trabajadas. Si a ello se añade el enorme crecimiento de la población experimentado por nuestro país en este período, no sorprende que España haya creado más de un tercio de todo el empleo generado en el área durante estos años.

El fuerte aumento de la tasa de empleo registrado por la economía española desde la adhesión a la UEM hasta 2007 se repartió, a partes prácticamente iguales, entre un incremento de la tasa de actividad y una reducción de la tasa de paro. El aumento de la tasa de actividad estuvo impulsado por la mayor participación laboral femenina y por la inmigración.

En cualquier caso, el aumento del empleo nacional también ha sido muy significativo en estos años, debido sobre todo al notable avance de la tasa de actividad femenina. De hecho, la reducción media anual de la brecha que la

separaba de los hombres ha sido de 1 pp, y todavía existe un amplio margen de mejora, tanto si se compara con la tasa de actividad media de los países más avanzados (61,4% en España, frente a 65,1 % en el área del euro) como si se tiene en cuenta que las cohortes femeninas que superan la edad de trabajar presentan unas tasas de actividad significativamente inferiores a las que se incorporan.

Por lo que se refiere a la disminución de la tasa de desempleo, es difícil cuantificar de forma precisa las causas de su fuerte reducción. Algunos estudios han tratado de valorar en qué medida las reformas laborales realizadas desde principios de los años noventa han contribuido a reducir la tasa estructural de desempleo, si bien parece existir un cierto consenso en que el alcance de las reformas no es suficiente para explicar una reducción tan elevada y rápida de la tasa de desempleo. Así, otros estudios atribuyen parte de la reducción a la inmigración a la moderación salarial de esos años, provocada entre otros factores, por la disciplina que indujo el proceso de convergencia a la UEM.

En Estados Unidos la productividad del trabajo, que crecía menos que en el área del euro antes de 1998, se aceleró significativamente en la década posterior, en claro contraste con la desaceleración registrada en la UEM, con lo que su crecimiento fue casi 1 pp superior en promedio anual. De esta forma, el área del euro dejó de converger con Estados Unidos en el grado de eficiencia con que se utiliza el factor trabajo. Desde esta perspectiva, el caso español es todavía más acentuado que el europeo, ya que el avance medio de la productividad del trabajo se redujo a la mitad después de la introducción del euro, cuando, además, se partía de registros inferiores a los del área.

El mayor crecimiento de la productividad del trabajo en el segundo período considerado en Estados Unidos fue resultado, sobre todo, de la aceleración del PIB (que, prácticamente, dobló su crecimiento medio anual), pero también de que se intensificó el esfuerzo inversor, en claro contraste con lo observado en el área del euro o en la mayoría de sus miembros.

Quizás resulte sorprendente este resultado cuando se tiene en cuenta que el peso de la formación bruta de capital fijo en el PIB es del 27% en España, del 21 % en el área del euro y del 19% en Estados Unidos. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que el *stock* de capital utilizado para calcular el PIB está corregido por su calidad, es decir, considera que no todos los bienes de inversión son igual de productivos. En concreto, esto refleja el hecho de que el área del euro se ha retrasado en la incorporación de las nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones a su aparato productivo y, en el caso concreto de España, el fuerte aumento de la inversión en vivienda. Pero en el área del euro, además,

el crecimiento del PIB se ha moderado en los diez últimos años, aunque esto no ha sido algo generalizado; de hecho, Alemania ha conseguido mejorar sus registros, aunque sin llegar a los de Estados Unidos, y Francia los ha mantenido en los niveles previos a la UEM, que eran similares a los alcanzados ahora por Estados Unidos.

En el caso de España, el crecimiento medio del PIB después de la introducción del euro ha sido prácticamente nulo. Se trata de un resultado sorprendente, porque, si bien es cierto que todavía existen deficiencias en la dotación de factores de producción que pueden explicar que el nivel de productividad en España sea menor que en otros países europeos (un capital humano menos formado, un *stock* de conocimientos tecnológicos propios muy reducido por la baja inversión en I + D + i, un entorno empresarial poco favorable debido a que el grado de competencia en determinados mercados de servicios y trabajo es reducido, poco espíritu emprendedor, elevadas cargas administrativas, etc.), también se han producido avances en estos frentes, que deberían haberse traducido en un mayor crecimiento de la productividad.

Al margen de las dificultades de medición y estimación, existen, en principio, varias razones que pueden explicar esta desaceleración del PIB. En primer lugar, el sesgo en el crecimiento hacia actividades intensivas en mano de obra poco cualificada (construcción y servicios) ha producido un efecto composición negativo sobre la productividad, aunque este efecto composición no puede explicar completamente la desaceleración del PIB, ya que se ha observado de forma casi general en todos los sectores de actividad. Además, el aumento del nivel educativo y la ganancia de peso en el empleo de ocupaciones cualificadas también generan un efecto composición de signo contrario, que compensa en buena medida el derivado del aumento del peso de empleos en sectores de menor productividad. En segundo lugar, de la misma manera en que la disponibilidad de mano de obra puede haber favorecido la especialización en determinados sectores productivos, también dentro de las empresas puede haber inducido la utilización de tecnologías menos avanzadas. Finalmente, la complementariedad entre nuevas tecnologías y la reorganización de las empresas, fuente primordial de los avances del PIB observados en otros países, puede haberse visto dificultada en el caso español por una regulación laboral que limita la flexibilidad del trabajo en las empresas al uso de los contratos temporales.

4.2. *Los desequilibrios*

Como se ha puesto de manifiesto, el crecimiento experimentado por la economía española durante el periodo 1999 -2007, estaba fundado en unas bases

que no se podían mantener indefinidamente. El notable estímulo registrado por la demanda solo encontró acomodo parcial en una expansión cuantitativa de la producción, basada en un aumento excepcional de la tasa de empleo, que no tuvo adecuada correspondencia en la mejora de la productividad, ya que ni la capitalización de la economía facilitó la convergencia a los niveles vigentes en los países más desarrollados ni las ganancias de eficiencia tuvieron una intensidad suficiente. Así, durante este periodo comenzó a manifestarse una serie de desequilibrios que tendían a socavar el dinamismo de la expansión y que, en ausencia de cambios significativos en los patrones de comportamiento de los agentes, conducían hacia la necesidad de un proceso de ajuste.

Como suele ocurrir en economía, todos estos desequilibrios están íntimamente relacionados, dado que no se generan de forma secuencial, sino conjuntamente y reforzándose entre sí. A efectos expositivos, se han agrupado en tres grandes epígrafes; a) los diferenciales de inflación, la apreciación del tipo de cambio real y la financiación externa de la economía; b) la evolución del sector inmobiliario, y c) el endeudamiento de empresas y familias.

4.3. Diferenciales de inflación. Apreciación del tipo de cambio real y la financiación de la economía

Una de las ventajas fundamentales que la economía española podía obtener del acceso a la UEM era la de poder dotarse de la credibilidad necesaria para reducir el nivel medio de la inflación sin incurrir en unos costes reales que, debido a las rigideces existentes en los mercados de bienes y servicios y de trabajo, podían ser considerables. La disminución de la inflación resultaba estrictamente necesaria para reducir el persistente diferencial de aumento de los precios con nuestros principales socios comerciales, que llevaba aparejadas recurrentes pérdidas de competitividad que terminaban traducéndose en crisis cambiarlas y graves episodios de inestabilidad macroeconómica y financiera que suponían considerables pérdidas de bienestar.

Esta reducción generalizada de la inflación en Europa en los últimos diez años no tuvo su origen en un menor crecimiento de los precios de importación, que excepto en el caso de España (como consecuencia de la crisis del Sistema Monetario Europeo y las posteriores depreciaciones de la peseta), se habían comportado de manera poco moderada antes de la creación de la UEM, sino en el menor encarecimiento de los productos fabricados en el interior. Desde esta perspectiva, cabe constatar una reducción en la inflación interna de la economía española, a pesar de lo cual se mantuvo un diferencial de inflación de casi 2 pp frente al área del euro, 1,4 frente a Estados Unidos).

El mantenimiento de un diferencial de inflación positivo con respecto al resto del área del euro desde 1999 ha dado lugar a una continuada apreciación del tipo de cambio real. Para identificar las fuentes de dicha apreciación, resulta ilustrativo descomponer la inflación interior en dos factores: 1) el crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU), y 2) la evolución de los márgenes brutos de beneficios (la diferencia entre la inflación y los CLU). Al contrario de lo ocurrido en la economía de Estados Unidos, donde los márgenes se han mantenido estables en niveles muy reducidos, en el área del euro han repuntado en alguna medida, recayendo el peso del ajuste de la inflación en los CLU y, dada la desaceleración apuntada previamente de la productividad, en los salarios nominales (y reales). España, a este respecto, constituye un caso extremo en el área del euro, puesto que el avance de los márgenes se intensificó después del año 1999 y los salarios nominales (y los CLU, en mayor medida, dado el menor crecimiento de la productividad) continuaron creciendo por encima de la media de los de la zona del euro. Esto sugiere que ni la conducta salarial ni la formación de los márgenes empresariales parecen haberse adaptado plenamente a las exigencias de la pertenencia a una unión monetaria, lo cual está teniendo un impacto negativo sobre la competitividad de nuestra economía.

Esta insuficiente adaptación constituye un factor de vulnerabilidad, cuyas consecuencias pueden ser particularmente patentes si el proceso de ajuste coincide con condiciones exteriores adversas, como está ocurriendo en la actualidad. Desde una perspectiva más estructural, el diferencial de inflación de una economía como la española, que pertenece a una unión monetaria pero que parte de un nivel de bienestar inferior, puede descomponerse en tres elementos. En primer lugar, un componente real, asociado con el proceso de convergencia al nivel de bienestar medio del área, por lo que debe ser considerado como benigno. Esto es lo que se conoce como efecto Samuelson.

Esta reducción generalizada de la inflación en Europa en los últimos diez años no tuvo su origen en un menor crecimiento de los precios de importación, que, excepto en el caso de España (como consecuencia de la crisis del Sistema Monetario Europeo y las posteriores depreciaciones de la peseta), se habían comportado de manera poco moderada antes de la creación de la UEM, sino en el menor encarecimiento de los productos fabricados en el interior. Desde esta perspectiva, cabe constatar una reducción en la inflación interna de la economía española, a pesar de lo cual se mantuvo un diferencial de inflación de casi 2 pp. frente al área del euro, 1,4 frente a Estados Unidos.

El mantenimiento de un diferencial de inflación positivo con respecto al resto del área del euro desde 1999 ha dado lugar a una continuada apreciación del tipo de cambio real. Para identificar las fuentes de dicha apreciación,

resulta ilustrativo descomponer la inflación interior en dos factores: 1) el crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU), y 2) la evolución de los márgenes brutos de beneficios (la diferencia entre la inflación y los CLU). Al contrario de lo ocurrido en la economía de Estados Unidos, donde los márgenes se han mantenido estables en niveles muy reducidos, en el área del euro han repuntado en alguna medida, recayendo el peso del ajuste de la inflación en los CLU y, dada la desaceleración apuntada previamente de la productividad, en los salarios nominales (y reales). España, a este respecto, constituye un caso extremo en el área del euro, puesto que el avance de los márgenes se intensificó después del año 1999 y los salarios nominales (y los CLU, en mayor medida, dado el menor crecimiento de la productividad) continuaron creciendo por encima de la media de los de la zona del euro. Esto sugiere que ni la conducta salarial ni la formación de los márgenes empresariales parecen haberse adaptado plenamente a las exigencias de la pertenencia a una unión monetaria, lo cual está teniendo un impacto negativo sobre la competitividad de nuestra economía.

Esta insuficiente adaptación constituye un factor de vulnerabilidad, cuyas consecuencias pueden ser particularmente patentes si el proceso de ajuste coincide con condiciones exteriores adversas, como está ocurriendo en la actualidad. La evidencia para España sobre la existencia de un componente benigno de inflación, que estuviera asociado a un aumento en el nivel de bienestar de los ciudadanos, no resulta demasiado contundente. Por una parte, es cierto que para los países del área del euro se verifica que existe una correlación positiva entre los niveles de precios y los niveles de bienestar.

Además, en el caso concreto de España también se detecta que el aumento del nivel relativo de precios respecto al área del euro ha venido acompañado de una convergencia del nivel relativo del bienestar. Sin embargo, respecto a la tercera predicción de la hipótesis de Balassa -Samuelson -la inflación dual -, las conclusiones no van en la misma dirección. Además, el caso de España resulta más sorprendente, ya que, aunque la inflación se ha reducido después de la Unión Monetaria en la rama de comerciables, el diferencial con el área del euro se ha ampliado. En cambio, en el caso de las no comerciables, la reducción de la inflación ha sido mayor que en comerciables, y se ha reducido el diferencial con el área del euro.

Un factor que pudiera estar detrás del diferencial de inflación entre España y el área del euro es la considerable presión de la demanda a la que ha tenido que hacer frente el aparato productivo español. Como ya se apuntó en el epígrafe precedente, prácticamente desde 1999 la brecha de producción de la economía española ha sido positiva, debido a la reducción de los tipos de interés, a la entrada de inmigrantes, a la expansión del empleo de demanda se mantuvieron más contenidas, y al aumento del valor de los activos reales, entre otros.

Un factor adicional que puede contribuir a la existencia de diferenciales de inflación entre países que pertenecen a un área monetaria común es el que se deriva de la combinación de perturbaciones expansivas por el lado de la demanda (comunes o específicas para cada país) con un distinto grado de rigidez real en los mercados de producto y en la inercia nominal de los precios. Los países que presentan un mayor nivel de competencia en sus mercados tienen menor grado de rigidez real en la inflación, con lo que, ante un *shock* de demanda expansivo, la inflación tenderá a aumentar más en el país con menor poder de monopolio. Esto se debe a que, cuanto más competencia tenga que afrontar una empresa, más se reducirán sus beneficios si no fija unos precios acordes con sus determinantes fundamentales. De la misma forma, cuanto menor sea la inercia nominal en la fijación de los precios, mayor será la reacción de la inflación ante una perturbación expansiva por el lado de la demanda, ya que menor es la dependencia de los precios respecto de sus condiciones pasadas.

España es el país que presenta menor inercia nominal. Incluso aunque todos los países del área del euro se hubieran enfrentado a idénticos *shocks* expansivos por el lado de la demanda, la inflación en España habría sido más elevada, acentuando, por tanto, las diferencias asociadas al hecho de que las perturbaciones fueron más importantes en nuestro caso. No obstante, la traducción del diferencial de inflación en términos de pérdidas de competitividad, cuando este no puede ser atribuido a factores benignos, no es simple ni inmediata.

Por otra parte, la competitividad no solo se mide por la eficiencia con que se venden los productos propios en el exterior, sino también por la facilidad con que los productos extranjeros se introducen en nuestra economía. Desde otra perspectiva, la situación también es desfavorable, ya que el peso de las importaciones sobre la demanda final ha pasado del 22% en 1998 al 29% en 2007.

A estas tendencias hacia el deterioro del saldo comercial en presencia de presiones de demanda se han venido a añadir otras transformaciones que también han tendido a incrementar las necesidades de financiación de la nación. Tal es el caso de la reducción del saldo turístico, de que, como consecuencia de la inmigración. España haya pasado de ser un receptor neto de remesas a ser un pagador neto, y del descenso de las transferencias netas de la Unión Europea (que llegaron a representar el 1 % del PIB) en consonancia con los avances logrados en la convergencia.

Como consecuencia de todo ello, las necesidades de financiación de la nación han ido aumentando, hasta alcanzar el 10% del PIB, en una situación de elevado coste de la factura de importación energética, cuando en el pasado

habían promediado cifras alrededor del 3%. Desde un punto de vista sectorial, el principal responsable del fuerte aumento de las necesidades de financiación han sido las empresas y los hogares, que, como consecuencia del *boom* inmobiliario, han pasado de ser generadoras a demandantes de fondos (ambos elementos se analizan con más detalle en los epígrafes posteriores). En cambio, el sector público contribuyó a aminorarlas, al haber alcanzado sucesivos superávits entre 2005 y 2007.

Aunque la evolución más reciente muestra que esta contribución del sector público tenía un carácter poco sostenible, ya que los superávits se obtuvieron, sobre todo, por un aumento de los ingresos que no podía ser permanente, al estar estrechamente relacionados con una expansión excesiva del sector inmobiliario, mientras que el gasto público continuó mostrando aumentos superiores a los del PIB nominal en prácticamente todos los años de pertenencia a la UEM. Con un nivel de desagregación mayor, tanto el Estado como la Seguridad Social registraron superávits significativos, que permitieron crear un fondo de reserva para el pago de pensiones que compensara, al menos parcialmente, los efectos del previsible envejecimiento futuro de la población (actualmente supera el 5% del PIB). En cambio, las Administraciones Autonómicas y Locales, incluso asumieron mayores obligaciones de gasto corriente, financiadas con este aumento temporal de los ingresos.

La financiación del déficit exterior no había sido problemática hasta el desencadenamiento de las crisis financieras internacionales. Las primas riesgo-país habían desaparecido en la práctica y España obtenía más financiación de la que necesitaba para cubrir sus necesidades internas, hasta alcanzar el 10% del PIB, en una situación de elevado coste de la factura de importación energética cuando en el pasado habían promediado cifras alrededor del 3%.

4.4. *La evolución del sector inmobiliario*

Uno de los factores fundamentales en el crecimiento de la actividad económica durante la última década fue el *boom* inmobiliario. En efecto, cuando se analiza la evolución del PIB desde el punto de vista de la demanda, se pone de manifiesto que el proceso de expansión seguido por la economía española se decantó en exceso hacia la inversión en vivienda. Los recursos dedicados a la inversión en vivienda aumentaron en casi 2 pp en España, mientras que incluso en Estados Unidos, donde también se produjo un intenso boom inmobiliario, su peso sobre el PIB se mantuvo estable. El aumento del endeudamiento exterior de este último país ha sido consecuencia, sobre todo, de un incremento sustancial del consumo, mientras que la mayor importancia de la inversión en equipo se ha compensado con menores recursos dedicados a las infraestructuras.

En el caso español, aunque también se ha hecho un considerable esfuerzo en inversión productiva, y, en los últimos años, en Infraestructuras, esto no había sido suficiente para contrarrestar la reasignación de recursos hacia actividades no comerciales, lo que tuvo como contrapartida el enorme aumento del déficit comercial y, consecuentemente, del endeudamiento exterior. Por el contrario, en otros países europeos se produjo -como en Estados Unidos- una sustitución de inversión en infraestructuras por inversión en equipo, pero sin un comportamiento tan expansivo del consumo privado, lo que se tradujo en una elevación significativa del saldo positivo de la balanza comercial del conjunto del área del euro y, sobretodo, de los tres países más grandes; en concreto, de Alemania.

Esta fuerte expansión de las actividades Inmobiliarias estuvo impulsada por una abundante disponibilidad de crédito y de mano de obra poco cualificada. La participación en la UEM implicó, como ya se ha visto, una notable reducción de los tipos de interés y un aumento de la disponibilidad de los fondos, que facilitaron el acceso a la vivienda a colectivos anteriormente excluidos e Impulsaron las adquisiciones de segundas residencias.

Sin embargo, aun a pesar de que la oferta reaccionó rápidamente, no fue suficiente para evitar que se produjera una notable escalada de los precios de la vivienda a partir de 1999.

De esta forma, la vivienda se volvió uno de los activos más rentables y atractivos, lo que estimuló su demanda por motivos de inversión y llevó a una expansión excesiva del sector. En concreto, en su momento más álgido se llegaron a iniciar más de 800.000 viviendas al año, más que todas las iniciadas en Alemania, Francia e Italia conjuntamente. La suavización de las restricciones a la construcción ante las expectativas de rentabilidad de los proyectos inmobiliarios, a pesar de las rigideces existentes en los procesos de urbanización, permitió que la elasticidad de la oferta de nueva construcción frente al precio de la vivienda fuera especialmente elevada.

4.5. El endeudamiento de familias y empresas

La evolución del crédito de las familias y empresas españolas está estrechamente ligada al **boom** inmobiliario y a la apreciación del tipo de cambio real. Por un lado, la mejora de las expectativas de crecimiento de la economía española como consecuencia de la integración en la UE, primero, y en la UEM, después, la reducción en los tipos de interés y las mayores facilidades de acceso al crédito, impulsaron el aumento del endeudamiento de las familias españolas.

Buena parte del crecimiento del crédito estaba dedicado a la compra de activos inmobiliarios, que resultaban muy atractivos en las nuevas condiciones macroeconómicas y financieras, lo que generó un fuerte incremento de los precios de la vivienda y de la actividad en el sector de la construcción residencial.

A su vez, el aumento de la riqueza inmobiliaria generaba nuevos aumentos del crédito, en la medida en que dichos activos servían como colateral en la concesión de nuevos créditos. Por lo que se refiere a las familias, el crecimiento del endeudamiento ha sido especialmente elevado a partir de la entrada en la UEM. A mediados de esta década, España alcanzaba una tasa de endeudamiento superior a la media de la UE, pero todavía inferior a la de Estados Unidos y a la del Reino Unido.

V. VALORACIÓN DE LOS DESEQUILIBRIOS: LA SUSTITUCIÓN INTERTEMPORAL DEL CONSUMO

Para conocer en qué medida la evolución del endeudamiento de la economía española y la expansión inmobiliaria observados durante el período 1999-2008 llegaron a generar desequilibrios que hacían indispensable un ajuste, en este apartado se presenta un ejercicio de simulación basado en un modelo diseñado para una economía pequeña, abierta al comercio internacional. El modelo utilizado es el de referencia en la literatura para abordar estudios de macroeconomía internacional (véase, por ejemplo, Campa y Gavilán (2006), en el que el agente representativo de la economía tiene acceso al mercado internacional de capitales y toma decisiones de consumo y ahorro tratando de maximizar su utilidad presente y futura, en un contexto de incertidumbre acerca de las rentas que obtendrá con posterioridad. Como en el modelo clásico de la renta permanente, el agente de esta economía recurre al ahorro como forma de mantener un patrón de consumo estable a lo largo del tiempo.

VI. LA CRISIS Y EL PROCESO DE AJUSTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La etapa de fuerte crecimiento de la economía española dentro de la UEM ha desembocado en una fuerte desaceleración, que durante 2007 fue algo más gradual y que en 2008 se intensificó, alcanzándose tasas de crecimiento del PIB negativas durante el segundo semestre de dicho año, iniciándose con ello una fase de recesión en un clima internacional globalmente contractivo y dominado por unas tensiones financieras excepcionales. El cambio drástico del panorama económico responde, por una parte, a la inevitable corrección de los desequilibrios generados durante la expansión, pero, por otra, a las excepcionales condiciones en las que se está teniendo que realizar el ajuste.

A continuación, se describe el origen del proceso en el que está inmersa la economía española y se destacan los principales elementos intervinientes.

6.1. *El origen dual de la crisis*

La crisis tiene dos focos de desencadenamiento. El primero es interno y tiene que ver con los excesos acumulados durante el período de expansión. El segundo es externo y se debe a la incidencia de las sucesivas turbulencias financieras internacionales que se desatan a partir de julio de 2007. La mayor disponibilidad de crédito, facilitada por la pertenencia en la UEM, y las expectativas excesivamente optimistas en relación con el crecimiento rápido de la renta per cápita llevaron a las familias y a las empresas españolas a endeudarse a un ritmo elevado. Cuando, partiendo de esta situación, las expectativas de crecimiento se vuelven más realistas y se endurecen las condiciones de acceso al crédito, las decisiones de consumo y de inversión han de ajustarse con intensidad para corregir una dinámica de endeudamiento que se revela como insostenible.

Dada la concentración del gasto y del endeudamiento en la adquisición de activos inmobiliarios, que había llevado a aumentos acusados del precio de la vivienda y de la inversión residencial, por encima de valores sostenibles en el largo plazo, este ajuste suponía, además, un freno considerable en la actividad de la construcción y la reasignación de cuantiosos recursos productivos hacia otros sectores.

Esta corrección, ya de por sí suficientemente intensa, dado el alcance de los desequilibrios acumulados, se ha hecho todavía más acusada por las consecuencias de las graves crisis financieras internacionales, que han elevado de manera generalizada los costes de la financiación para los demandantes finales de fondos y que han desencadenado un proceso de desapalancamiento de las instituciones financieras, que repercute, a nivel global, en una notable escasez de crédito. Estas condiciones han alterado drásticamente el escenario de crecimiento mundial, precipitando a la mayor parte de las economías, sobre todo a las más desarrolladas, a una fase de profunda recesión. La economía española, aunque no esta también directamente afectada por las perturbaciones y debilidades que han desencadenado este proceso, no podía escapar a las consecuencias del mismo, particularmente cuando su ocurrencia ha coincidido con un ajuste interno profundo vinculado a la corrección del endeudamiento y al exceso de inversión inmobiliaria. Así, el desarrollo de la crisis financiera ha intensificado, a través de canales diversos, la desaceleración del consumo y de la inversión, hasta desembocar con bastante rapidez en una recesión en el segundo semestre de 2008.

Ante la intensidad que está alcanzando la fase recesiva, tiene interés analizar las similitudes y diferencias que presenta este proceso respecto a otros episodios en los que el dinamismo de la actividad también se resintió de forma significativa. Para realizar dicha comparación se han seleccionado como referencias otras dos etapas durante los últimos 30 años en las que el PIB llegó a reducirse en algunos trimestres (entre 1979 y 1981, y alrededor del año 1993).

Si existe un nexo común en estas tres recesiones, es el que se observa en la inversión en vivienda, si bien este no siempre viene precedido de una expansión significativa; de hecho, en los años setenta la inversión residencial ya venía retrocediendo desde 1975. En la actualidad, esta variable tardó inicialmente más en reaccionar que en los años noventa, si bien en los cuatro últimos trimestres el desplome ha sido tal, que ya acumula una reducción mayor que durante toda la anterior recesión completa. Probablemente, la forma en que se contabiliza esta variable, que, por un lado, considera vendida toda vivienda construida (es decir, no existe variación de existencias) y, por otro, solo considera como inversión la parte de la vivienda que se ha construido en ese trimestre, explica esta mayor inercia inicial, pero los datos de los cuatro últimos trimestres sugieren que se está abandonando un buen número de promociones sin acabar, ya que la acumulación de viviendas terminadas sin vender es considerable.

Esto implica que la recuperación de este componente de la demanda de los hogares va a llevar bastante tiempo, ya que primero se deben absorber las viviendas terminadas en manos de los promotores que existen en la actualidad, aunque existe evidencia de que geográficamente se concentran en provincias costeras, que no son las zonas donde se demandarán en el futuro primeras residencias. En el inicio de la actual recesión, el déficit exterior se situaba en el 10% del PIB. Obviamente, esto refleja que el exceso de demanda de la economía española en estos años ha sido mucho más elevado de lo que reflejan los cálculos tradicionales de la brecha de producción (probablemente, debido a las dificultades para separar los avances en la oferta de la economía de los de la demanda), pero también pone de manifiesto la existencia de un problema de competitividad.

6.2. La naturaleza del ajuste de la economía española

La magnitud e intensidad de las tendencias contractivas que se han hecho patentes atribuyen gran relevancia a la naturaleza del ajuste que tiene que realizar la economía española y al papel que en el mismo desempeñan la pertenencia a la UEM y los condicionantes estructurales derivados de las transformaciones

experimentadas y las reformas instrumentadas. Las características específicas del proceso de ajuste dentro de una unión monetaria son bien conocidas. Cuando un país perteneciente a una unión monetaria experimenta un crecimiento más elevado que el resto de los países miembros, impulsado por un aumento de la demanda interna, y un diferencial de inflación positivo y, por tanto, una apreciación real del tipo de cambio y un empeoramiento del déficit exterior, la restauración del equilibrio interno y externo ha de acometerse con el manejo de la política fiscal, para controlar el crecimiento de la demanda interna, y con reformas en el mecanismo de fijación de precios y salarios que limiten la apreciación del tipo de cambio real.

En el caso español, la política fiscal durante la expansión, aun cuando permitió una cierta consolidación fiscal y la consecución de superávits presupuestarios, no fue suficientemente contracíclica. Así, no fue hasta mediados de 2006 y, más visiblemente, durante 2007 cuando la demanda interna empezó a corregir su intenso crecimiento. Al principio, esta moderación se originó en el sector de la construcción, donde los niveles de actividad comenzaron a disminuir por la menor demanda de viviendas asociada a los elevados incrementos de precios. Sin embargo, como se ha analizado anteriormente, el ajuste de la demanda interna pronto se generalizó y precipitó con rapidez por la concatenación de los desequilibrios internos con la crisis financiera global, de manera que el marco que define la posible contribución de la política fiscal al ajuste se vio drásticamente alterado. De un escenario de necesaria moderación de la demanda interna se pasó, en el lapso de muy pocos meses, a otro de fuerte contracción, con grave deterioro de la confianza y freno generalizado a las decisiones de gasto, en el que lo que resultaba relevante era la contribución que la política fiscal podía realizar al sostenimiento de la demanda interna.

En esta línea, las orientaciones formuladas para atrasar la crisis a nivel internacional incorporan la adopción de medidas de estímulos fiscales ambiciosos y coordinados, si bien adecuados a las condiciones y márgenes existentes en cada país. En el caso español, en el que se había registrado un cierto superávit en las cuentas públicas durante el periodo de expansión y la tasa de endeudamiento del sector público se había reducido notoriamente, suministraba, en principio, un cierto margen para impulsar el consumo y la inversión mediante aumentos del gasto público o reducciones de los impuestos. De hecho, dicho margen permitió adoptar medidas fiscales expansivas de forma bastante temprana. Sin embargo, los efectos presupuestarios de esas medidas han coincidido con la emergencia de un fuerte impacto de la desaceleración cíclica y, sobre todo, de la corrección inmobiliaria sobre la recaudación impositiva, que han puesto de manifiesto una sensibilidad muy superior a la habitualmente supuesta. Con ello, el posible margen inicialmente existente para el estímulo fiscal parece insuficiente.

En cualquier caso, la contracción de la demanda no cambia la naturaleza de algunos de los aspectos imprescindibles del ajuste que tiene que realizar la economía española. En el corto plazo, la salida de la crisis depende fundamentalmente de la normalización de los mercados financieros y de la duración e intensidad de la recesión económica internacional. Pero, en un horizonte más largo, una vez que se vaya restaurando la normalidad, el ajuste de la economía española dependerá básicamente de la existencia de una posición competitiva que permita de manera sostenida el avance de la demanda interna y externa. Para que ello sea posible, compartiendo la moneda con los restantes países del área del euro, resultarán decisivas la evolución futura de la tasa de crecimiento de la productividad y la respuesta de los costes de producción a las condiciones existentes en los mercados. La tasa de crecimiento de la productividad es relevante en múltiples dimensiones.

Por una parte, un mayor crecimiento de la productividad permite, para un crecimiento dado de los costes de producción, una mayor contención de la inflación y, por tanto, una mejora del tipo de cambio real y de la aportación de la demanda externa a la generación de valor añadido, lo que resulta importante no solo para el relevo necesario durante el proceso de ajuste, sino también para alcanzar un patrón de crecimiento más equilibrado. Por otra parte, solo un mayor dinamismo de la productividad puede fundamentar unas expectativas de mayores rentas futuras de las familias y empresas que hagan asumible los niveles de endeudamiento alcanzados y permitan una reanudación sostenible del gasto interno. Finalmente, el aumento de la productividad en algunos sectores puede ser determinante para la creación de puestos de trabajo necesarios para la recolocación del empleo excedente generado en el sector de la construcción.

El comportamiento de los costes de producción y de los factores estructurales e institucionales que intervienen en su formación debe desempeñar un papel destacado en la absorción de la apreciación real, particularmente dada la lentitud con la que se pueden conseguir ganancias de productividad atribuibles a mejoras genuinas en la eficiencia de la economía y no al mero resultado del ajuste del empleo. Confiar todo el esfuerzo de realineamiento de los precios relativos con el exterior a la mejora de la productividad activa o pasiva, la que se consigue mediante la destrucción de puestos de trabajo, puede resultar muy lento y muy costoso, tanto en términos económicos como sociales, pues ello supone desplazar la mayor parte de los costes hacia quienes pierden sus puestos de trabajo o no pueden acceder a ellos.

La contención efectiva de los costes de producción y de los márgenes empresariales, de manera que crezcan en menor medida que en el resto del área del euro, revirtiendo al menos parcialmente el desajuste acumulado durante

la expansión, puede calmar sustancialmente la intensidad y la duración del ajuste, particularmente en lo que se refiere a la destrucción de empleo, y contribuir significativamente a la recuperación de la actividad y a la corrección del déficit exterior

VII. CONCLUSIONES

La participación de la economía española en la UEM ha supuesto un gran logro desde el punto de vista de la trayectoria histórica de los condicionantes macroeconómicos del crecimiento. Con ello se ha culminado la consecución del régimen de estabilidad necesario para la modernización de la economía y la asimilación de las pautas de los países más avanzados del entorno europeo. También se han eliminado algunos de los factores que recurrentemente estrangulaban el dinamismo económico. Dicho logro ha dado sus frutos en términos de la fase de expansión más larga de la historia económica reciente y de un gran avance en el grado de convergencia con los niveles de renta y bienestar de nuestra área económica de referencia.

La experiencia, sin embargo, no ha estado exenta de limitaciones, que se han manifestado en forma de una acumulación de desequilibrios que abocaban hacia una necesaria corrección, que finalmente se ha producido bajo las adversas condiciones de una grave crisis internacional.

La mayor parte de la experiencia de la participación española en la UEM ha estado notablemente influida por la existencia de unas condiciones monetarias y financieras internacionales considerablemente relajadas, como consecuencia de una percepción de sostenibilidad de la estabilidad macroeconómica, que finalmente se habría de demostrar poco fundamentada.

Además, los desequilibrios financieros globales, con grandes flujos de capitales desplazándose desde los países emergentes y productores de materias primas a los países más desarrollados y una insuficiente orientación estabilizadora del ciclo económico de la regulación del sistema financiero, desembocaron en un clima internacional de infravaloración del riesgo y de rápido crecimiento del endeudamiento, que favorecían unos niveles de apalancamiento nunca vistos en el pasado.

En el área del euro, además, los tipos de interés se han mantenido en niveles predominantemente bajos en comparación con cualquier referencia histórica, condicionados por las debilidades estructurales de los países centroeuropeos que frenaban sus ritmos de gasto y crecimiento.

En el caso de la economía española, los efectos de la holgura financiera se vieron amplificadas por el bajo nivel de endeudamiento de partida, asociado tanto al considerable saneamiento de empresas y hogares que indujo la recesión de los primeros años noventa, así como a las significativas primas de riesgo que había soportado una economía como la española, que había utilizado la devaluación de la moneda como herramienta de reequilibrio.

Además, el ajuste nominal de la economía y las -cada vez más firmes- expectativas de entrada en la UEM como socio fundador hicieron que los tipos de interés se redujeran progresivamente desde 1995, lo que desplazó la demanda de crédito hacia deudas a tipo variable, que permitían aprovechar rápidamente las ventajas de la convergencia. A su vez, en estos años se generaron muchas oportunidades para la expansión Internacional de las empresas españolas, asociadas a la privatización de empresas que estaban en poder de los correspondientes estados, que realizaron numerosas operaciones de adquisición con un notable apalancamiento.

Todos estos factores acentuaron los riesgos que comporta el rápido aumento del endeudamiento e indujo una composición del gasto y, en consecuencia, una especialización de la economía en patrones insuficientemente competitivos a medio plazo. En concreto, por el lado de la demanda se produjo una considerable expansión del consumo y de la inversión residencial, en detrimento de las exportaciones netas y de la inversión productiva. En este contexto, el fenómeno de la inmigración probablemente palió en alguna medida esta considerable presión de la demanda, al favorecer una cierta expansión de la oferta, pero también ha generado otros desequilibrios. En primer lugar, su bajo nivel de formación y, consecuentemente, sus reducidos niveles salariales han reforzado la tendencia de la economía española a especializarse en actividades constructoras y en servicios con poco valor añadido incorporado. Además, estos bajos salarios y la intensidad del fenómeno de la inmigración han ocultado, a nivel agregado, que el núcleo más estable del mercado de trabajo registraba crecimientos salariales superiores a los que son compatibles con la estabilidad nominal de la economía y que, por tanto, requerirían un ajuste. En consecuencia, la flexibilidad proporcionada por los inmigrantes ha podido actuar como sustituto de las reformas institucionales necesarias para que el mercado de trabajo se ajuste a las perturbaciones macroeconómicas sobre todo a través de cambios en sus precios relativos (es decir, en los salarios reales) y no en las cantidades (el desempleo), como ha venido ocurriendo hasta ahora.

Desde el punto de vista del sector público, la especialización en estas ramas de actividad y la sobrevaloración de los activos se tradujeron en un acusado aumento de la recaudación impositiva, que facilitó el ajuste presupuestario. Obviamente, la consolidación fiscal y la disminución del endeudamiento de

las Administraciones Públicas suministraban un factor de resistencia a la economía española; pero, teniendo en cuenta la composición del crecimiento y la dinámica de ampliación de los desequilibrios internos y externos, el esfuerzo debería haber sido mayor, por lo que dicho margen se ha ido agotando con rapidez. En concreto, las Administraciones Local y Autonómica deberían haber presentado una contribución positiva al superávit del sector público, en vez de asumir nuevas obligaciones de gasto de carácter permanente, con unos ingresos que no podían mantener los ritmos de crecimiento pasados.

La intensidad y la duración de la etapa expansiva que disfrutó la economía española desactivaron la necesidad de llevar a cabo otras reformas estructurales también pendientes en los mercados de bienes y servicios y en el entorno en que se desenvuelven las empresas. Antes de la entrada en la UEM y en sus etapas iniciales existía una necesidad de reformas, que se tradujo en un decidido impulso que se fue diluyendo posteriormente. Probablemente, esto fue el resultado del fuerte avance registrado por la convergencia real, que ocultó que se sostenía sobre bases temporales (el aumento de la tasa de empleo), mientras que la productividad registraba una notable debilidad. De hecho, las políticas de mejora de la eficiencia de la economía se adoptaron tardíamente.

A pesar de que este determinante clave de la competitividad de la economía no avanzaba lo suficiente, la facilidad de financiación del creciente desequilibrio externo indujo una tolerancia sobre este fenómeno, que se tradujo en un sobreendeudamiento del sector privado de la economía. Todos estos elementos confluyeron en un retraso del ajuste al que estaba abocada la economía española, que se dilató hasta finales del año 2006 y solo se hizo gradualmente durante 2007. El estallido de la crisis financiera internacional en el verano de 2008 y la posterior recesión global hicieron muy difícil para España seguir financiando su déficit exterior, esfumándose la posibilidad de realizar un «aterrizaje suave» y precipitando un ajuste brusco que ha llevado a la economía a un escenario de recesión más intenso que el experimentado en la primera mitad de los años noventa.

La gravedad de las tendencias financieras y contractivas ha llevado a adoptar, como en todos los países, medidas de emergencia para paliar las consecuencias del endurecimiento financiero y para evitar una súbita paralización del gasto. Son medidas necesarias, pero que difícilmente podrán por sí solas promover un cambio de tendencia. El desenlace de esta compleja situación depende en gran medida de la capacidad de la economía mundial para salir de la recesión global y restaurar la función intermediadora del sistema financiero.

Pero la economía española se enfrenta a los retos propios de un proceso de ajuste dentro de la UEM, en circunstancias particularmente adversas. Para ello tendrá que activar los resortes que proporcionan el dinamismo demográfico

y la flexibilidad alcanzada con algunas reformas estructurales implementadas en el pasado, particularmente en el terreno de las privatizaciones y de la liberalización. Pero tiene pendientes otras parcelas en el área de los servicios y, sobre todo, del mercado de trabajo, en el que el mantenimiento en lo fundamental de sus ineficiencias de ajuste le están llevando a un comportamiento explosivo del desempleo, como en recesiones anteriores, que propaga e intensifica el alcance de las fuerzas contractivas. Las medidas de carácter estructural son el principal instrumento con el que cuentan las autoridades para evitar que la recesión se transforme en una desviación duradera de la senda de crecimiento potencial que la economía española puede alcanzar dentro del régimen de estabilidad de la UEM.

VIII. BIBLIOGRAFÍA

- ANDRÉS, J., E. ORTEGA, y VALLÉS. J., “Competition and inflation differentials in EMU”, en *Journal of Economic Dynamics and Control*, 32 (3) (2008) 848 -674.
- ARCE, O.; CAMPÁ, J.M., y Agobian, *Asymetric collateral requirements and output composition*, Documentos de Trabajo, nº 083 (2008), Banco de España.
- AYUSO, J., y AMESTOY, R., “House Prices and Rents; An Equilibrium Asset Pricing Approach”, en *Journal of Empirical Finance*, 13, pp. 371 -388.
- BENTOLILA, S., y JIMENO, J. F., “Spanish unemployment: the End of Wild Ride?”, en M. Warding (ed.), *Structural Unemployment in Western Europe, Reasons and Remedies*, MIT Pres, 2006.
- BLANCHARD O., “Country Adjustments Within Euro land. Lessons After Two Years”, en *Monitoring the European Central Bank*, CEPR, London 2001.
- BOVER, O., “*Wealth effects on consumption: microeconomic estimates from the Spanish survey of household Finances*”. Documentos de Trabajo, nº 0522 (2005), Banco de España.
- BOVER, O., y JIMENO, J. F., “*House prices and employment reallocation: international evidence*”. Documentos de Trabajo, nº 0705 (2007), Banco de España,
- CAMPA, J. M., y GAVILAN, A., “*Current accounts in the Euro area: an intertemporal approach*. Documentos de Trabajo, nº 0638 (2005), Banco de España.

- DE BONDT, “*Euro area corporate debt securities market; first empirical evidence*”, ECB Working Paper, nº 164.
- DE CASTRO, R. A.; ESTRADA y MARTÍ, F., “Una aproximación al componente transitorio de saldo público en España”, en *Boletín Económico* (junio 2008) 71 -81.
- DE LA FUENTE, A., “El impacto de los fondos estructurales: convergencia real y cohesión interna”, en *Hacienda Pública Española*, 165 (2003) 122 - 129.
- DOLADO, J., y JIMENO, J.F., “The causes of Spanish Unemployment; A Structural VAR Approach”, en *European Economic Review*, vol. 41:7 (1997) 1281 -1307.
- GALÍ, J., y GERTLER, M., “Mark -ups, gaps, and the welfare costs of business fluctuations”, en *The Review f Economics and Statistics*, 89 (1), (2007) 44 -59,
- HARTMAN, P.; MADDALONI, A., y MANGANELLI, S., “*The euro area financial system: structure, integration and policy initiatives*”, ECB working paper nº 203 (2003).
- IZQUIERDO, y REGIL, A. V., “Actualización de las estimaciones de la tasa de desempleo estructural de la economía española”, en *Boletín del Banco de España*, (septiembre 2006) 55 -62.
- IZQUIERDO, M.; LACUESTA, A., y PUENTE, S., “Los flujos de entrada y salida de inmigrantes en España”, en *Boletín del Banco de España*, (octubre 2008) 33 -38.
- MALO DÉ MOLINA, J. L., *Una larga fase de expansión de la economía española en la UEM*. Documentos Ocasionales, nº 0505 (2005), Banco de España.
- MALO DÉ MOLINA, J. L., *Los principales rasgos y experiencias de la integración de la economía española en la UEM*. Documentos Ocasionales, nº 0701 (2007), Banco de España.
- MARQUÉS, J. M.; NIETO, F., y DEL RIO, A., “*Una aproximación a los determinantes de la financiación de las sociedades no financieras en España*”, Documentos de Trabajo, nº 0535 (2005), Banco de España.

- MCCONNELL, M., y PÉREZ -QUIROS, G., (2000). "Output Fluctuations in the United States, What Has Changed Since the Early 1980", en *American Economic Review*, 90 -5 (diciembre 2000) 1464 -1476.
- RAJAN, R., y ZINGALES, L., *Banks and market: the changing character of European finance*, CRSP Working Paper nº 546 (2003).
- RUMLER, F., *Estimates of the open economy new Keynesian Philips curve for Euro area countries*, Europe Central Bank. Working Paper Series, 496 (2005).
- TIMMER, M., y O'MAHONY, M., *The EU KLEMS Growth and Productivity Accounts; An Overview University of Groningen & University of Birmingham*, 2008.