

España y los desequilibrios globales^(*)

Javier Andrés

(Universidad de Valencia)

Los desequilibrios globales y la gran moderación

El pinchazo de la burbuja inmobiliaria y las deficiencias de la regulación financiera son señalados como las causas inmediatas de la situación económica mundial, caracterizada por el estancamiento o la recesión en la mayoría de los países del planeta. Este frenazo parece más sorprendente por haber tenido lugar tras un periodo en el que la economía mundial ha alcanzado un crecimiento económico sin precedentes. El mundo en su conjunto ha crecido a una tasa media del 3.9% desde 1995, cuando lo había hecho al 3% entre 1980 y 1995. El crecimiento vino acompañado de algunas características como la moderación y estabilidad de la inflación (19,8% y 4,8% respectivamente), unos tipos de interés históricamente bajos y una reducción de la volatilidad de las fluctuaciones económicas que hicieron que la última década haya sido conocida como la '**gran moderación**'.

Sin embargo, durante este periodo se fueron incubando una serie de desequilibrios importantes en buena medida originados en el inusual patrón de crecimiento en el que las economías emergentes tuvieron un especial protagonismo (con tasas de crecimiento del 3,2% al 5,7%, pre y post 1995), mientras que las economías más avanzadas crecieron a tasas sustancialmente inferiores. La característica principal de este crecimiento desequilibrado fue la generación de fuertes disparidades en las exportaciones netas por países y los correspondientes flujos financieros.

Estos **desequilibrios globales** se manifestaron principalmente en el volumen y la dirección de los flujos internacionales de capital. Las reservas en moneda extranjera acumuladas por todos los países del mundo, que en 1980 apenas alcanzaban 0,5 billones de dólares, aumentaron hasta 1,8 en 2000 y se aceleraron hasta 7 billones en 2008. Esta acumulación fue resultado de elevados déficits comerciales en países como Estados Unidos, el Reino Unido

^(*)Agradezco los comentarios de Óscar Arce, Ángel Estrada, José E. Boscá, Rafael Doménech, Javier Ferri y Mariluz Marco.

y Australia, pero también en España, Grecia, Portugal o Italia que aportaron muchos de los activos necesarios para satisfacer la elevada oferta de ahorro mundial. Una sucesión de burbujas (países emergentes, 'punto-coms', etc.) que ha culminado (por el momento) en la **burbuja** inmobiliaria ha sido la forma principal en la que se ha manifestado este proceso desequilibrado de acumulación¹.

¿Cuál ha sido la posición de España en todo este proceso? y, lo que es más importante, ¿cómo influye esto en las condiciones en las que afronta nuestra economía la recesión?

España ha sido uno de los países más afectados por este proceso de globalización desequilibrada. Lo fue, favoreciendo un crecimiento económico y del empleo hasta 2008, y posiblemente lo será, en este caso negativamente, dado el elevado endeudamiento con que afronta la situación actual, consecuencia fundamentalmente del exceso de inversión sobre ahorro privado, que no ha podido ser compensado por el ahorro público.

Dos factores han sido cruciales en el elevado endeudamiento de la economía española acumulado en la última década. Por una parte la reducción del tipo de interés real y por otra nuestra baja competitividad que ha dado lugar a una inflación diferencial que ha contribuido a generar el déficit por cuenta corriente más elevado del mundo, en valor absoluto, tras el de Estados Unidos.

La implicación más importante del incremento mundial del ahorro ha sido la **reducción del tipo de interés real** en los mercados internacionales.² Esta reducción puede estimarse entre 200 y 300 puntos básicos desde principios de los años noventa. A esta caída en el tipo de interés hay que añadir, en el caso de España, la reducción de la prima de tipo de interés asociada a nuestra pertenencia a la Unión Económica y Monetaria. La prima de la deuda soberana española con respecto a la alemana cayó desde un valor superior a 500 puntos básicos en 1995, hasta alcanzar un valor cero (incluso ligeramente negativo) en 2004. La reducción de este diferencial ha sido saludada como indicativa de la confianza de los inversores extranjeros en una economía que crecía a tasas extraordinariamente elevadas y caracterizada por políticas fiscales ortodoxas. Sin embargo esta compresión del diferencial de tipos tuvo también que ver con un fenómeno global de **reducción de las primas de riesgo** que acompañó al proceso de globalización antes descrito.

A esta caída en los tipos hay que añadir la compresión de los márgenes de tipos de interés por parte de las entidades financieras entre las operaciones de activo y de pasivo, producto de la competencia bancaria. En la UEM el margen entre ambos tipos ha caído casi 200 puntos básicos en el mercado hipotecario desde la entrada en vigor del Euro. La mayor eficiencia de los bancos españoles es responsable de un estrechamiento mayor de márgenes en nuestra economía.

Esta reducción sin precedentes del tipo de interés está detrás del extraordinario crecimiento del endeudamiento de empresas y familias, y es otra manifestación de la **escasez de activos** seguros en el mundo. En busca de este tipo de activos, los fondos prestables originados en países exportadores de petróleo y en países con una economía basada en la exportación, así como en economías emergentes con mercados financieros poco desarrollados, se dirigió en primer lugar a los activos más seguros, como los bonos del tesoro americano, y terminó demandando activos de dudosa calidad como las subprime. En este proceso la deuda española, pública y privada, de elevada calidad no encontró dificultades sustanciales de financiación.

De esta forma la economía española ha podido mantener lo que algunos economistas han denominado “una tasa de ahorro de economía desarrollada y una tasa de inversión típica de economías emergentes”, con el consiguiente endeudamiento equiparable al de los principales países anglosajones. Como en estos países, el exceso de fondos disponibles ha agotado las oportunidades disponibles de inversión productiva y se ha orientado hacia el sector inmobiliario con los efectos sobradamente conocidos. En un momento de elevada demanda como consecuencia de la inmigración y del aumento del número de nuevos hogares, la especial capacidad del sector de la construcción para atraer fondos ha tenido además que ver en nuestro país con factores como un mercado de alquiler poco desarrollado, la fiscalidad favorable a la propiedad inmobiliaria y la fuerte competencia bancaria que se ha manifestado no sólo en la compresión de márgenes sino también en el aumento de los plazos hipotecarios y de las facilidades de crédito en general en ambos lados del mercado, crédito hipotecario y crédito a promotores.

La crisis

Este proceso ha favorecido un extraordinario crecimiento económico y un aumento del empleo en la construcción y los servicios pero, como contrapartida, ha contribuido a perpetuar la principal debilidad estructural de la

economía española atrayendo una mano de obra poco cualificada, sobredimensionando el sector de la construcción en detrimento de otros sectores más eficientes y ampliando la brecha de productividad con el resto de la economía europea.

Las consecuencias fundamentales de la crisis financiera han sido el bloqueo de las fuentes de financiación mayorista en los mercados internacionales, la segmentación (e incluso vuelta a un cierto localismo) de los mercados financieros y una exagerada percepción del riesgo relativo de las inversiones. Hay menos fondos y los inversores analizan con mucho cuidado, con excesiva cautela en algunos casos, los activos a adquirir replanteándose su valoración del riesgo.

A pesar de la indudable ventaja que supone partir de un bajo nivel de endeudamiento público y de contar con un sector bancario menos expuesto a los elementos desencadenantes de la crisis financiera, consecuencias de acertadas decisiones de política económica, la economía española afronta los efectos de la fragmentación de los mercados financieros en unas condiciones de desventaja relativa³. Por una parte está nuestro elevado endeudamiento que, aunque puede mitigarse parcialmente por la propia recesión, empeorará en la medida en la que el sector público demande cada vez más fondos. Además nuestra economía tiene una situación desfavorable en la valoración de la deuda privada y pública en comparación con la de otros países que también tienen unas cuantiosas necesidades de financiación (Estados Unidos en particular).

¿Cuál es la evolución previsible de los flujos internacionales de capital que tuvieron lugar en el periodo de la gran moderación? Tras el retraimiento actual y la previsible reorientación del crecimiento hacia un mayor desarrollo del mercado interior en algunos países emergentes, es previsible que la situación de abundancia de fondos tarde en recuperarse y que, si lo hace, las primas de riesgo sean elevadas durante bastante tiempo. Por ello la economía española puede encontrarse en los próximos meses, de hecho ya lo está haciendo, con una dificultad de financiación cada vez más severa. Pero más allá de estas dificultades, la más que probable eventualidad de que las condiciones que dieron lugar a la gran moderación no se repitan obliga a nuestra economía a acelerar los cambios estructurales que deberíamos haber iniciado años atrás cuando las condiciones financieras globales eran favorables.

El reequilibrio entre el sector inmobiliario y otros sectores productivos será una

consecuencia de la crisis actual, aunque requerirá, para ser más ágil y ordenado, cambios fiscales y reformas en el mercado de alquiler. Más importante es la reorientación de nuestro crecimiento hacia una estrategia más equilibrada entre el ahorro doméstico y la inversión. Este reequilibrio es absolutamente necesario y será más o menos costoso en términos de empleo en función de que acertemos con la estrategia adecuada de política económica. Dos pilares de esta estrategia son el uso adecuado de la política fiscal y el logro de un pacto por el empleo y la productividad que ponga la recuperación de la competitividad de nuestra economía como un objetivo fundamental no a medio sino a corto plazo.

Con la excepción de la legítima preocupación por la sostenibilidad a medio plazo, casi ninguna de las reservas sobre la política fiscal discrecional como política contracíclica es relevante en esta situación. La proporción de consumidores y empresas con restricciones de liquidez aumenta con la crisis financiera, la política monetaria está viendo reducido su margen de maniobra y la recesión se prevé duradera por lo que incluso aquellas medidas de gasto cuyo efecto sobre el empleo es importante aunque menos inmediato (la obra pública por ejemplo) pueden ser particularmente eficaces.

Pero este **estímulo fiscal** no puede ser sino temporal y en el mejor de los casos permitirá reducir la brecha con el crecimiento potencial abierta por la crisis actual. El reequilibrio entre ahorro e inversión requiere un incremento sustancial y permanente de nuestras exportaciones netas y para ello es urgente el fomento de la productividad, acompañado de una moderación en el crecimiento de las rentas del trabajo para que esta repercuta rápidamente en la competitividad de la economía española. Es cierto que el crecimiento de la productividad en nuestras empresas exportadoras no ha sido muy diferente del de las empresas con que compiten en los mercados internacionales. La cuestión es que nuestra base exportadora es insuficiente y viene en buena medida lastrada por una baja productividad y elevados precios y márgenes en algunos sectores de servicios y otros no suficientemente expuestos a la competencia.

Muchos de las medidas necesarias para **aumentar de la productividad** suponen cambios estructurales de efecto lento (educación) y otras son difíciles de aplicar en momentos de elevado desempleo (normativa de regulación de mercados de bienes, servicios y de trabajo, tipos de contrato y costes de despido, etc.). Las reformas en estos ámbitos son necesarias ya que permitirán que esta recesión sea menos duradera y que afrontemos en mejores

condiciones las fluctuaciones económicas en el futuro. Además, acometerlas cuanto antes puede dotar a la economía española de una credibilidad exterior que alivie parcialmente nuestras dificultades de financiación. No obstante, sin renunciar a acometer estas políticas de efecto a medio plazo, es preciso actuar sobre otros márgenes que influyen directamente en el esfuerzo conjunto de trabajadores y empresas y que pueden tener una incidencia más inmediata en nuestra competitividad y, por ello, en el empleo, mejorando las **prácticas laborales dentro de la empresa**. Medidas como relacionar más directamente el crecimiento de los salarios (y los márgenes de beneficios) al de la productividad individual y colectiva en la empresa, favorecer los contratos a tiempo parcial, con ajuste equivalente de horas y remuneración neta, compensando a las empresas por los costes fijos del puesto de trabajo, reducción del absentismo laboral, incentivos a las pequeñas empresas en función de objetivos de empleo o precios, etc.

Para ser efectivas estas medidas deben ser tales que su puesta en práctica dependa fundamentalmente de la voluntad de trabajadores y empresarios dentro de cada empresa, deben ser de efecto directo sobre los objetivos planteados y tener un objetivo fácilmente identificable y, de este modo, susceptible de recibir beneficios fiscales o financieros por parte del sector público. Pero lo que es crucial es optar por medidas que sean de rápida aplicación y por lo tanto viables dentro del marco regulatorio actual (o con pequeñas modificaciones de éste) que no requieran complejos procesos legislativos. Estas medidas deberían venir avaladas e impulsadas por un acuerdo social de carácter general, pero si este no es posible no hay razón para que el gobierno no tome la iniciativa.

Conclusión

España ha disfrutado de un elevado crecimiento que en buena medida ha venido favorecido por la disponibilidad de fondos exteriores a tipos de interés relativamente bajos. Aunque las condiciones de los mercados deben mejorar en los próximos trimestres no es previsible que volvamos a una situación financiera tan desahogada como la que conocimos durante la 'gran moderación'. La reforma de nuestro modelo productivo no puede dilatarse más. En términos macroeconómicos esto significa reequilibrar el balance entre ahorro e inversión doméstica, junto a una recomposición de esta última para reducir el peso de la construcción. Estos ajustes pueden lograrse a costa de una recesión profunda y duradera, si no se activan de manera inmediata medidas que reduzcan el déficit de competitividad de nuestra economía en

comparación, en particular con relación a los principales países europeos, o con una recuperación más rápida y equilibrada, si se acometen sin dilación las políticas adecuadas que orienten los esfuerzos de todos a favor de un aumento de la productividad.

¹ Arce O. y D. López-Salido (2008): "Housing Bubbles", Banco de España, DT nº 0815.

² Ricardo J. Caballero, Emmanuel Farhi, and Pierre-Olivier Gourinchas (2008): "An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates". *American Economic Review*, 98:1, pgs 358-393.

³ Esto no es sino una manifestación de la vulnerabilidad a los shocks de tipos de interés en economías en las que empresas y consumidores están fuertemente endeudadas (Javier Andrés y Óscar Arce (2008): "Banking Competition, Housing Prices and Macroeconomic Stability", Banco de España, DT 0830).