

# Restaurar y modernizar

Emilio Ontiveros\*

**La recuperación de la economía española es de las más explícitas de la eurozona. En la intensidad de la misma, además de la profundidad original de la recesión, han influido factores externos no permanentes, como el abaratamiento de las materias primas energéticas y la política monetaria del BCE. De su continuidad, pero también de la estabilidad financiera y del crecimiento económico global, dependerá el crecimiento previsto para este año, en el entorno del 2,7%. Siendo importante la consecución de registros de crecimiento suficientes, no lo es menos avanzar en el fortalecimiento de ventajas competitivas adicionales a las basadas en costes directos. Esos dos empeños, restaurar potencial de crecimiento y modernización económica, han de contar con la resolución de la incertidumbre política que al inicio de este año afecta de modo singular a nuestro país en el ámbito de la dinámica secesionista y en la interinidad para la búsqueda de soluciones de gobierno estables en el conjunto de España**

La economía española abandonó el año 2015 con un ritmo de crecimiento del 3,2%, que duplica el promedio de la eurozona. Lo hacía creando empleo y sin desequilibrio en la balanza de pagos. Pero con dificultades para reconducir el déficit fiscal hacia los objetivos comprometidos. En realidad, como advierte la propia Comisión Europea (2016), el déficit público estructural se habrá deteriorado de forma significativa en 2015, al tiempo que la deuda pública habrá quedado muy cerca del 100% del PIB.

Esos rasgos macroeconómicos, expresivos de una evidente recuperación desde la profunda

recesión que sufrió la economía, no lo son, sin embargo, de la suficiente normalización del comportamiento de los agentes económicos. Las familias no han registrado elevaciones significativas en su renta. Las empresas no incrementan decisiones de inversión a un ritmo consecuente con la expansión de sus actividades y, quizás lo más relevante, con la necesidad de intensificar ventajas competitivas adicionales a los reducidos costes de los factores. Las administraciones públicas, por su parte, siguen siendo tributarias de la situación de excepción que supuso la contracción de sus decisiones de gasto e inversión consecuentes con la aplicación de programas de austeridad.

\* Catedrático de Economía de la Empresa de la Universidad Autónoma de Madrid y presidente de Afi, Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Esos registros estadísticos tampoco reflejan por el momento la capacidad de la economía española para garantizar la sostenibilidad de su crecimiento a medio plazo. Es así porque, en primer lugar, apenas se ha restaurado la erosión que la crisis ejerció sobre todas las formas de capital y, en segundo, porque no se observan señales suficientes de transformación de su patrón de crecimiento hacia uno en el que la calidad de los factores y la de las instituciones adquiera más preeminencia que el asociado al mantenimiento de costes de los mismos relativamente reducidos. Un empeño tal cobra una significación especial en el contexto político resultante de las pasadas elecciones generales, en la medida en que a los riesgos derivados de un entorno internacional menos propicio que el que ha presidido la recuperación se añaden las eventuales contingencias asociadas a una gobernanación política más compleja, menos amparada en la experiencia, en definitiva. Y, todo ello, en un contexto internacional complejo, dominado en este inicio de año por una intensa inestabilidad financiera que está castigando de forma diferencial a los valores bancarios europeos.

En las páginas que siguen se trata de identificar los daños todavía explícitos que ha dejado la crisis, y las posibilidades de restauración de los mismos. En segundo lugar, se describirán algunas acciones tendentes a reducir la vulnerabilidad de la economía española a perturbaciones como las derivadas de la crisis de 2007, destacando las decisiones prioritarias para orientar el patrón de crecimiento hacia uno más basado en el conocimiento. Los condicionantes derivados del entorno internacional y de la situación política tras las elecciones generales de diciembre de 2015 cierran el análisis.

## Restauración de daños

### Daños diferenciales

La particularización de la crisis de 2007 en la economía española fue más adversa que en el promedio de la eurozona. A pesar de la recuperación reciente, al término de 2015 el PIB sigue

siendo inferior al existente en 2007. La tasa de desempleo se mantiene por encima del 20% (frente al 8% de 2007), al tiempo que su componente de larga duración es relativamente elevado, así como el número de familias en las que todos sus miembros están desempleados.

El desequilibrio que en mayor medida propició la severidad diferencial de las consecuencias de la crisis fue un elevado endeudamiento de familias y empresas con el sistema bancario nacional. Las finanzas públicas no presentaban problemas: al final de 2007 el superávit público era del 2% del PIB y la deuda pública, del 35,5%, de las más bajas de la OCDE.

Fue la intensa contracción de la actividad, y desde luego la de la construcción residencial, la que propició una intensa caída de los ingresos públicos y el consiguiente aumento del déficit y de la deuda pública. Ello coexistió con una intensificación de la vulnerabilidad del sistema bancario, primero en recibir el impacto del colapso en los mercados de crédito globales. En una economía altamente bancarizada, las anomalías en el funcionamiento del principal subsector del sistema financiero se transmitieron mucho más rápida e intensamente al sector real, al tiempo que se agudizaba ese bucle diabólico entre las tensiones en los mercados de deuda pública, la agudización de la recesión y el deterioro de los balances bancarios, donde residían una parte significativa de la deuda pública y, por supuesto, de préstamos amparados en garantías hipotecarias.

La aplicación de políticas presupuestarias basadas en una austeridad fiscal procíclica “dictadas por el pánico inducido por los mercados financieros”, en los términos acuñados por Paul de Grauwe (2015), no favoreció precisamente la recuperación del crecimiento económico ni la reducción de la deuda pública. Como ha destacado ese autor, esas políticas, en un contexto de recesión, redujeron la capacidad de los estabilizadores automáticos haciendo más intensa la caída de la actividad. La erosión de todas las formas de capital –físico, humano, tecnológico– fue evidente, y con ellas la del crecimiento potencial de la economía.

## Fundamentos de la recuperación

Desde caídas en el crecimiento significativamente más intensas que en el promedio de las economías de la eurozona, en la recuperación de la española los propulsores externos han jugado un papel muy importante, superior también a la mayoría de las del área monetaria.

Lo hizo en primer lugar el cambio de actitud del Banco Central Europeo (BCE) a partir del verano de 2012 cuando mostró su disposición a evitar que los mercados de deuda pública cotizaran la fragmentación del euro. Las caídas en los precios de los bonos públicos y el deterioro de los balances bancarios afectaron de forma diferenciada a España. Por eso, la asistencia financiera europea para la recapitalización de los bancos, en junio de 2012, supuso el primer apoyo a la recuperación económica, paliando los daños ocasionados por la aplicación de las políticas de austeridad. A partir de ahí, la adopción por el BCE de políticas monetarias ensayadas años antes por la Reserva Federal y por el Banco de Inglaterra facilitaron adicionalmente el saneamiento financiero de empresas y familias y la reducción de los intereses de la deuda pública.

---

*La política monetaria excepcionalmente expansiva del BCE, la consiguiente depreciación del euro y el abaratamiento de las materias primas, en especial de los hidrocarburos, han favorecido más a la economía española que al promedio de la eurozona. La gran cuestión que suscita este patrón de recuperación es la persistencia de esos factores en el futuro.*

---

Esa política monetaria excepcionalmente expansiva adoptada por el BCE, la consiguiente depreciación del euro y el abaratamiento de las materias primas, en especial de los hidrocarburos, han favorecido más a la economía española que al promedio de la eurozona. Lo explica el mayor nivel de endeudamiento y la vulnerabilidad del sistema bancario, así como su más intensa dependencia de las importaciones de petróleo y gas. En la recu-

peración del crecimiento también jugó un papel importante el dinamismo de las exportaciones, en gran medida amparadas en un aumento de la propensión exportadora de las empresas españolas, ante la insuficiencia de la demanda nacional y el abaratamiento de los costes de los factores, incluidos los laborales.

La gran cuestión que suscita ese patrón de recuperación es acerca de la persistencia en el futuro de esos cuatro factores propulsores. En ausencia de reforzamiento de otras ventajas competitivas menos circunstanciales, las probabilidades de un crecimiento insuficiente para proseguir en la reducción del desempleo y el elevado endeudamiento son elevadas. Así lo hizo saber el último informe del FMI (2015), en virtud del Artículo IV, advirtiendo del reducido potencial de crecimiento

---

*A pesar de la intensa creación de empleo en 2015, los riesgos de deterioro adicional de las condiciones de vida de buena parte de la población son evidentes, a tenor de la evolución de los salarios medios, de la calidad del empleo, del número de parados sin prestación alguna o del aumento de la desigualdad de la renta y la riqueza.*

---

a medio plazo. Las previsiones para la economía española de ese organismo para 2020 se sitúan en el 1,8%. En Afi consideramos que en ausencia de deterioros adicionales a los ya observados en el entorno internacional, la economía española podrá mantener un firme crecimiento en los dos próximos años, del 2,7% y del 2,3%, en 2016 y 2017, respectivamente (cuadro 1). Aunque con menor intensidad que en 2015, serán esos factores propulsores constituidos por unas condiciones monetarias favorables, la recuperación gradual del crédito y unos precios relativamente bajos de las materias primas, los que contribuyan a mantener todavía nuestro crecimiento por encima del potencial. Con todo, en ausencia de mayor intensidad de la inversión, de crecimiento de la productividad, la reducción del desempleo estructural será difí-

Cuadro 1

## Previsiones macroeconómicas de Afi

Tasa anual de crecimiento (%)	2014	2015	2016	2017
<b>PIB real</b>	<b>1,4</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>
Consumo Final	0,9	2,9	2,6	1,9
Hogares	1,2	3,1	2,9	2,1
AA.PP.	-0,0	2,5	1,6	1,3
FBCF	3,5	6,2	5,0	4,9
Bienes de equipo	10,7	9,7	7,0	6,1
Construcción	-0,1	5,6	4,6	4,9
Vivienda	-1,3	3,0	4,6	5,5
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>1,5</b>	<b>3,4</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>
Exportaciones	5,1	6,0	5,5	4,7
Importaciones	6,4	7,8	6,8	6,1
<b>Demanda externa (*)</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>
IPC (media anual)	-0,2	-0,5	0,2	1,1
Deflactor PIB	-0,4	0,6	1,0	1,3
PIB nominal	1,0	3,8	3,7	3,6
Empleo (EPA)	1,2	3,0	2,5	2,0
Tasa de paro (EPA)	24,4	22,1	20,1	18,9
Saldo público (%PIB)	-5,8	-4,7	-3,7	-2,7
Deuda pública (% PIB)	99,3	100,7	101,3	100,5

Nota: \* Aportación al incremento del PIB.

Fuente: Afi, elaboración propia.

cil y con ello también el aumento del crecimiento potencial.

Esas limitaciones y la desigual distribución de las rentas generadas en la recuperación contribuyen a explicar el hecho de que los registros macroeconómicos del último año no se hayan traducido en una percepción más optimista por los agentes económicos. A pesar de la intensa creación de empleo en 2015, los riesgos de deterioro adicional en las condiciones de vida de la mayoría de la población son evidentes, a tenor de la evolución de los salarios medios, de la calidad del empleo, del número de desocupados sin prestación alguna o de la ampliación de la desigualdad de la renta y de la riqueza. Es algo asumido que la reducción de la desigualdad constituye una condición necesaria para la estabilidad, desde luego política, pero también del propio crecimiento económico.

## Modernizar

Si la restauración del capital perdido, la intensificación de la inversión, y con ella la productividad, es la condición necesaria para que la economía española mantenga un crecimiento sostenible a medio plazo, la suficiente es que recupere la inercia de su modernización que también la crisis ralentizó, en el mejor de los casos. Desde mucho antes de que emergiera la crisis, era necesaria la modificación de las ventajas competitivas de los sectores económicos españoles en la dirección de una mayor intensidad en aquellas basadas en conocimiento y una menor vulnerabilidad a las exhibidas por economías menos avanzadas.

Son varios los ámbitos prioritarios a este respecto en los que con bastante independencia de la

distribución el poder político sería fácil convenir. A modo de síntesis podrían destacarse los siguientes:

■ *Fortalecimiento del capital tecnológico y de la educación*

El sistema español de innovación ha sido también uno de los grandes sacrificados durante la crisis. Si antes de la emergencia de esta nuestro país se mantenía en las posiciones zagueras entre las economías avanzadas por su inversión en I+D, ahora el retroceso es mayor. En 2008 España asignaba un 1,35% del PIB, 0,45 puntos por debajo del promedio de la UE, mientras que al término de 2013 era del 1,23% del PIB. A diferencia de lo ocurrido en España, en la UE la inversión en I+D no ha dejado de aumentar en los años de crisis, con lo que la relación entre ambas intensidades inversoras ha retrocedido al 60%, el nivel de 2004. La distancia con las economías europeas más intensivas en innovación ha retrocedido aún más (Mulet, 2016)

En 2014, año de crecimiento económico, la inversión en I+D tanto pública como privada se redujo de forma significativa respecto al año anterior y, desde luego, respecto al inicio de la crisis. Otro de los rasgos diferenciadores frente a lo que ocurre en la UE es precisamente el origen de esa inversión. En España casi la mitad corresponde a fuentes públicas de financiación, mientras que en la UE apenas alcanza el 32%. Quiere eso decir que la evolución de esa modalidad de capital tecnológico depende en gran medida de la voluntad de los gobiernos; de la prioridad que se le conceda en las eventuales decisiones de ajuste presupuestario. En contraste con lo que ocurre en otras economías el comportamiento de la asignación de fondos públicos en España es manifiestamente volátil, como si no existiera una estrategia consistente al respecto.

Es evidente, por tanto, que este ha de ser uno de los ámbitos donde debería existir una estrategia a largo plazo, que dispusiera de amplio respaldo político con el fin de no quedar al socaire de las tentaciones de ajuste presupuestario, aparentemente indoloro en el corto plazo.

Estrechamente vinculado al fortalecimiento de esas dotaciones en capital tecnológico han de estar las asignadas a educación. El diagnóstico sobre la disposición de competencias básicas de los jóvenes ante su inserción en el mercado de trabajo es decepcionante, como se pone de manifiesto en Serrano y Soler (2015). Desde la enseñanza obligatoria a los niveles siguientes, las posiciones españolas frente a otros países no son las propias de la dimensión relativa de la economía.

Es un tópico que España no ha conseguido consensuar una política que garantice la estabilidad suficiente en niveles de exigencia adecuados que favorezca la adecuación de las habilidades de los egresados de las instituciones educativas a las exigencias sociales y económicas actuales. Junto a ello, las volátiles políticas educativas tampoco han favorecido ese otro objetivo básico que es reducir la intensa estratificación social todavía existente.

■ *Empresas y función empresarial*

La calidad de la función empresarial es básica para garantizar buenos resultados económicos. Es necesario que la sociedad genere los incentivos necesarios para que sean los mejores talentos los que asignen su capacidad para emprender. Lo es también para que esas energías sean productivas y se diferencien claramente los emprendedores de los logreros, en los términos acuñados por John Maynard Keynes.

Pero siendo importante la creación de condiciones y la eliminación de obstáculos para la natalidad empresarial, tomando como referencia los

---

*La calidad de la función empresarial es básica para garantizar buenos resultados económicos. Es necesario que la sociedad genere los incentivos necesarios para que sean los mejores talentos los que asignen su capacidad para emprender.*

---

parámetros comprensivos del *Doing Business* que incorpora el Banco Mundial, no lo es menos avanzar hacia dimensiones medias de las empre-

sas superiores a las existentes, que garanticen una mayor facilidad para la adopción de innovaciones. Las microempresas (aquellas con menos de 9 trabajadores) siguen representando una proporción excesiva (96%) del censo total compuesto por más de 3,1 millones de empresas en nuestro país.

Es en la consecución de estructuras empresariales más eficientes en el desempeño de la función empresarial, en definitiva, donde se localizan fuentes de mejora indudables. Y ello nos remite necesariamente a la disposición de mayores dimensiones medias de las empresas, necesarias para asimilar las corrientes innovadoras e introducir mejoras suficientes en la gestión de los subsistemas empresariales. El crecimiento potencial de la economía, la generación de ganancias de productividad, requiere de esas mejoras genéricas en la función empresarial.

#### ■ *Calidad institucional e inclusión social*

La erosión de la confianza en las instituciones es una de las causas de la significativa alteración en el panorama político español. La exigencia de regeneración, de homologación de sus prácticas con las economías con mejores prácticas y su desvinculación de la influencia de los partidos políticos en su funcionamiento es de todo punto necesario.

En este sentido es igualmente conveniente avanzar en la dirección definida en la Unión Europea hacia la diversificación institucional del sistema financiero, reduciendo su grado de bancarización y sentando las bases de la asimilación de los cambios propuestos en la senda de la Unión de los Mercados de Capitales.

No menos importante en la definición de estrategias de crecimiento, en la sostenibilidad de este, es la inclusión social. Michael Spence (2016) acaba de subrayar los riesgos de aquellos patrones de crecimiento que sistemáticamente excluyen a subgrupos de población, generando una débil cohesión política y social y, en última instancia, un debilitamiento de las posibilidades de crecimiento. Nuevamente la provisión de servicios educativos y sanitarios de calidad es considerada crucial para la

necesaria igualdad de oportunidades y la movilidad intergeneracional.

## **Complicidad del entorno internacional**

Hasta qué punto el entorno internacional a corto y medio plazo será propicio a la satisfacción de esos dos objetivos esenciales, restauración y modernización económicas, es hoy una duda. En la medida en que, como se destacaba en el primer epígrafe, han sido factores externos y transitorios los que más han contribuido a la recuperación del crecimiento de la economía española, la persistencia de estos se convierte en condición necesaria para su continuidad. Diversos condicionantes pueden alterar la inercia expansiva con que la economía española aborda 2016 y ralentizar la intensidad de la inversión.

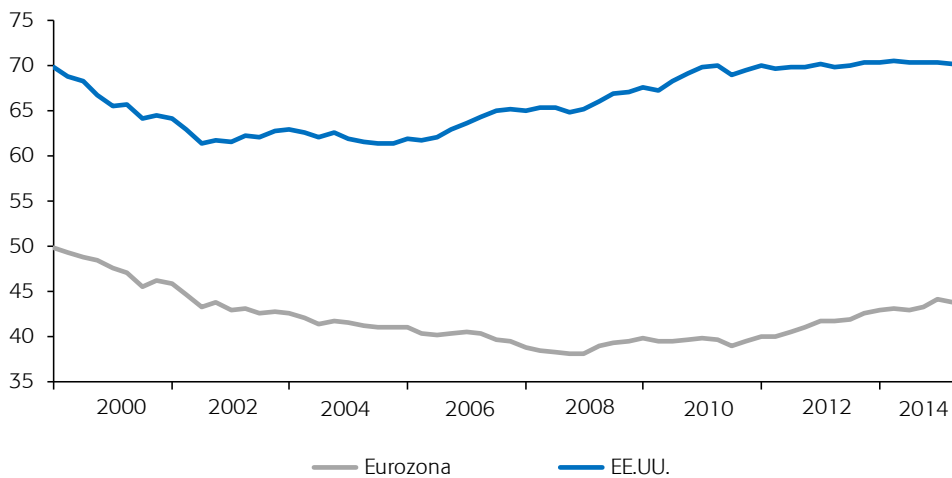
El crecimiento de la economía mundial y del comercio internacional no será más favorable al crecimiento español que en 2015. A la desaceleración observada en las economías emergentes se añaden renovados riesgos de inestabilidad financiera derivados no solo de la divergencia explícita en las políticas monetarias de los principales bloques económicos, con un impacto diferencial en las compañías energéticas altamente endeudadas. También son focos de riesgo los derivados de la desigual capacidad de los sistemas financieros de economías menos avanzadas para facilitar decisiones de desapalancamiento de los sectores privados, en no pocos casos altamente endeudados en dólares.

Con independencia de su justificación y de la discusión sobre los factores desencadenantes, las pérdidas de riqueza financiera sufridas en las primeras semanas de 2016, originadas por los desplomes de los mercados de acciones, podrían influir de forma adversa en el crecimiento de las economías avanzadas. Desde luego lo harían condicionando las expectativas y limitando la propensión al consumo y a la inversión. Con las reservas que puedan ofrecer las estimaciones específicas del efecto riqueza según las economías (presu-

Gráfico 1

**Riqueza financiera de los hogares**

(En porcentaje sobre su riqueza total)



Fuente: Afi, elaboración propia.

miblemente superior en EE.UU. que en Europa, dada la mayor participación de la riqueza financiera en la primera, según se observa en el gráfico 1), es altamente probable que descensos en las cotizaciones bursátiles superiores al 15%, tan concentrados temporalmente, puedan inhibir la demanda agregada en EE.UU. y Europa. Además, en la medida en que han sido las acciones bancarias las más castigadas, la normalización de la actividad intermediadora, en particular la inversión crediticia en la eurozona, puede llegar a verse más condicionada.

La evolución de la economía china y de su sistema financiero ha ejercido una notable influencia en la inestabilidad financiera registrada en el inicio del año. La percepción de que el crecimiento de la segunda economía más importante del mundo ha entrado en una fase de menor intensidad y las dificultades para avanzar hacia la estabilización y homologación de su sistema financiero y cambiario siguen siendo factores perturbadores de la estabilidad financiera global. Aun cuando los vínculos directos, comerciales y financieros, de esa economía con la española no son relativamente importantes, su capacidad de contagio es manifiesta, ya sea a través de los vínculos con las

más importantes economías de la eurozona o con algunas emergentes donde las vinculaciones de empresas españolas son más directas.

El impacto de la desaceleración en la demanda china de importaciones, especialmente de materias primas, es uno de los factores que ha contribuido a agudizar las dificultades de economías relevantes para España como la de Brasil. En este país el valor de la inversión directa de España es relativamente importante, como lo es la generación de ingresos y beneficios para algunas de las mayores empresas españolas, con una importancia relativa destacada en la conformación de los índices bursátiles.

Junto a lo anterior, la complejidad del entorno geopolítico, en un contexto de pronunciada caída de los precios de las materias primas energéticas, tampoco favorecerá la estabilidad económica y financiera. El conflicto entre Arabia Saudí e Irán es solo un exponente.

El entorno más inmediato, constituido por el área monetaria común, mantiene una marcada debilidad desde el inicio de la crisis de la deuda pública, en 2010. El valor del PIB al término de

2015 no había recuperado el nivel de final de 2007, como tampoco los niveles de confianza de los agentes económicos. La inflación no acaba de responder a los estímulos monetarios, sugiriendo como defienden algunos autores (Roubini, 2016) que ha podido romperse el vínculo casual tradicional entre oferta monetaria y variación de los precios. A pesar de costes del capital reducidos, la inversión es baja, como es la tasa de crecimiento de la productividad, mientras que el sector exportador no podrá contribuir de forma significativa al crecimiento dada la debilidad de las economías emergentes. No será fácil tampoco que la eurozona se libere de las limitaciones al aumento de su crecimiento potencial, como han ilustrado los diferentes académicos agrupados bajo el genérico *Rebooting Consensus Authors* (2015). Algunos desequilibrios que agudizaron la crisis siguen presentes en la eurozona, como los relativos a la calidad de los activos bancarios o la exposición bancaria a la deuda pública de sus propios países, y la genérica vulnerabilidad en aquellas economías con elevados niveles de deuda privada a la normalización de la política monetaria del BCE. Márgenes financieros estrechos y más intensas presiones reguladoras no son una buena combinación para algunos sistemas bancarios europeos, como han percibido recientemente los mercados bursátiles.

El castigo en las primeras semanas de 2016 a las cotizaciones de las acciones bancarias ha sido superior al promedio en todos los mercados, pero particularmente severo en la eurozona. En esos daños diferenciales parece estar influyendo la presunción de que el escenario de tipos de interés cercanos a cero, débil crecimiento económico, elevada morosidad y presiones reguladoras es poco conciliable con márgenes suficientes y la generación de aceptables rentabilidades sobre los recursos propios. Ello es relevante en el caso de la banca al por menor. Los temores se agudizan al verificar el limitado margen de maniobra del BCE para llevar a cabo estímulos adicionales sin generar más inestabilidad financiera.

Todo ello ha contribuido a renovar la vigencia del enfoque del “estancamiento secular”. Fue el 8 de noviembre de 2013, en una conferencia en el

Economic Forum del FMI, cuando Larry Summers “resucitó”, como él mismo ha puntualizado, la idea de Alvin Hansen acerca de la posibilidad de un *secular stagnation* en las economías avanzadas, que es de particular aplicación a la eurozona. Es

---

*La posibilidad de un “estancamiento permanente” es de particular aplicación a la eurozona. El mantenimiento de la economía en su potencial requerirá tipos de interés muy bajos e incluso negativos. Una situación que, además de amparar ritmos de crecimiento bajos a medio plazo, sugiere episodios frecuentes de inestabilidad financiera.*

---

cierto que desde entonces la realidad no ha contribuido a invalidar esa hipótesis. Los tipos de interés reales se mantienen en niveles históricamente reducidos, sin que las decisiones de inversión sean precisamente muy expansivas. Olivier Blanchard (2015), al término de otra conferencia en el FMI asumía las posiciones de Summers advirtiendo que, en un contexto de exceso crónico de ahorro sobre la inversión, el mantenimiento de la economía en su potencial requerirá la continuidad de tipos de interés muy bajos e incluso negativos. Una situación, en todo caso, que además de amparar ritmos de crecimiento a medio plazo bajos, sugiere episodios frecuentes de inestabilidad financiera.

Frente a un panorama tal, la capacidad de la política monetaria es limitada, no solo por el nivel alcanzado por los tipos de interés o las decisiones instrumentadas de estímulos cuantitativos, sino por las propias dificultades de transmisión de esa política monetaria que se están poniendo de manifiesto. De ahí que en un contexto tal sea necesaria una política fiscal más activa. Desde la luego, la susceptible de instrumentar a través de la movilización de inversiones paneuropeas prevista en el Plan Juncker, con el fin de exorcizar los riesgos de estancamiento y favorecer el aumento de la productividad empresarial. Las instituciones europeas han de ser conscientes de los daños originados por



un tratamiento de la crisis, el adoptado a partir de mediados de 2010, que sin conseguir sanear las finanzas públicas, ha erosionado de forma significativa el crecimiento potencial del área monetaria. El consiguiente deterioro del bienestar ha contribuido al aumento de la desafección de los ciudadanos sobre la propia dinámica de integración económica en la UE, y a intensificar las tensiones nacionalistas en algunos países. Si no se demorara la concreción en planes de inversión comunes en redes tecnológicas y energéticas, el crecimiento algo menor de la economía española, que el consenso de los analistas anticipa ahora para 2016, del 2,7%, no solo sería factible, sino que facilitaría además esa necesaria mejora en el patrón de crecimiento, en el fortalecimiento de la productividad.

## Consideraciones finales. El papel de la incertidumbre política

En ese contexto internacional, en modo alguno garante de ritmos de crecimiento suficientes, la economía española afronta una transición específica, derivada de un sistema de gobierno distinto a los dominantes hasta ahora.

Los resultados de las pasadas elecciones generales no han eliminado a los partidos tradicionales, pero han posibilitado la emergencia de nuevas

---

*Que hasta el momento las variables financieras no hayan reflejado la incertidumbre política vigente en España, no significa que la vayan a pasar por alto. La prolongación de esa incertidumbre puede acabar generando efectos económicos y financieros importantes, en la congelación o aplazamiento de decisiones de inversión por empresas españolas y extranjeras.*

---

formaciones con las que habrá que contar en el futuro. Se abren escenarios nuevos, con posibles desenlaces igualmente novedosos en el panorama político español, sobre cuya estabilidad está justificado el escepticismo de los agentes econó-

micos nacionales y extranjeros y el eventual deterioro del clima de inversión.

Que hasta el momento las variables financieras, el precio de los bonos públicos en especial, no hayan reflejado la incertidumbre política vigente en nuestro país no significa que la vayan a pasar por alto. Las compras de deuda pública por el BCE están sin duda atenuando de forma muy significativa las consecuencias de las dificultades para articular una alianza suficientemente estable para la gobernación del país. Esos mismos obstáculos no facilitan la búsqueda de soluciones a la compleja dinámica abierta en Cataluña, ni la adopción de decisiones para convenir con las autoridades de Bruselas nuevos objetivos de déficit y deuda pública. Y la prolongación de ambas situaciones puede acabar generando efectos económicos y financieros importantes, en la congelación o aplazamiento de decisiones de inversión por empresas españolas y extranjeras.

Por eso, sería de todo punto conveniente concretar un desenlace del que emergiera una mayoría suficiente para que, sin menoscabo de su duración, pudiera tener la capacidad para gestionar tres aspectos esenciales: la dinámica abierta en Cataluña, la negociación con la Comisión Europea para una flexibilización del objetivo de déficit público en 2016 y el levantamiento de sanciones por el incumplimiento del correspondiente a 2015, y la mejora de la calidad de las instituciones. La disposición a actuar en esos tres frentes es de todo punto necesaria para acometer esa otra tarea antes comentada de efectos a medio plazo, que es la modernización del patrón de crecimiento de nuestra economía íntimamente vinculada a la sostenibilidad de su ritmo de expansión y a la generación de empleo de mayor calidad.

## Referencias

- BLANCHARD, O. (2015), "Ten Takeaways from the 'Rethinking Macro Policy. Progress or Confusion?'," *Vox CEPR's Policy Portal*, 25 de mayo.
- COMISIÓN EUROPEA (2016), "European Economic Forecast", Winter 2016, *Institutional Paper* 020, febrero.

- DE GRAUWE, P., y J. YUEMEI (2015), "Has the Eurozone Become Less Fragile? Some Empirical Tests", *CESifo Working Paper*, 5163.
- FMI (2015), "SPAIN. 2015 Article IV Consultation", *Country Report*, 15/232, agosto.
- MULET, J. (2016), "Las consecuencias de la reciente crisis económica para la innovación empresarial española", en: Fedea, *Estudios sobre Las consecuencias de la reciente crisis económica para la innovación empresarial española*, Estudios sobre la Economía Española, 2016/04.
- REBOOTING CONSENSUS AUTHORS (2015), "Rebooting the Eurozone: Step 1 – Agreeing a Crisis narrative", *Vox CEPR's Policy Portal*, 20 de noviembre.
- ROUBINI, N. (2016), "The Global economy's New Abnormal", *Project Syndicate*, 4 de febrero.
- SERRANO, L., y A. SOLER (2015), *La formación y el empleo de los jóvenes españoles. Trayectoria reciente y escenarios futuros*, Fundación BBVA.
- SPENCE, M. (2016), "In Search of Growth Strategies", *Project Syndicate*, 28 de enero.