

Resumen

Tras el intento de recuperación económica de 2010 y principios de 2011, la economía española ha vuelto a la recesión. La crisis de deuda soberana en Europa, la pérdida de confianza y las elevadas tensiones financieras sitúan a la economía española al borde de una severa restricción crediticia y amenazan con posponer el inicio de la recuperación económica durante bastantes trimestres y reducir significativamente su crecimiento potencial. Para evitar ese escenario España necesita que la eurozona utilice los mecanismos e instituciones existentes con la máxima efectividad y flexibilidad para anclar cuanto antes las expectativas de los agentes económicos sobre el futuro del euro, y recuperar el atractivo de los mercados de deuda y la demanda de los inversores internacionales. Al mismo tiempo, España debe llevar a cabo una estrategia creíble y bien coordinada con las instituciones europeas, con la que realizar una consolidación fiscal, que sea a la vez rigurosa y gradual de todas sus administraciones públicas, completar la reestructuración bancaria y efectuar un amplio conjunto de reformas estructurales, con las que facilitar la reasignación de los factores productivos a las empresas y sectores más dinámicos, incentivar la inversión y la creación de empleo, y generar expectativas de un mayor crecimiento potencial.

Palabras clave: previsiones, crecimiento potencial, equilibrios múltiples.

Abstract

After the brief economic recovery of 2010 and early 2011, the Spanish economy is again in a recession. The sovereign debt crisis in Europe, the loss of confidence and high financial tensions have placed the Spanish economy at the brink of a severe credit crunch, threatening to postpone economic recovery for several quarters and to reduce significantly its potential growth. To avoid this scenario the Eurozone should use existing mechanisms and institutions with maximum effectiveness and flexibility, to anchor as soon as possible the expectations of economic agents about the future of the euro and to restore the attractiveness of European debt markets. At the same time, Spain should conduct a credible strategy, well-coordinated with European institutions, to achieve a rigorous and gradual fiscal consolidation, to complete bank restructuring and to implement a wide array of structural reforms. These reforms are needed to accelerate the reallocation of production factors to the most dynamic firms and sectors, to encourage investment and job creation, and to generate expectations of higher potential growth.

Key words: forecasts, potential growth, multiple equilibria.

JEL classification: E17, E32, O40.

LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN 2012 (*)

Rafael DOMÉNECH

BBVA Research y Universidad de Valencia

I. INTRODUCCIÓN

A pesar de que todas las previsiones indican que la economía mundial crecerá en 2012 a una tasa entre el 3,5 y el 4 por 100, similar a la de 2011, las incertidumbres han ido aumentando de manera muy significativa durante los últimos meses, sobre todo en el entorno internacional más relevante para la economía española: Europa. En poco más de medio año se ha producido una profunda revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de Europa, que se descuelga del crecimiento económico del resto del mundo. La economía mundial refleja pues una elevada heterogeneidad con las economías emergentes más importantes o EAGLES (véase García Herrero *et al.*, 2011) en un extremo, creciendo cerca del 6 por 100, y las economías europeas en el otro, con una previsión de ligera recesión pero sometidas a una enorme incertidumbre sobre su futuro a corto, medio y largo plazo. Entre medias de ambas áreas geográficas, Estados Unidos podría crecer ligeramente por encima del 2 por 100, continuando con su lenta salida de una crisis económica tan profunda como la experimentada en 2009.

Conviene empezar resaltando esa heterogeneidad porque con demasiada frecuencia desde Europa y desde España se tiende a valorar la situación de la economía mundial desde la óptica de unas economías que se encuentran estancadas o en recesión.

Nada más lejos de la realidad, ya que la mayor parte de la población mundial va a experimentar un crecimiento sólido e intenso, que permitirá seguir mejorando sus condiciones de vida. En ese contexto de crecimiento, particularmente intenso en las economías emergentes, Europa corre el riesgo de convertirse no solo en un foco recurrente de tensiones y preocupaciones para la economía mundial, sino también de perder su relevancia económica más rápidamente de lo que implican sus actuales tendencias demográficas a largo plazo.

Estas incertidumbres procedentes del exterior, que se manifiestan en unas tensiones financieras en el conjunto de la UEM tan elevadas como las experimentadas tras el colapso de Lehman Brothers, interactúan con otros cuatro factores específicos de la economía española, que van a condicionar sus perspectivas económicas a corto, medio y largo plazo: las necesidades de financiación con el resto del mundo, el proceso de desapalancamiento de los sectores público y privado, la reestructuración y la recapitalización del sistema bancario, y las reformas estructurales que se necesitan llevar a cabo. La resolución de la crisis de deuda en Europa y la disminución de las tensiones financieras son una condición necesaria para la recuperación económica en España, de la misma manera que lo son los ajustes fiscales, la reestructuración bancaria y las reformas estructurales con las que aumentar el crecimiento potencial de la

economía española y reducir su tasa de desempleo. Desde hace meses ambos frentes se retroalimentan entre sí, generando una relación de causalidad bidireccional, que condiciona las perspectivas de crecimiento de la economía española. Por un lado, con las actuales tensiones financieras en la eurozona resulta casi imposible que los ajustes fiscales y reformas estructurales que se están llevando en España tengan efectos positivos sobre la recuperación económica. Por otro, en la medida que España es en estos momentos uno de los focos de atención de los mercados financieros internacionales, sin el éxito de sus políticas económicas difícilmente se podrá encontrar una salida a la crisis de deuda en la UEM.

En este contexto, en el que las decisiones de política económica europeas y nacionales resultan cruciales para determinar los escenarios de los próximos trimestres, la predicción económica se hace particularmente compleja y dependiente de los supuestos e hipótesis sobre cómo se concreten cada uno de estos procesos en marcha. Y aunque el abanico de posibilidades y escenarios es enorme, de mantenerse las circunstancias actuales y de no llevarse a cabo cambios sustanciales en la gestión de la crisis de la eurozona, lo más probable es que la contracción de la actividad económica en España continúe durante los próximos trimestres. Junto con medidas europeas eficaces, la economía española debe llevar a cabo políticas económicas que permitan transitar cuanto antes a un equilibrio de elevado nivel de actividad, en el que se produzca una interacción positiva entre los determinantes del crecimiento económico.

En los siguientes apartados se analizan con detalle los determi-

nantes del crecimiento económico en España. En el apartado II se examina el entorno internacional, dedicando especial atención a la crisis del euro. El apartado III evalúa los ajustes y reformas en marcha en España que determinan sus perspectivas económicas a corto plazo y el crecimiento potencial a medio y a largo plazo. El último apartado presenta las principales conclusiones de este artículo.

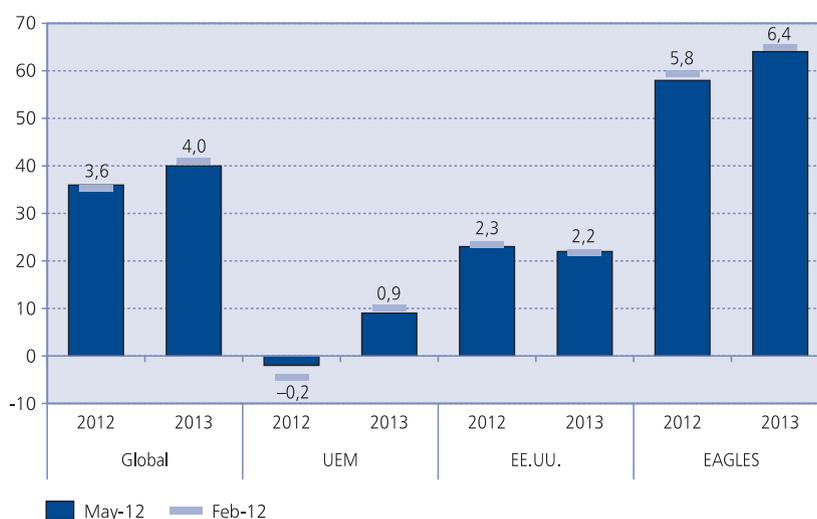
II. EL ENTORNO INTERNACIONAL Y LA CRISIS DEL EURO

Como se ha señalado en la introducción, el entorno internacional viene fundamentalmente caracterizado por dos factores que se mueven en direcciones opuestas: el elevado crecimiento mundial, principalmente en las economías emergentes, y la crisis del euro en Europa. Aunque es cierto que hay algunos otros factores que dan algo más de color

a este entorno internacional (por ejemplo, la consolidación fiscal en Estados Unidos o el riesgo de desaceleración de algunas economías emergentes, particularmente China, por citar dos de ellos), estos dos son los dominantes.

En el gráfico 1 se resumen las previsiones de crecimiento para 2012 y 2013 para las principales áreas geográficas. Aunque el crecimiento mundial es elevado, la heterogeneidad es manifiesta, particularmente si se compara Europa con los EAGLES. Las economías avanzadas han sufrido una combinación de crisis bancaria y crisis de deuda de los sectores públicos y/o privados, con efectos muy persistentes e intensos en el tiempo, como nos demuestra la historia económica (1). Pero el crecimiento de las economías desarrolladas está siendo también muy heterogéneo. Así, Estados Unidos crece más y con mejores perspectivas que la UEM, a pesar de que sus

GRÁFICO 1
CRECIMIENTO DEL PIB (PORCENTAJE A/A)



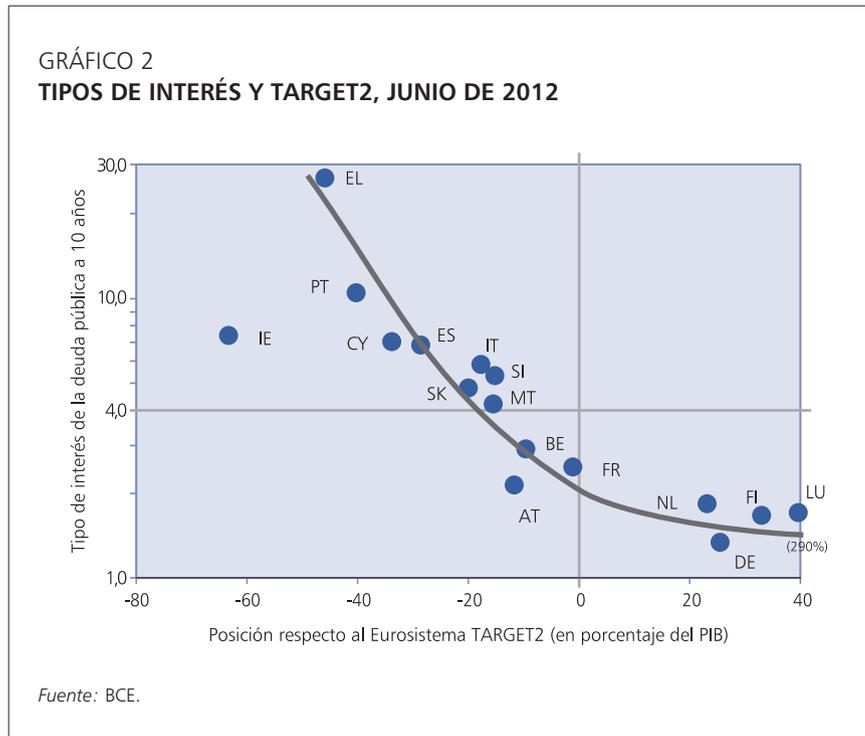
Fuente: BBVA Research.

desequilibrios, en términos de endeudamiento público, de los hogares o exterior, son mayores.

Las razones que explican esta asimetría entre Estados Unidos y Europa son básicamente dos. En primer lugar, la percepción de que la economía norteamericana llevó a cabo la reestructuración de su sistema financiero bastante antes que Europa, está realizando el desapalancamiento de los hogares más rápidamente, su política monetaria es más agresiva y flexible, y cuenta con un funcionamiento de los mercados de factores y productos más eficiente. En segundo lugar, la incapacidad de las instituciones europeas para llevar a cabo políticas de ajuste coordinadas, que permitan gestionar rápida y eficientemente la heterogeneidad existente entre los países del norte y centro de la UEM (en general, sin problemas de liquidez y sin grandes desequilibrios), y los de la periferia (con serios problemas de liquidez e incluso solvencia en los sectores que han acumulado mayores desequilibrios).

Esta división entre el centro y la periferia de la UEM se manifiesta muy claramente en el gráfico 2. En el eje horizontal se representa la posición deudora o acreedora de cada Estado miembro frente al Eurosistema (TARGET2), en porcentaje del PIB, y en el eje vertical los tipos de interés de la deuda pública a 10 años. Antes de que comenzara la crisis, todos los países se encontraban cerca unos de otros: las primas de riesgo eran casi inexistentes y las posiciones del TARGET2 eran prácticamente nulas. Con el inicio de la crisis de la eurozona empezaron a aparecer las primeras diferencias, que se circunscribían a Grecia, Irlanda o Portugal. Sin embargo, desde el verano de 2011 la deriva hacia tipos de in-

GRÁFICO 2
TIPOS DE INTERÉS Y TARGET2, JUNIO DE 2012



terés más elevados y posiciones deudoras con el Eurosistema más importantes empezó a ser manifiesta en las economías de mayor tamaño, como Italia o España, de manera que en la actualidad la eurozona parece dividida en dos. Aunque no está claro hasta qué punto esas primas de riesgo reflejan un riesgo de ruptura del euro y/o la expectativa de reestructuración de la deuda pública, lo cierto es que las tensiones financieras en los países europeos se encuentran en niveles comparables a los del colapso de Lehman Brothers a finales de 2008, tal y como se representa en el gráfico 3.

Como muestra Doménech (2011), de mantenerse de forma prolongada en el tiempo esos niveles de tensiones financieras, los efectos negativos sobre la actividad económica pueden ser particularmente importantes para la UEM en su conjunto y devastadores para algunos países en particular, puesto que, como se

muestra en el gráfico 2, no todos los miembros de la eurozona se ven afectados por igual por esas tensiones. De hecho, la reducción de las tensiones financieras es una condición previa para que tengan éxito los ajustes fiscales y las reformas estructurales que las economías periféricas están llevando a cabo.

Para reducir de forma efectiva los niveles actuales de tensiones financieras se requiere un acuerdo político entre los miembros de la UEM que permita eliminar por completo las expectativas de riesgo de ruptura del euro y anclar expectativas sobre los tipos de interés y las condiciones de financiación de los países donde esas tensiones financieras son más elevadas. Si bien los avances que se han producido tanto en las políticas nacionales como en las últimas cumbres europeas son necesarios, no han sido suficientes para reducir estas tensiones financieras y eliminar sus efectos

GRÁFICO 3
ÍNDICE BBVA DE ESTRÉS FINANCIERO



Fuente: BBVA Research.

negativos sobre la confianza de los agentes económicos y las variables reales. Desde finales de 2011 se ha conseguido sacar adelante la reestructuración de la deuda griega, adelantar el funcionamiento del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE, que todavía está pendiente de aprobación en algunos países, como Alemania) y eliminar su estatus preferente, aprobar el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, inyectar masivamente liquidez a tres años por parte del BCE, realizar importantes reformas estructurales en países como España, Italia o Portugal, aprobar una ayuda financiera del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) para recapitalizar y reestructurar el sector bancario español, avanzar hacia un supervisor bancario europeo o reafirmar el compromiso del FEEF y del MEDE de estabilizar los mercados de deuda soberana europea, utilizando al BCE como agente. Sin embargo, la UEM necesita ir todavía más lejos en las soluciones

a la crisis actual. El proceso para hacer operativas muchas de las medidas propuestas llevará meses y no será un camino sencillo, ya que el acuerdo entre los países europeos sobre el alcance de las medidas aprobadas no es unánime.

Sin ánimo de ser exhaustivo, fundamentalmente hacen falta dos cambios sustanciales para encauzar la solución a la crisis europea (2). En primer lugar, un diseño a largo plazo de la UEM que implique una mayor integración fiscal, bancaria, económica y política. Esa estrategia exigirá ir cumpliendo con una serie de condiciones previas que aseguren que la UEM acabe teniendo un Tesoro europeo que emita su correspondiente eurobono, un mecanismo de mutualización parcial de la deuda soberana, una verdadera regulación y supervisión europeas, un fondo de garantía de depósitos europeo y un mecanismo de resolución de crisis bancarias en la eurozona. En definitiva,

un equilibrio a largo plazo en el que la UEM funcione como un área monetaria más integrada y genuina. En segundo lugar, un funcionamiento más eficiente de las instituciones europeas que asegure la transición hacia ese estado estacionario con los menores costes posibles en términos de actividad económica. Esto exigirá a corto plazo que el MEDE disponga de recursos ilimitados por parte del BCE, a cambio de una cesión de soberanía nacional a las instituciones europeas en aquellos países que requieran la ayuda del MEDE.

Lógicamente, entre una situación extrema de ruptura del euro (con una baja probabilidad, puesto que los países y las instituciones de la UEM han demostrado la voluntad de hacer lo necesario para evitar la desaparición del euro) y otra en la que se adoptan de manera muy rápida y eficaz todas las soluciones necesarias para resolver la crisis de la deuda en Europa (también con una baja probabilidad de ocurrencia), hay muchos escenarios en los que la salida será lenta, dolorosa, accidentada y poco eficiente, que son los que en estos momentos tienen mayor probabilidad de ocurrencia. En estos escenarios la recuperación económica en la UEM será renqueante, particularmente en los países con mayores debilidades estructurales, desequilibrios macroeconómicos y necesidades de liquidez, como es el caso de España.

III. LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: AJUSTES Y REFORMAS

Como se ha señalado en la introducción, las perspectivas económicas para España están simultáneamente determinadas

por la interacción entre la crisis de deuda en Europa y los ajustes y reformas que está realizando la economía española. Dadas las incertidumbres sobre todos estos elementos, los ejercicios de previsión económica son más que nunca difíciles y complejos, y se encuentran sujetos a una elevadísima incertidumbre.

¿En qué situación se encuentra la economía española como punto de partida a la hora de realizar este ejercicio de previsiones económicas? Por lo que respecta a la coyuntura económica, los datos más recientes apuntan a que el PIB del segundo trimestre de 2012 (la estimación del INE se conocerá en agosto) pudo haber caído unas 4 décimas respecto al trimestre anterior. Por lo tanto, la contracción de la actividad se mantendría a niveles similares a los de los dos trimestres anteriores, tal y como se muestra

en el gráfico 4, junto con las previsiones que proporciona el modelo MICA BBVA (Camacho y Doménech, 2011).

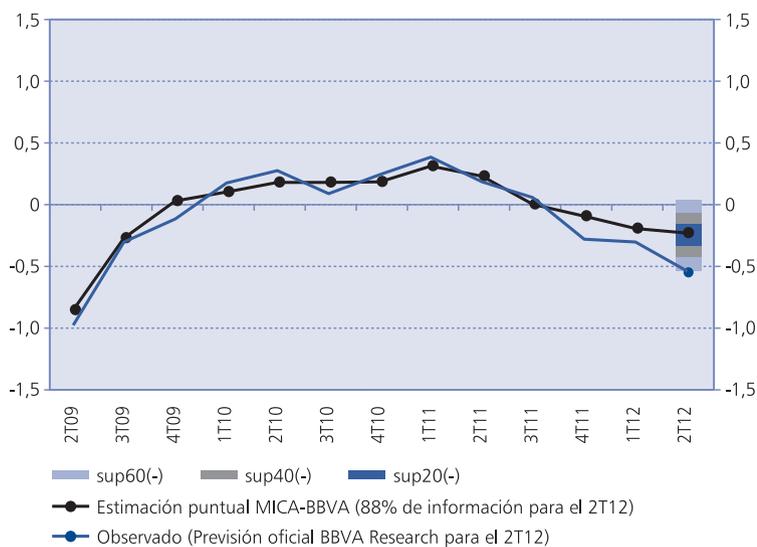
En cuanto a los principales componentes de la demanda agregada, los indicadores de consumo e inversión confirman que la demanda interna continúa empeorando y viéndose negativamente afectada por el clima de incertidumbre, las expectativas de ajuste fiscal y la persistencia de las tensiones financieras, especialmente en Europa. De hecho, la aceleración del ritmo de destrucción de empleo está produciendo una nueva caída del gasto en consumo de los hogares en el segundo trimestre, de acuerdo con los indicadores de consumo más recientes, después del estancamiento observado durante el primer trimestre del año. Por otro lado, la introducción de incentivos fiscales no ha sido suficiente

para cambiar la tendencia de la demanda de vivienda, mientras que la reducción de la inversión pública continúa afectando negativamente a la construcción no residencial. Frente a la contribución negativa de la demanda interna, la demanda externa amortigua la caída del PIB, con unas exportaciones que continúan creciendo, aunque de manera más moderada que en 2011, y unas importaciones que disminuyen, reflejando la contracción de la demanda interna.

La lectura optimista de la situación actual en la que se encuentra la economía española a mediados de 2012 es que la recesión económica no se intensifica y se mantiene a niveles parecidos a los observados desde el otoño de 2011. Una lectura menos conformista y más rigurosa es que, después de la fuerte contracción económica de finales de 2008 y 2009, y del intento de recuperación que alcanzó su máximo en la primera mitad de 2011, la economía española ha vuelto a entrar en una nueva recesión económica y destrucción de empleo, sin que se hayan producido avances en el proceso de consolidación fiscal desde mediados de 2011. En el gráfico 5 se observa claramente el comportamiento asimétrico del saldo presupuestario de las administraciones públicas (en porcentaje del PIB). Mientras que el aumento del déficit se produjo muy rápidamente, 13,1 puntos porcentuales en los ocho trimestres de 2008 y 2009 (a razón de 1,6 décimas por trimestre), en los nueve trimestres solo disminuyó 2,7 puntos (a razón de 3 décimas por trimestre).

De acuerdo con los últimos datos disponibles, en el primer trimestre de 2012 el déficit se volvió a situar en el 8,5 por 100,

GRÁFICO 4
CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB Y PREVISIONES DEL MODELO MICA BBVA



Fuente: BBVA Research (previsión a 6 de julio de 2012).

GRÁFICO 5
CAPACIDAD (+)/NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN
DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (en porcentaje del PIB)



Fuente: INE.

la misma cifra que a finales de 2011. Ello obliga a que, incluso con el nuevo objetivo de déficit del 6,3 por 100 aprobado en julio por el ECOFIN, el esfuerzo de consolidación fiscal sea considerable: reducir 2,2 puntos de déficit en tres trimestres, a razón de poco más de 7 décimas por trimestre (más del doble que el ritmo de consolidación entre 2010 y 2011, pero la mitad que el ritmo de aumento del déficit en 2008 y 2009).

La evidencia que acaba de presentarse sugiere dos hipótesis. Primero, que la desaceleración y posterior contracción económica observada en los últimos trimestres parece obedecer sobre todo al aumento de las tensiones en los mercados financieros. Segundo, que los ajustes fiscales anunciados recientemente para la segunda mitad de 2012 y para 2013 y 2014 tendrán un efecto negativo significativo sobre el PIB, salvo que esas tensiones financieras disminuyan intensamente.

Como ya se ha comentado anteriormente, en el gráfico 2 se pone de manifiesto que España no es capaz de financiarse en los mercados internacionales a tipos de interés razonables, lo que dispara el recurso al Eurosistema. Como muestra el gráfico 6, este problema se ha ido agravando desde el verano de 2011, en lo que sería el equivalente a una situación de *sudden stop* en una economía emergente.

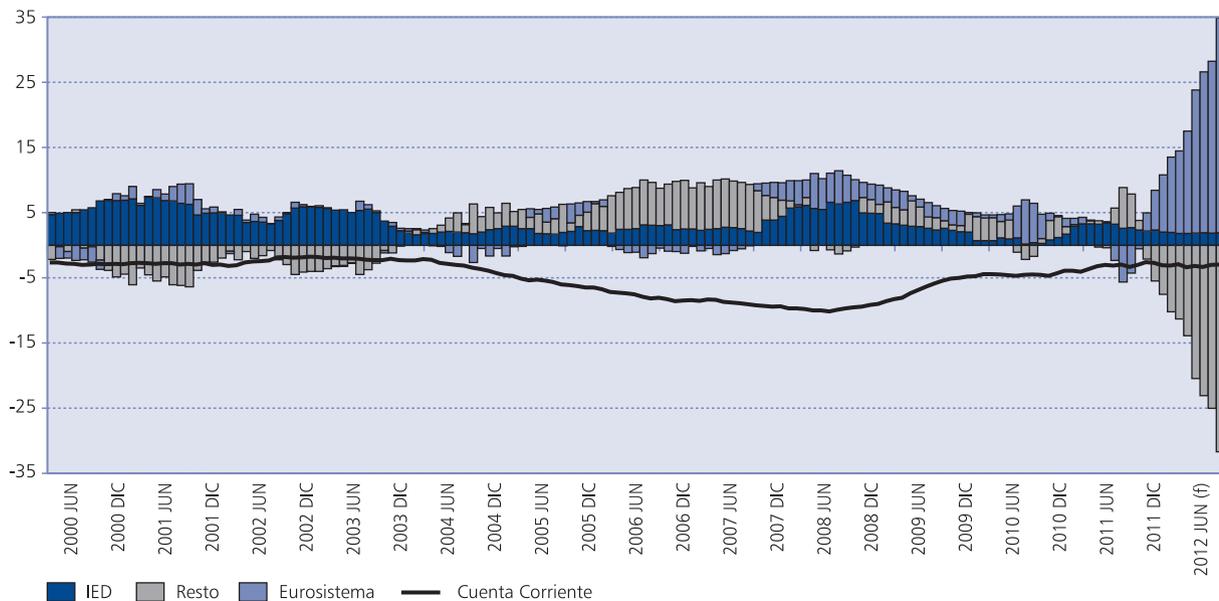
Durante años la entrada de inversión extranjera directa (inversión en capital físico) y la entrada de capital financiero (neto de la inversión española en el exterior) permitieron financiar sin problemas un déficit creciente de la balanza por cuenta corriente. Incluso durante algunos años la entrada de capitales fue tan elevada que España financiaba al Eurosistema. Esta situación cambió drásticamente a partir de la crisis financiera en agosto de 2007, lo que requirió de un mayor recurso a la apelación del

BCE. Con el colapso de Lehman Brothers o los rescates de Grecia o Portugal se observaron las primeras salidas netas de capitales de no residentes. Sin embargo, la cuantía de esas salidas fue mínima en relación a la que se ha ido produciendo a partir de agosto de 2011, siguiendo una senda explosiva, hasta alcanzar más de un 30 por 100 del PIB en junio de 2012.

¿Por qué se ha producido esta situación de desconfianza en la economía española por parte de los inversores internacionales, que amenaza incluso con la posible pérdida del grado de inversión de su deuda pública? Básicamente por cuatro razones. En primer lugar, tal y como se mostraba en el gráfico 5, porque el escaso ajuste fiscal realizado durante 2010 y 2011 ha creado expectativas de que alcanzar los objetivos de déficit de 2012 y 2013 va a ser muy difícil, sobre todo en un contexto recesivo. Segundo, por las dudas sobre el coste final de la reestructuración del sistema bancario español después de varios intentos en los últimos años por consolidar y limpiar el sistema. En tercer lugar, por la constatación de los mercados de que buena parte de los bancos españoles han utilizado la inyección de liquidez a tres años del BCE para comprar deuda pública española, aumentando con ello la correlación entre el riesgo bancario y soberano, y creando una circularidad con efectos negativos sobre la confianza de los mercados. Por último, la percepción de que tanto la UEM como España carecen de un plan estratégico a medio y largo plazo con el que anclar las expectativas de los inversores internacionales sobre la solvencia de sus economías, la reducción de sus desequilibrios y la recuperación de sendas de crecimiento sostenido a largo plazo.

GRÁFICO 6

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE, VARIACIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA Y DE LA POSICIÓN EN EL EUROSISTEMA Y RESTO DE FLUJOS FINANCIEROS (en porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de España.

En estas circunstancias, la recuperación económica y el crecimiento durante los próximos años van a venir determinados por la capacidad de la política económica en España y en la UEM de recuperar la confianza de los mercados financieros internacionales y de rebajar las tensiones financieras existentes. Para ello es necesario trabajar en cuatro frentes simultáneamente. En primer lugar, como ya se ha analizado en la sección anterior, la UEM necesita diseñar una hoja de ruta que conduzca a una unión monetaria y económica genuina y más integrada, y poner en funcionamiento mecanismos eficientes que permitan normalizar los mercados financieros. Esta normalización de las condiciones financieras es crucial para que el resto de medidas de política económica tengan los efectos deseados, ya

que en caso contrario estarán condenadas al fracaso y no conseguirán sino generar un círculo depresivo, tal y como hasta el momento se ha observado en países como Grecia o Portugal.

En segundo lugar, la economía española necesita llevar a cabo una consolidación fiscal rigurosa y constante, que sea lo suficientemente rápida como para que sea creíble, pero también lo suficientemente gradual y acompañada con el ciclo económico como para evitar generar un círculo vicioso entre ajuste fiscal y crecimiento. Como han propuesto Andrés y Doménech (2012c), esta estrategia de consolidación fiscal debe definirse en términos de un ajuste estructural plurianual, sostenido en el tiempo, que fije el objetivo de reducción de déficit en términos

estructurales y no nominales, evitando así una política fiscal excesivamente procíclica. De hecho éste es el espíritu del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, y de las recomendaciones impuestas por el ECOFIN a la economía española en julio de 2012. De acuerdo con estas recomendaciones, España deberá reducir su déficit estructural en 2,7 puntos en 2012, 2,5 en 2013 y 1,9 en 2014. En total, un ajuste estructural del 7,1 por 100 del PIB, que permitiría a España alcanzar una situación de equilibrio estructural a finales de 2014, seis años antes que el objetivo fijado para 2020 en el Tratado de Estabilidad o en la Ley de Estabilidad Presupuestaria.

En tercer lugar, debe completarse la reestructuración y recapitalización del sistema bancario

español. La ayuda financiera recientemente aprobada por el Eurogrupo con esta finalidad supone un avance muy importante. Primero, porque despeja las incertidumbres sobre cómo financiar las necesidades de capital que se estimen con las valoraciones de la calidad de los activos de las distintas entidades bancarias, realizadas por auditores independientes. De hecho, con las estimaciones ya disponibles (por ejemplo, FMI, 2012), el límite máximo de la ayuda financiera aprobada (100.000 millones de euros) constituye un cortafuegos más que suficiente como para financiar estas necesidades. Segundo, porque incrementa considerablemente la credibilidad del proceso de reestructuración bancaria al contar con el asesoramiento y apoyo técnico de la Comisión Europea, el BCE y el FMI. No obstante, esta ayuda financiera debe complementarse lo antes posible con otras medidas adicionales, que el Consejo Europeo del 28 y 29 de junio de 2012 ha aprobado, como es la posibilidad de que el MEDE inyecte capital directamente a los bancos que lo necesiten, tan pronto esté listo el supervisor europeo.

En cuarto y último lugar, la recuperación de la confianza de los mercados financieros internacionales y la reducción de las tensiones financieras va a depender de un plan de reformas estructurales que sea lo suficientemente ambicioso como para redistribuir factores productivos (particularmente empleo) a las empresas y sectores más dinámicos, eliminando las barreras internas al crecimiento con un entorno regulatorio y administrativo más favorable. En este sentido, la reforma del mercado de trabajo recientemente aprobada ha supuesto un cambio sustantivo, bien orientado e integral de las

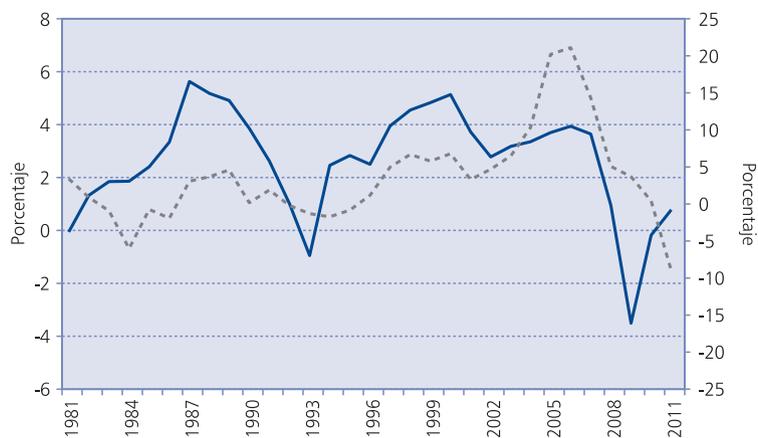
relaciones laborales. Pero la verdadera reforma no acaba sino que comienza con su aprobación, puesto que ahora es necesario que se aplique de la manera más intensa y eficiente posible, permitiendo pasar del ajuste al crecimiento. A corto plazo, la reforma debe evitar la destrucción de empleo, minimizando los efectos de la contracción de la actividad en 2012, mediante el ajuste de la jornada de trabajo, y una mayor flexibilidad salarial y organizativa. Durante los últimos años hemos oído hasta la saciedad que ninguna reforma laboral creará empleo si no hay crecimiento. Esta afirmación es poco afortunada porque ninguna reforma laboral persigue crear empleo sin crecimiento y mediante un empleo menos productivo. Al contrario, lo que pretende la reforma es precisamente estimular el crecimiento donde es escaso y aprovecharlo allí donde prospera. Por un lado, tal y como se ha discutido en la sección anterior, el crecimiento mundial es elevado, principalmente en las economías emergentes. Aprovechar este crecimiento mundial es algo que ya han venido haciendo muchas empresas españolas (desde su mínimo cíclico las exportaciones han crecido nada menos que un 30 por 100), pero que se puede mejorar aún más. Por otro, existen posibilidades de crecimiento también dentro de España, donde está esperando a ser estimulado con reformas que incentiven a las empresas españolas y extranjeras a crecer, invertir y crear empleo, dando facilidades a través de un entorno regulatorio mucho más favorable. Por ejemplo, bastaría con que las empresas españolas fueran capaces de arrebatar, con bienes y servicios más competitivos, un 10 por 100 de la cuota de la demanda nacional que ahora se satisface con importaciones,

para que el déficit de la balanza por cuenta corriente desapareciera por completo y el PIB aumentara en algo más de un 3 por 100.

La necesidad de abordar esas reformas estructurales no es nueva y ha sido puesta de manifiesto de forma recurrente en los últimos años (De la Fuente y Doménech, 2009, o Boscá *et al.* 2011). Esas reformas fueron necesarias en la época de expansión, y son incluso más importantes ahora. La razón es que el crecimiento en el período de expansión (sobre todo entre 2004 y 2007, tal y como muestra el gráfico 6), estuvo basado en un crecimiento de la demanda agregada y el consiguiente deterioro de la balanza por cuenta corriente. Que la demanda agregada se convirtiera en el motor de crecimiento fue posible gracias al crecimiento del crédito, muy por encima del PIB, lo que dio lugar a un aumento excepcional del apalancamiento de la economía española, como muestra el gráfico 7. Como han puesto de manifiesto Gavilán *et al.* (2010), detrás de este crecimiento de la demanda agregada se encontraban unos tipos de interés reales negativos cuyos efectos sobre la inversión residencial se vieron retroalimentados por la inmigración, que a su vez contribuyó a hacer aún más intensa la burbuja inmobiliaria, por el aumento de la demanda de vivienda de una población creciente.

A diferencia del período de expansión anterior a 2007, a corto y medio plazo, la economía española se enfrenta al reto de crecer utilizando la oferta como motor de crecimiento, en lugar de la demanda, en un contexto de desapalancamiento (*creditless growth*). El reto es que los factores de oferta interactúan entre sí, de forma complementaria, de manera que

GRÁFICO 7
CRECIMIENTO DEL PIB (LÍNEA CONTINUA Y ESCALA IZQUIERDA)
Y VARIACIÓN DEL CRÉDITO/PIB (LÍNEA DISCONTINUA Y ESCALA DERECHA)



Fuente: INE y Banco de España.

es posible hablar de equilibrios múltiples en el crecimiento potencial de la economía española durante la próxima década.

En el gráfico 8 se presenta una estimación del crecimiento potencial de la economía española, en un escenario en el que no se llevan a cabo reformas estructurales (*no policy change*) capaces de generar externalidades positivas en los factores de oferta que están detrás del crecimiento económico. Este ejercicio asume que estos factores se comportan de forma inercial, sobre la base de las tendencias observadas en el crecimiento de la población en edad de trabajar, la tasa de participación, la tasa de empleo, las horas trabajadas y el crecimiento de la productividad total de los factores, y del necesario proceso de desapalancamiento, que dará lugar a una menor relación capital/output (3). Bajo estas hipótesis, el crecimiento potencial difícilmente superaría el 1,5 por 100 a

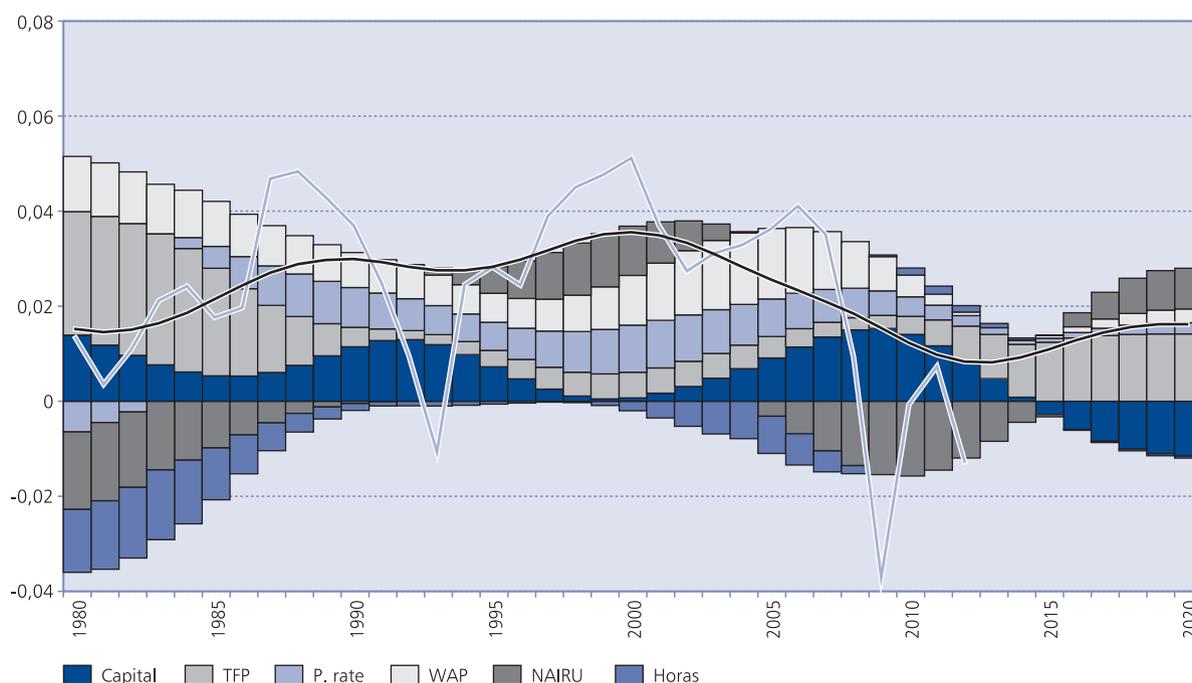
finales de 2020, y el ajuste del mercado de trabajo sería particularmente lento (difícilmente más rápido que entre 1994 y 2007, cuando se tardaron catorce años en disminuir la tasa de paro en 14 puntos), sin una mejora significativa de la tasa de desempleo estructural al final de la década respecto a la existente al inicio de la misma. En estas condiciones, la economía española experimentaría una década perdida o incluso más.

Sin embargo, este escenario no es inexorable. En última instancia el crecimiento es endógeno y con políticas económicas y reformas estructurales acertadas puede generarse un círculo virtuoso, en el que las expectativas de crecimiento de los distintos factores productivos interaccionen entre sí, dando lugar a un mayor crecimiento potencial. El reto consiste pues en adoptar las medidas apropiadas para pasar de un equilibrio de bajo a otro de elevado nivel de actividad, en el

que se produzca una interacción positiva entre los determinantes del crecimiento económico. Por ejemplo, una implementación eficiente de la reforma del mercado de trabajo, que genere expectativas de una rápida disminución de la tasa de desempleo, puede crear incentivos a la inmigración y, por lo tanto, a un mayor crecimiento de la población activa. De la misma manera, los incentivos a la prolongación de la vida laboral pueden dar lugar a un aumento de la tasa de participación en el mercado de trabajo en las cohortes de individuos de mayor edad y de las tasas de empleo de la población más joven (a este respecto, véase la evidencia que presentan Doménech y García, 2012). Las reformas estructurales en los mercados de bienes y servicios, la reducción de los costes administrativos, las mejoras en el sistema impositivo (Boscá *et al.*, 2009 y 2012) y las mejoras en el entorno regulatorio y en las facilidades para emprender actividades económicas facilitan la adopción de nuevas tecnologías e innovaciones que se reflejan en un aumento del crecimiento en la productividad total de los factores. La reestructuración y mejora de la eficiencia del sector financiero a su vez ha de permitir que el necesario proceso de desapalancamiento de la economía española sea compatible con la disponibilidad de crédito, con el que financiar nuevas actividades productivas en empresas y sectores con niveles reducidos de endeudamiento y mayores perspectivas de crecimiento.

En definitiva, en un escenario de reformas estructurales profundas que se extiendan por el conjunto de la economía, los efectos externos positivos sobre los distintos determinantes del PIB pueden elevar sustancialmente el crecimiento potencial por encima

GRÁFICO 8
CRECIMIENTO POTENCIAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN UN ESCENARIO DE NO-POLICY-CHANGE



Fuente: BBVA Research.

del 1,5 por 100, permitiendo que la tasa de desempleo vuelva a los niveles anteriores al inicio de la crisis mucho más rápidamente que en un escenario en el que no se lleven a cabo esas reformas (4).

IV. CONCLUSIONES

Tras el intento de recuperación económica de 2010 y principios de 2011, la economía española ha vuelto a la recesión. La crisis de deuda soberana en Europa, la pérdida de la confianza y las elevadas tensiones financieras (que dan lugar a una prima de riesgo que cuestiona la sostenibilidad de las cuentas públicas y que impide que los ajustes fiscales y las reformas estructurales tengan éxito), amenazan con

posponer el inicio de la recuperación económica en España durante bastantes trimestres, con la pérdida del grado de inversión de su deuda pública y con una significativa reducción de su crecimiento potencial en los próximos años. A corto plazo, la salida neta de capitales extranjeros y la reestructuración bancaria, que ha de realizarse de manera definitiva y cuanto antes para devolver la confianza sobre la economía española y para eliminar las restricciones de oferta existentes en una parte importante del sistema, sitúan a la economía española al borde de una severa restricción crediticia. Una restricción que puede tener efectos muy negativos sobre la actividad económica de los próximos trimestres, tanto en España como en el con-

junto de la UEM, a través del contagio financiero con otras economías que se encuentran en una situación similar (como es el caso de Italia) y del comercio internacional con el resto de los países de la eurozona.

Para evitar ese escenario es necesario actuar simultáneamente en dos frentes con la máxima determinación, ambición y eficacia. Por un lado en la UEM, diseñando una hoja de ruta hacia una genuina unión económica y monetaria. Esa hoja de ruta a largo plazo debe conducir a una mayor integración financiera, fiscal, económica y política. A corto plazo, debe asegurar que los mecanismos e instituciones existentes operan con la máxima efectividad y flexibilidad para reducir

los niveles y la volatilidad de las primas de riesgo. Es necesario anclar cuanto antes las expectativas de los agentes económicos sobre el futuro del euro, para recuperar el atractivo de los mercados de deuda y la demanda de los inversores internacionales. Aunque en las últimas reuniones del Consejo Europeo y del Eurogrupo se ha puesto de manifiesto la voluntad política de sus líderes e instituciones de hacer lo necesario para asegurar la supervivencia del euro, los avances no han sido suficientes para restaurar rápidamente el funcionamiento de los mercados financieros y evitar una salida de la crisis excesivamente lenta y tortuosa. Sin una normalización de los mercados financieros en todos los países de la eurozona, difícilmente tendrán éxito los ajustes y reformas en marcha en muchos de ellos.

Por otro lado, España necesita llevar a cabo una estrategia integral, creíble y bien diseñada y coordinada con las instituciones europeas en todos sus frentes. Esta coordinación es tanto más necesaria en la medida que cada vez resulta más difícil que España pueda hacer frente a las tensiones financieras actuales y al cierre de los mercados financieros internacionales circunscribiendo la ayuda europea solo al proceso de recapitalización de su sistema bancario. Esa estrategia a corto, medio y largo plazo debe realizar una consolidación fiscal, que sea a la vez rigurosa y gradual de todas sus administraciones públicas, completar la reestructuración bancaria y efectuar un amplio conjunto de reformas estructurales, con las que facilitar la reasignación de los factores productivos a las empresas y sectores más dinámicos, incentivar la inversión y creación de empleo y generar expectativas de un mayor crecimiento potencial. El reto consiste en adoptar las

medidas apropiadas para transitar cuanto antes a un equilibrio de elevado nivel de actividad, en el que se produzca una interacción positiva entre los determinantes del crecimiento económico. Solo así podrá evitarse una década perdida y se sentarán las bases para una reducción más rápida de la tasa de desempleo.

NOTAS

(*) Este artículo (cerrado en julio de 2012) se basa en la presentación realizada en el seminario organizado por FUNCAS, bajo el título «Crisis y Reformas de la Economía Española», celebrado en Madrid los días 21 y 22 de Marzo de 2012. El autor agradece la ayuda del Ministerio de Economía y Competitividad (proyecto ECO2011-29050).

(1) Los trabajos de REINHART y ROGOFF (2008 y 2009) se han convertido en clásicos de nuestro tiempo para comprender los efectos de las crisis de deuda. En el caso concreto de la economía española, DE LA DEHESA (2009), SUÁREZ (2010) o ESTRADA, JIMENO y MALO DE MOLINA (2010) ofrecen excelentes análisis de la crisis económica iniciada en 2007.

(2) ANDRÉS Y DOMÉNECH (2012a y 2012b), así como algunas de las referencias que se incluyen en esos dos trabajos, han analizado los cambios necesarios en el diseño de la UEM, los objetivos a largo plazo y las condiciones que debería asegurarse a corto plazo.

(3) El método de estimación del crecimiento potencial se basa en la especificación de una función de producción, que se descompone en función de los componentes estructurales que afectan a diferentes factores productivos, tal y como describen DOMÉNECH, ESTRADA Y GONZÁLEZ-CALBET (2008).

(4) A este respecto, ANDRÉS et al. (2011) simulan los efectos de reformas estructurales en el mercado de trabajo, comprobando que la disminución de la tasa de desempleo podría conllevar casi la mitad de tiempo y a un nivel estructural menor que en un escenario en el que no se realiza reforma alguna. BBVA RESEARCH (2012) ha estimado que la reforma recientemente aprobada podría dar lugar a largo plazo a un aumento del empleo del 10 por 100 y entre el 4 y el 5 por 100 en el PIB.

BIBLIOGRAFÍA

- ANDRÉS, J.; BOSCA, J.E.; DOMÉNECH, R., y FERRI, J. (2011), «Job Creation in Spain: Productivity Growth, Labour Market Reforms or Both?», en BOSCA, J.E.; DOMÉNECH, R.; FERRI, J., y VARELA, J. (2011), *The Spanish Economy: A General Equilibrium Perspective*, Palgrave MacMillan, cap. 3.
- ANDRÉS, J., y DOMÉNECH, R. (2012a), «El Futuro del Euro», *Libro Marrón*, Círculo de Empresarios.

- (2012b), «Back from the future: A solution to the Eurozone crisis», *Vox EU*.
- (2012c), «The Arithmetic of (an Excessive?) Fiscal Consolidation in Spain», *Vox EU*.
- BBVA RESEARCH (2012), *Spain Economic Watch*, mayo.
- BOSCA, J.E.; DOMÉNECH, R., y FERRI, J. (2009), «Tax Reforms and Labour-market Performance: An Evaluation for Spain using REMS», *Moneda y Crédito*, 228: 145-196.
- (2012), «Fiscal Devaluations in EMU». Working Paper 12/11, BBVA Research.
- BOSCA, J.E.; DOMÉNECH, R.; FERRI, J., y VARELA, J. (2011), *The Spanish Economy: A General Equilibrium Perspective*, Palgrave MacMillan.
- CAMACHO, M., y DOMÉNECH, R. (2011), «MICA-BBVA: a Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting», *SERIES: Journal of the Spanish Economic Association* (en prensa).
- DE LA DEHESA, G. (2009), *La Primera Gran Crisis Financiera del Siglo XXI*, Alianza Editorial, Madrid.
- DE LA FUENTE, A., y DOMÉNECH, R. (2010), «Ageing and Real Convergence: Challenges and Proposals», en JIMENO, J.F. (Ed.), *Spain and the Euro. The First Ten Years*, Banco de España, Madrid.
- DOMÉNECH, R. (2011), «The Eurozone debt crisis: Slipping into a double-dip recession?», *Vox EU*.
- DOMÉNECH, R.; ESTRADA, A., y GONZÁLEZ-CALBET, L. (2008), «El Potencial de Crecimiento de la Economía Española», en VELARDE, J., y SERRANO, J.M. (Eds.), *La España del Siglo XXI*, Espasa Calpe, Madrid.
- DOMÉNECH, R., y GARCÍA, J.R. (2012), «Prolongación de la vida laboral: Retos y Oportunidades». Mimeo, BBVA Research.
- ESTRADA, A.; JIMENO, J.F., y MALO DE MOLINA, J.L. (2010), «The Performance of the Spanish Economy in EMU: The First Ten Years», en JIMENO, J.F. (ed.), *Spain and the Euro: The First Ten Years*, Banco de España.
- FMI (2012), «Spain: Financial Stability Assessment», IMF Country Report N.º 12/137.
- GARCÍA-HERRERO, A.; NAVIA, D., y NIGRINIS, M. (2011), «Las Economías Emergentes que Liderarán el Crecimiento: EAGLEs», *Revista ICE*, n.º 859, marzo-abril.
- GAVILÁN, A.; JIMENO, J.F.; HERNÁNDEZ DE COS, P., y ROJAS, J. (2010), «Fiscal Policy and External Imbalances: A Quantitative Evaluation for Spain». Mimeo, Banco de España.
- REINHART, C.M., y ROGOFF, K. (2008), «Is the 2007 US Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison», *American Economic Review*, 98(2): 339-344.
- (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
- SUÁREZ, J. (2010), «The Spanish Crisis: Background and Policy Challenges». Discussion Paper N.º 7909, CEPR.