

# Doble recesión: la economía española en 2011

José Carlos Díez,  
Economista jefe de Intermoney  
y profesor de Fundamentos de Economía  
de la Universidad de Alcalá

En el verano de 2011, la economía española volvió a entrar en recesión, tan sólo siete trimestres después de la recesión anterior. Esto es un hecho inédito desde hace muchas décadas que ha desconcertado a la sociedad española y dicha incertidumbre amplifica la contracción del gasto privado y la destrucción de empleo. Por esta razón, es fundamental entender las causas de esta recaída y su conexión con la crisis del euro para realizar un diagnóstico acertado, sin el cual acertar en la política económica óptima será una lotería. Para ello, conviene evitar caer en la desesperación del corto plazo y ampliar el ángulo de visión para no perder la perspectiva y la esperanza en que hay salida al final del túnel en el que nos encontramos. Esta no es la primera crisis de crédito que padece la economía española, ni será la última. En los años setenta ya sufrimos una crisis similar y conseguimos superarla. El problema es que nuestra pertenencia al euro limita nuestro margen de política monetaria y sobre todo nos hace muy vulnerables al contagio. Por esta razón, el diagnóstico debe ser realista. Nos esperan al menos dos años complejos de grandes vicisitudes y la sociedad debe ser consciente de ello.

En el primer apartado de este artículo se analiza la evolución cíclica de la economía española. En el segundo apartado se hace una revisión de las causas de los problemas que nos han llevado de nuevo a la recesión y por último se presentan algunas ideas sobre la política económica que nos permitirán salir de la peor crisis que ha padecido la economía española en los últimos ochenta años.

## 2011, un año de más a menos

El año 2011 empezó con sorpresas positivas en el comercio mundial, con el consumo privado estadounidense reaccionando a los estímulos monetarios y fiscales. Esto arrastró a las economías asiáticas y europeas vía exportaciones. Las exportaciones españolas volvieron a crecer a tasas de dos dígitos poniendo en cuestión de nuevo las dudas sobre la competitividad de la economía española. Más importante es el comportamiento de nuestra balanza comercial y de servicios, que ha pasado de un déficit del 7% en 2008 al equilibrio en 2011. Con nuestros socios de la Eurozona con los que no hay influencia del tipo de cambio, la variación ha sido más espectacular ya que hemos tenido un superávit comercial de bienes y servicios por primera vez desde nuestra entrada en la Comunidad Europea en 1986. Tenemos superávit comercial con todos los países de la zona excepto con Alemania. Pero incluso con Alemania, si tenemos en cuenta las exportaciones turísticas, estaríamos próximos al equilibrio.

Por lo tanto, el problema no es nuestra capacidad competitiva para exportar. Aún así seguimos teniendo déficit por cuenta corriente por nuestra dependencia energética y los elevados precios del petróleo y principalmente por el elevado nivel de nuestra deuda externa, que hace que tengamos también un elevado pago de intereses que supone una salida de renta de España hacia el exterior. Este elevado de deuda externa está detrás de los temores de los inversores internacionales sobre nuestra capacidad de pago, lo cual limita nuestro acceso a la financiación internacional. En el siguiente apartado se analiza este fenómeno y sus efectos sobre la restricción de crédito.

La restricción de crédito y la necesidad de reducir nuestro endeudamiento está detrás de la debilidad de nuestra demanda interna. El consumo de bienes duraderos, sobre todo coches y viviendas, necesita crédito y la inversión de las empresas también. Por lo tanto, el colapso del canal crediticio ayuda a explicar que nuestra demanda interna haya estado en recesión desde 2008. En 2011 el PIB creció un 0,7% pero fue por el fuerte crecimiento de las exportaciones. La demanda interna se contrajo un 1,7%, lo cual puede considerarse una intensa recesión.

La demanda interna es un indicador más fiable que el PIB para estimar el empleo y la recaudación fiscal. La economía española volvió a destruir un 2% de empleo y acumula una destrucción acumulada próxima al 10% desde 2007. El sector de la construcción continúa la depuración de sus excesos pero la caída de la actividad en el segundo semestre provocó una intensa destrucción de empleo en el sector servicios y también en la industria. El consumo privado estuvo estancado en los tres primeros trimestres de 2011 pero se desplomó en el último. El consumo público se contrajo desde el principio del año pero con mayor intensidad en la segunda mitad. Tras las

elecciones municipales y autonómicas de mayo, se anunciaron intensos recortes de gasto y destrucción de empleo público. Esto coincidió con el estancamiento del comercio mundial y de nuestras exportaciones y fue la principal perturbación que explica que España entrará de nuevo en recesión. En las empresas, la mezcla de estancamiento exterior y recesión interna fue demoledora y la inversión en equipo se desplomó en el segundo semestre amplificando los efectos recesivos y ayudando a explicar la intensa destrucción de empleo tras el verano.

## Deuda externa y crecimiento

En 1959 España tenía un 30% de la renta por habitante de Alemania. En la actualidad ya tenemos contacto visual con ella, como en la fórmula 1, aunque en los dos últimas vueltas nos estén ampliando la ventaja. Por lo tanto, estamos hablando de un milagro económico y, para no perder el sentido de magnitud, un 30% de renta es equivalente a la diferencia que hoy tiene Bulgaria con Alemania. El milagro empezó con

**“El problema principal de la economía española es nuestro sobreendeudamiento y no nuestra competitividad”**

Franco y luego mejoró significativamente con la democracia por lo que la esencia del éxito es de la sociedad española. El otro gran pilar del milagro ha sido el acierto de las políticas económicas. Franco tras la guerra civil abrazó las ideas autárquicas de Mussolini y fueron la principal causa del aumento de la pobreza en los cincuenta. Cuando decidió rectificar y apostó por la economía de mercado, se liberó todo el potencial de desarrollo de la sociedad española, que destaca por su coherencia y por su enorme capacidad de adaptación al cambio.

Nuestra proximidad geográfica con Europa y nuestra obsesión por incorporarnos al proyecto europeo siempre ha ayudado a construir el relato económico de España, especialmente cuando había que asumir el relato de sangre sudor y lágrimas. En los sesenta y setenta fue el deseo de democracia. En los ochenta fueron los esfuerzos por incorporarnos a la Comunidad Económica Europea y en los noventa para formar parte de la moneda única. Por primera vez en siglos los españoles hemos alcanzado la renta por habitante de nuestros socios y somos miembros de pleno derecho de la Unión Europea, por lo que hemos perdido ese relato ilusionante de esfuerzo para alcanzar fijar el rumbo. Lamentablemente el proyecto europeo vive graves encrucijadas y no ayudan a la sociedad española a tener un ancla en el que fijar su estrategia.

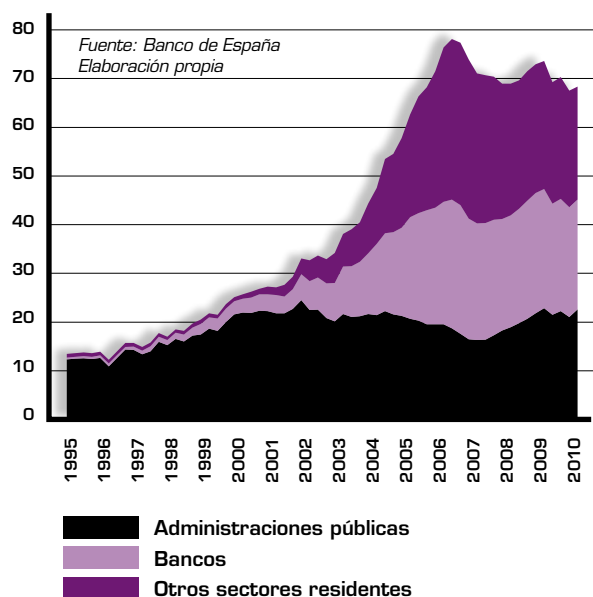
Siempre conviene empezar por esta visión de éxito y de ánimo, de que podemos, ya que la crisis es prolongada y la confianza de la sociedad está por los suelos. También es oportuno empezar por la historia de éxito,

ya que en la década pasada hemos cometido errores, especialmente la burbuja inmobiliaria, pero también grandes avances. Por eso conviene repetir hasta la saciedad lo obvio y recordar las causas de esta crisis, antes de intentar dar recomendaciones para resolverla. Los precios relativos de los bienes y servicios y del capital y el trabajo, principalmente tipos de interés y salarios, son los que determinan los patrones de crecimiento de una economía. El aumento brutal de los precios del suelo y de la vivienda con expectativas de subidas permanentes y el mito popular, alimentado por los economistas, de que los precios del suelo históricamente nunca habían caído y que la vivienda era un inversión segura, determinaron el patrón de crecimiento de la economía española desde 1996 hasta 2007.

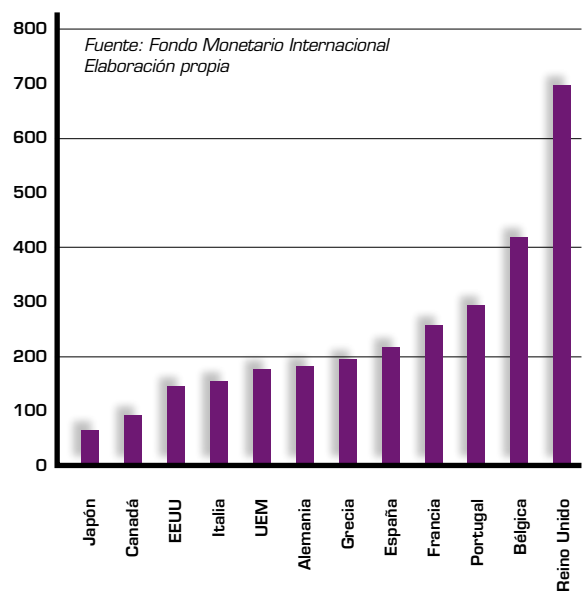
Los economistas no estamos convencidos de muchas cosas pero sí de una: los incentivos los carga el diablo, tanto los buenos como los malos. Las expectativas de rentabilidad en la inversión inmobiliaria superaban a las del resto de sectores y este fue el atractor de inversión, vía crédito, y empleo al sector inmobiliario. Las causas son varias: bajos tipos de interés, burbuja de crédito mundial y extrema accesibilidad a la financiación exterior, fuerte crecimiento de la renta y de la población, etcétera. Cuando la burbuja pinchó en 2006, el precio del suelo se desplomó y las expectativas de rentabilidad se han tornado negativas. Ahora todo el mundo piensa que el precio de la vivienda y especialmente del suelo no se recuperará nunca. El sector inmobiliario se ha convertido en una trituradora de empleo, aunque el ajuste ha sido tan brutal que está próximo a su fin. La economía mundial ha pasado de un entorno de extrema accesibilidad al crédito a una extrema restricción, por lo que en el próximo lustro deberíamos tener un proceso de normalización y la dinámica de este proceso será determinante para la economía española.

El miedo a lo desconocido hace que la tentación humana sea comparar esta crisis con la anterior y abrir el cajón para buscar el recetario de medidas para retornar a una senda de recuperación. Comparamos el PIB y la tasa de paro pero la realidad es que la economía española de 2011 es muy diferente a la de 1995. Con la peseta, cuando “España S.A.” salía a buscar financiación exterior tenía que hacerlo con su propia divisa y con una historia continua de devaluaciones. El inversor asumía riesgo de pérdida de valor del tipo de cambio y tenía un porcentaje de sus inversiones en activos españoles muy reducido por lo que nuestra economía estaba sometida a una estricta restricción financiera externa. En 1995 sólo el estado conseguía endeudarse en el exterior y sus emisiones de bonos a largo plazo en los mercados de capitales era equivalente al 13% del PIB. Como se puede comprobar en el Gráfico 1, en 2011 esta cantidad es del 70% y está repartida en partes iguales entre Estado, grandes empresas y bancos, que han canalizado el ahorro exterior a familias y pymes.

**GRÁFICO 1. BONOS EN MANOS DE NO RESIDENTES**  
[% del PIB]



**GRÁFICO 2. DEUDA EXTERNA BRUTA**  
[% del PIB]



Este aumento de nuestra dependencia de financiación en los mercados de capitales es lo que nos hace tan vulnerables al contagio financiero y a la inestabilidad en los mercados. No hace falta que haya fuga de capitales y ventas de activos españoles, es suficiente con que los inversores dejen de refinanciar los vencimientos de nuestros bonos para que la economía real se resienta. No debemos olvidar que después de la peor recesión en décadas seguimos teniendo un déficit exterior del 4% del PIB, por lo tanto “España S.A.” sigue viviendo a crédito. El ciudadano tiene la percepción de que estamos padeciendo una crisis de la deuda pública, pero es muy importante recordar permanentemente que esto es una crisis de deuda y que en el caso español es principalmente privada.

Siendo conscientes de nuestra vulnerabilidad no conviene caer en la autoflagelación por la maldición de la deuda. Como se observa en el Gráfico 2, si se compara el total de pasivos exteriores, –bonos + créditos, sobre todo interbancarios–, nuestra situación no difiere mucho de la de Alemania, es inferior a la de Francia e infinitamente inferior a la irlandesa o la del Reino Unido. Lo que ha sucedido en España ha sido que al entrar en el euro la economía se liberó de la restricción financiera exterior y hemos convergido con nuestros socios en *ratios* de endeudamiento. El proceso es equivalente a recrecer una presa y ver cómo se llena de agua el embalse. El problema es que el embalse se ha desbordado y en el próximo lustro ya no será posible aumentar significativamente el endeudamiento exterior.

La percepción fuera de España y también de buena parte de la sociedad española es que nuestra economía ha sido una especie de bañera llena de burbujas, lo cual es rotundamente falso y está detrás de las dudas sobre

la solvencia de nuestra deuda y nuestro diferencial de tipos de interés. Para empezar, el 40% de esas deudas con el exterior pertenecen a dos bancos: Santander y BBVA y son un mero problema contable. Para no perder el sentido de la magnitud la deuda pública sólo explica el 25% de nuestros pasivos exteriores, lo mismo que los pasivos del Banco de Santander. Si la filial Santander UK presta dinero a su matriz en Madrid se contabiliza como un pasivo de la economía española, lo cual es una convención contable pero es absurdo que acabe afectando a nuestra prima de riesgo. La mayor parte de ese aumento de endeudamiento externo pertenece al proceso de internacionalización de nuestras grandes empresas y la mayoría son historias de éxito y sus inversiones en el exterior valen mucho más que la deuda asumida. Por lo tanto, el riesgo de impago o de quita es mínimo y los actuales diferenciales de tipos de interés que paga “España S.A.” no están justificados por los fundamentales económicos.

En 2015 España seguirá teniendo una deuda pública sobre PIB inferior a Alemania y al promedio de la Eurozona, según las proyecciones de los organismos internacionales. La solvencia del Estado tampoco debería estar en cuestión y los diferenciales de tipos no están justificados. El temor principal es que la excesiva exposición de nuestro sistema bancario doméstico a la burbuja inmobiliaria obligue al Estado a socializar deuda y eso ponga en cuestión la solvencia del país. Pero este temor tampoco se sustenta por los fundamentales. En estos momentos se habla de 60.000 millones adicionales de capital al sistema bancario de los 20.000 que ya anunció el Gobierno por lo que sería un 6% del PIB adicional de deuda, lo cual no pone en cuestión la sostenibilidad a largo plazo. El problema



sería de liquidez y de financiación a corto plazo lo cual podría forzar a pedir ayuda financiera a la *Troiķa*, pero no un problema de solvencia. La otra paranoia es que la elevada tasa de paro llevará a España a una década de crecimiento pérdida a la japonesa. España ya ha tenido tasas de paro tan elevadas en 1984 y en 1994 y no ha impedido continuar su proceso de convergencia en renta por habitante.

Entre 1975 y 1983 España sufrió una crisis de una magnitud similar o incluso mayor que la actual. La tasa de paro aumentó durante diez años, pasó del 5% al 22%; el 20% de los ocupados trabajaba en la agricultura; hubo que reestructurar toda la industria pesada y la minería; alcanzamos el 25% de morosidad; quebró la mitad del sistema bancario, nos gastamos el 6% del PIB en sanearlo; la victoria socialista en 1982 provocó una fuga de capitales; en el momento más crítico de la crisis financiera sólo teníamos reservas de divisas para aguantar dos semanas... y salimos. Alguien que haya estudiado en profundidad la historia de España de las últimas décadas no debería tener dudas de que la sociedad española volverá a resolver la actual encrucijada con éxito. El problema es que los inversores

internacionales desconocen nuestra historia y es clave que los españoles confiemos en nuestras posibilidades para poder convencerles. Si nosotros mismos tenemos dudas no podemos exigirles a ellos que nos sigan financiando.

**“El único escenario factible de insostenibilidad de nuestra deuda externa sería una ruptura del euro”**

El único escenario factible de insostenibilidad de nuestra deuda externa sería una ruptura del euro. Si esto sucede el marco alemán volvería a ser la moneda refugio y la peseta sufriría una intensa depreciación. Si España vuelve a la peseta y mantiene sus contratos en euros el *stock* de deuda externa en términos de PIB aumentarían en la misma proporción a la devaluación de la divisa, entraríamos en escenarios de insostenibilidad y no podríamos pagar el 100% de nuestros compromisos. Lo habitual en estas situaciones es que el país redenomine su deuda externa a la nueva divisa por lo que los propietarios de los bonos perderían el porcentaje de la devaluación al convertir el dinero en marcos alemanes. Por esta razón, nuestra posición en el Consejo Europeo tiene que ser de defensa del euro y que ni si quiera se plantee la posible salida de Grecia. Una salida de un país miembro supondría una amputación del proyecto europeo, una grave crisis institucional y abriría escenarios de profecías autorrealizables típicas de los mercados financieros del tipo ¿quién será el próximo? Esta dinámica sería nefasta para España. Los Tratados sólo permiten la salida voluntaria del país y la inestabilidad política y social en Grecia hace que la probabilidad de una salida del euro sea elevada.

La gran transformación de la economía española tiene su mejor reflejo en el mercado de trabajo. El cerebro humano sobrepondera la información reciente

y los tres millones de puesto de trabajos destruidos durante la crisis, lo cual es un drama social. Pero no se destaca lo suficiente que después de la mayor destrucción del empleo en siete décadas seguimos teniendo 5 millones más de afiliados a la Seguridad Social que en 1994, lo cual supone un incremento del 40%. España es, en términos relativos, el país del mundo que más empleo ha creado desde entonces. De esos 5 millones de nuevos empleos, mayoritariamente mujeres, 4 millones se han formalizado con contratos indefinidos y uno de cada tres ocupados totales tiene estudios universitarios. Somos el país que más empleos netos, en términos absolutos, ha creado desde que nació el euro en 1999 y hemos creado casi el doble que Alemania desde entonces con la mitad de población que ellos. Ya ha pinchado la burbuja y han desaparecido 1,3 millones de empleos vinculados a la misma. Por lo tanto, la pregunta que surge es: ¿si todo ha sido una burbuja, en qué trabajan ahora? La respuesta es que España ha sido una economía dual y la España exconstrucción ha avanzado enormemente en productividad y competitividad desde 1994.

El éxito de nuestras empresas ha estado basado principalmente en capital humano. En energías renovables, por primera vez desde el siglo XVI España lidera la vanguardia tecnológica mundial. Los centros de investigación de Pamplona y Huesca son los más innovadores del mundo y nuestras empresas del sector superan al resto de competidores en capacidad para desarrollo de esta tecnología. Indra lidera el mercado mundial de tráfico aéreo, Técnicas Reunidas el desarrollo de refinerías. Destacamos principalmente en el sector servicios, donde el capital humano es el determinante de la competitividad. Inditex es el líder mundial en ventas *retail* y nuestros dos grandes bancos son líderes mundiales en banca minorista. Cuando viajas a Londres en avión, el sistema de control aéreo del aeropuerto está siendo diseñado por ingenieros españoles, las nuevas pistas están siendo diseñadas por ingenieros españoles y las nuevas terminales están siendo diseñadas por arquitectos españoles. Cuando aterrizas la luz está gestionada por españoles, te conectas a un móvil español, sacas dinero en un banco español, usas servicios del aeropuerto gestionado por españoles y coges un metro hasta la ciudad también gestionado por españoles. Si alguien hace quince años me hubiera anticipado esto yo le hubiera recomendado visitar a un psiquiatra. El problema es que tenemos poca masa crítica de estas empresas extremadamente competitivas y es necesario conseguir que más empresas pequeñas pasen a ser grandes y globales. Esta será la forma más rápida para reducir nuestra tasa de paro. Hemos avanzado mucho pero seguimos alejados de los niveles de renta por habitante de EEUU o de los *länders* del Oeste de Alemania y aún hay margen para seguir avanzando. Por esta razón, la mejora de competitividad es una variable imprescindible para crear empleo y reducir la tasa de paro.

## ¿Cómo salir de esta maldita crisis?

Una sociedad coherente debería hacer un diagnóstico acertado de los problemas e identificar los eslabones de la cadena que no han funcionado y reformarlos para recobrar cuanto antes una senda de crecimiento que nos permita bajar la tasa de paro. No obstante, entrar en dinámicas donde se cuestionan todos los eslabones, incluso los que nos han permitido tener éxito internacional en numerosos sectores de actividad, acabará retrasando la salida de la crisis y prolongando la agonia de una buena parte de la sociedad.

Lo primero es identificar que el problema principal es nuestro sobreendeudamiento y no nuestra competitividad. Es evidente que debemos mantener la moderación salarial, como han propuesto los agentes sociales y mejorar nuestra productividad. Pero sin estabilidad financiera y sin normalizar los canales crediticios la economía española tardará años en retornar a una senda de crecimiento y creación de empleo sostenida. Pero es fundamental entender las causas de la obstrucción de los canales crediticios para poder restaurarlos. La principal causa de temor de los inversores internacionales, como se ha explicado con anterioridad, es a una posible ruptura del euro. Es evidente que, de momento, la probabilidad asociada al suceso es pequeña ya que el euro sigue cotizando contra el dólar por encima de su paridad de equilibrio de largo plazo. El problema es que los temores se concentran en países concretos de los que huyen los capitales para refugiarse en países del centro.

Esto supone una segmentación de la unión monetaria que lleva a que la política monetaria sea expansiva en los países que reciben flujos de capitales y creen empleo, y extremadamente restrictiva en los países de los que los flujos salen, entre ellos España, y explica en buena medida la recaída en la recesión y la intensa destrucción de empleo desde el pasado verano. Para resolver la crisis del euro, los países miembros deben responder a dos preguntas: ¿cuántos países quieren que compongan la moneda única? y, ¿cuánto dinero están dispuestos a gastarse para conseguirlo? El principal problema que genera desconfianza en los inversores internacionales es que Europa aún no tiene respuestas para ninguna de las dos preguntas. Esto supondrá más Europa con mayor cesión de soberanía de los países a la Unión, especialmente fiscal para compensar las deficiencias de política monetaria en un área que no es óptima, de momento. Un Tesoro europeo debería gestionar parte del presupuesto, especialmente los estabilizadores automáticos como la prestación por desempleo, y disponer de financiación vía impuestos transferidos y vía emisiones de deuda.

La otra prioridad, directamente relacionada con la crisis del euro, es poner fin a la recesión. La política monetaria ultraexpansiva del BCE es necesaria y debe ir a más pero no es suficiente. Europa necesita un impulso fiscal y una depreciación del euro a corto

plazo para salir de la recesión. Es evidente que países como España, con un déficit público elevado y en medio de una crisis financiera, no tiene margen de maniobra para implementar estímulos fiscales, como hicimos en 2008. Entonces es necesario que los otros países del euro lo hagan y que los países endeudados nos enganchemos al ciclo expansivo vía exportaciones. En el año 2000, Alemania sufrió una crisis de balance y de sobreendeudamiento como en la que nos encontramos ahora en España. Es justo reconocer que hicieron enormes esfuerzos y sacrificios para recuperar su competitividad. Pero también es cierto que el resto de países europeos les dimos el tiempo suficiente para digerir los excesos y la demanda que no tenían sus empresas en el exterior. Alemania tardó cinco años en cumplir el pacto de estabilidad y en volver a crear empleo. Además las mejoras de competitividad fueron principalmente vía aumento de la productividad y no vía deflación de salarios como ahora pretenden imponer al resto de socios.

Resueltos estos dos problemas, España debe seguir tomando medidas. Hay que seguir con la senda de consolidación fiscal pero hasta que la economía puede soportarla sin caer en recesión. Recortar cuatro puntos de PIB el déficit en 2012 será el camino más rápido y fiable para que entremos en depresión. Hay que hacer reformas que avancen en flexibilidad y liberalización de sectores protegidos que son nichos potenciales de nuevos empleos. La reforma del mercado de trabajado presentada por el nuevo gobierno avanza en flexibilidad pero retrocede en seguridad y es susceptible de mejorar. Además sin ir acompañada de un plan ambicioso de liberalización de sectores protegidos, especialmente en el sector servicios, acabará suponiendo una mera transferencia de renta de los trabajadores a las empresas sin la garantía de que consiga reducir la inasumible tasa de paro que alcanzará la economía española en 2013. También hay que recapitalizar el sistema bancario, aunque la intervención pública debe buscar reactivar la demanda de vivienda y frenar la morosidad y no financiar inventarios que se deterioran a velocidad de vértigo en los balances de las entidades financieras.



