



Dos grandes bolsas de volatilidad, la del sector inmobiliario y la del sector exterior han hecho, y están haciendo, que la crisis económica española sean particularmente larga y profunda. Además de la burbuja financiera, lo que más afecta a la economía es el enorme endeudamiento de las empresas

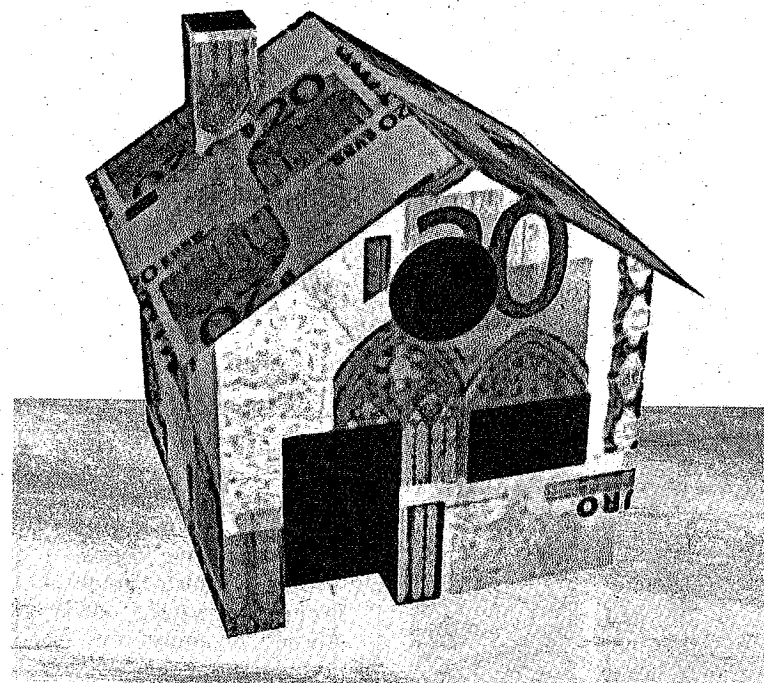
## VISIONES

**LA OPINIÓN** | Si nuestro deseo es que la economía española inicie un periodo de recuperación sólido, la única forma de lograrlo es que desaparezca el riesgo exterior, pero sin que afecte al flujo circular de la renta y, por eso, a la economía en su conjunto. Por Antonio Aznar Grasa (\*)

# Reflexiones sobre la crisis económica

A estas alturas de la crisis, parece haber un consenso entre los economistas acerca de cuales han sido los factores que han hecho, y están haciendo, que la crisis de la economía española sea particularmente intensa y profunda. Este consenso gira en torno a la existencia de dos grandes bolsas de volatilidad: la del sector inmobiliario y la del sector exterior. Con la expresión bolsa de volatilidad quiero hacer referencia a una situación en la cuál una parte importante de la demanda de un sector o de la economía en su conjunto, pueda desaparecer de la noche a la mañana sin que sea posible controlar su evolución por parte de los responsables de la política económica. Estas situaciones se generan bien porque la demanda no se sustenta en las necesidades reales de los consumidores sino en procesos especulativos basados en expectativas sobre la evolución de los precios, o bien porque la capacidad de decisión está fuera del ámbito de los agentes del país considerado.

Respecto a la bolsa asociada con el sector inmobiliario, es bien conocido que el protagonismo de este sector en los últimos años en la inversión, en la creación de empleo y en otros indicadores económicos de la economía española no tiene parangón con lo observado en otros sectores y en otros países. Se hablaba de que en España se iniciaban tantas viviendas como en Alemania, Italia y Francia, los tres juntos. Pero también se hablaba de que un tercio -esta información siempre es difícil de cuantificar- se podía asociar con demanda especulativa; es decir, con demanda basada en expectativas de subida de precios continuadas que hacen que se compre la vivienda con el único objeto de venderla pasado un breve periodo de tiempo. El problema que tiene esta demanda es que ante cualquier señal de alarma que altere el esquema psicológico de expectativas, dicha demanda desaparece afectando de forma negativa al flujo circular de la renta. Eso significa que los empresarios no reciben en concepto de demanda lo que repartieron como salarios, beneficios y otras rentas de los factores productivos lo que hace que algunas de estas empresas empiecen a tener dificultades. Y estas señales de alarma aparecieron a mediados de 2007 cuando, en Estados Unidos, surgen las hipotecas basura y todos los títulos de baja calidad relacionados con las mismas. Tras lo ocurrido en la economía española desde mediados de 2008 hasta nuestros días, podemos decir que la volatilidad asociada con el sector inmobiliario prácticamente ha desaparecido,



pero ha dejado tras de sí dos legados muy negativos: por un lado, vía el súper multiplicador, el filtro en el flujo de la renta ha afectado muy negativamente la evolución de ciertas variables macroeconómicas que miden la salud de una economía como son la inversión, el empleo, y, en definitiva, el PIB. En segundo lugar, ha provocado la pérdida de valor de un 'stock' importante de activos-terrenos y viviendas- que, en estos momentos, no tienen un valor claro en el mercado que permita considerarlos como contrapartida de otros activos que sí tienen un proceso de liquidación inmediato. Esto provoca un bloqueo del sector financiero con efectos negativos importantes sobre la evolución del sector real de la economía.

Pero con ser importante la burbuja inmobiliaria, en estos momentos lo que más afecta a la evolución de la economía española es el riesgo asociado al enorme endeudamiento exterior de nuestras empresas, financieras y no financieras. Con la última información del Banco de España, podemos decir que la deuda neta de España respecto al exterior asciende a 891.962 millones de euros, lo que supone un poco más del 90% del PIB. Esta cifra, por sí misma, no

**«Si no logramos mover el 'stock' de viviendas con euros que están fuera del mercado nacional y no somos capaces de cambiar el signo de la balanza comercial, la salida de la crisis puede estar lejos»**

**«Hay que tratar de vender esas viviendas a personas con dinero, a base de políticas de bajada de precios, exención fiscal y campañas comerciales. Y pasar el saldo de la balanza comercial a positivo»**

debería de preocupar si la posición neta de España con respecto al exterior hubiera mejorado tras el proceso de ajuste iniciado a finales de 2008. Pero no ha sido así. En el año 2009, la posición neta de España empeoró 58.299 millones de euros y, en lo que va de año hasta septiembre de 2010, la necesidad de financiación generada ha sido de 33.039 millones de euros. Eso explica las dudas de nuestros acreedores sobre nuestra capacidad de cumplir nuestros compromisos y también explica la volatilidad que el sector exterior genera en nuestra economía ya que, en cualquier momento, estos acreedores pueden decidir no renovar ciertos créditos o hacerlo a un tipo de interés mucho más elevado. En ambos casos, parte de la renta deberá transferirse al extranjero y eso afectará negativamente al flujo circular de la renta y, como consecuencia, a la economía en su conjunto.

Por lo tanto, si nuestro deseo es que la economía española inicie un proceso de recuperación sólido, la única forma de lograrlo es que desaparezca el riesgo exterior. El reto es saber qué hacer para eliminar este riesgo sin afectar negativamente al flujo circular de la renta.

Cabría pensar en dos líneas de actuación que, seguramente, deberían ser complementarias. El objetivo de la primera sería tratar de vender el 'stock' de viviendas, que hoy están fuera de mercado, entre personas que poseen dinero atesorado, incluso si es fiscalmente opaco, sean españoles o extranjeros. Habría que pensar en políticas de bajada de precios para hacer más atractivas estas viviendas, algún tipo de exención fiscal y campañas agresivas de tipo comercial dentro y fuera del país. Sin duda, esta sería la mejor solución pero, a corto plazo, su puesta en marcha ofrece grandes dudas.

El objetivo de la segunda línea de actuación sería lograr que el saldo de la balanza por cuenta corriente, que contabiliza las transacciones no financieras con el exterior, pase de ser negativo a positivo. De esta forma, podremos pagar los intereses de la deuda y empezar a devolver parte de la misma. El principio sobre el que se apoya esta propuesta es claro: si en los últimos años, los españoles hemos producido 100 y hemos disfrutado de 105 o más, en los próximos años nos toca producir 100 y disfrutar de 95 o menos. Muchos españoles creen que el reparto de las ganancias en el periodo de vacas gordas ha sido poco equitativo. Habría que procurar que el reparto de las pérdidas sea algo más solidario.

A nadie se le escapa que el

cumplimiento de este objetivo tiene sus dificultades. En los años 2007 y 2008 el saldo negativo de la balanza por cuenta corriente giró en torno a los 100.000 millones de euros bajando en el 2009 a los 54.000 millones mencionados anteriormente. Teniendo en cuenta que los saldos de las balanzas de servicios y de rentas se mantienen constantes, positiva la primera en torno a 25.000 millones y negativa la segunda en torno a 30.000 millones, parece que el único margen de libertad disponible está en modificar el signo del saldo de la balanza comercial, que contabiliza las exportaciones e importaciones de objetos materiales. Esta balanza comercial si que ha experimentado una mejora a lo largo de la crisis. Mientras que el saldo negativo en el año 2007 era de 91.000 millones de euros, en el año 2009 ese saldo ha bajado a la mitad con 45.000 millones de euros. Por lo tanto, parece haber recorrido pero la tarea es dura y las perspectivas, a corto plazo, no son nada esperanzadoras, ya que para el periodo enero-septiembre el saldo negativo para 2010 es el mismo que para 2009, 34.000 millones de euros. Seguramente que esta repetición del dato tiene mucho que ver con la inquietud internacional observada en las últimas semanas.

Si no logramos mover el 'stock' de viviendas con euros que, en la actualidad, están fuera del mercado nacional y tampoco somos capaces de cambiar el signo de la balanza comercial, la salida de la crisis puede estar lejos. Seguramente entraremos en un periodo largo de escaso crecimiento con todo tipo de sobresaltos y presiones por parte del sector exterior con una prima de riesgo por encima de los 300 puntos básicos que hará extremadamente difícil iniciar una senda de recuperación sólida y estable.

Por lo tanto, es hora de poner en marcha las reformas necesarias para lograr que las viviendas y los euros que hoy están fuera del circuito vuelvan al mercado y para lograr, también, que el saldo de la Balanza por Cuenta Corriente sea positivo. Un avance significativo en cualquiera de las dos direcciones, sería suficiente para "calmar" los mercados y para sentar las bases de una recuperación sólida y estable a largo plazo.

### EL AUTOR

**Antonio Aznar Grasa.** Catedrático de Econometría de la Universidad de Zaragoza. Fue presidente de Caja Inmaculada (CAI), desde 2008 a 2010.