

AJUSTE COMPETITIVO Y RECUPERACIÓN: LA EXPERIENCIA BRITÁNICA TRAS LA DEPRECIACIÓN DE LA LIBRA

Este artículo ha sido elaborado por Teresa Sastre, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales¹.

La experiencia de Reino Unido tras la depreciación de la libra al inicio de la crisis ilustra cómo un ajuste del tipo de cambio nominal puede permitir recuperar competitividad-precio de forma rápida y ampliar el excedente de los sectores productores de comerciables, contribuyendo, potencialmente, a limitar los efectos adversos de la recesión. Sin embargo, este proceso parece haber tenido un impacto limitado, ya que no se ha producido una mejora genuina de la productividad y de los costes unitarios que haya permitido la consolidación de las ganancias de competitividad.

Introducción

La competitividad de una economía es un concepto relativo, que mide la eficiencia con que asigna y utiliza los recursos de los que dispone en comparación con otras economías con cuyos productos compite en los mercados exteriores y en el mercado interno. Una economía poco eficiente, cuya productividad sea baja, o que tenga unos costes de producción y unos márgenes elevados respecto a sus competidores, no podrá mantener su competitividad y experimentará pérdidas de cuota tanto en los mercados exteriores como en el interno, que terminarán afectando a su ritmo de crecimiento y a su nivel de bienestar.

La competitividad de una economía puede verse afectada tanto por factores estructurales como por otros de naturaleza cíclica o transitoria. Desde un punto de vista estructural, el grado de incorporación de innovaciones tecnológicas al proceso productivo y el ritmo de acumulación de capital son determinantes fundamentales de la productividad. Asimismo, resulta esencial un buen funcionamiento de los mecanismos de formación de precios y salarios; la existencia de rigideces nominales limita el ajuste en los precios relativos ante perturbaciones macroeconómicas y ralentiza la reasignación de factores productivos, provocando pérdidas de competitividad y la acumulación de desequilibrios.

A lo largo del ciclo económico, una mayor inflación en períodos de exceso de demanda puede llevar a pérdidas de competitividad, que en principio quedarán compensadas cuando la actividad se reduzca por debajo de su nivel potencial. Sin embargo, durante los períodos de recesión, los procesos de innovación tecnológica y el nivel de cualificación del capital humano pueden resentirse, originando un deterioro más duradero de la eficiencia productiva. Además, los posibles efectos adversos de las recesiones serán tanto mayores cuanto mayores sean su duración e intensidad, lo que, a su vez, dependerá del grado de flexibilidad que presenten los mecanismos de formación de precios en la economía.

Las políticas de carácter estructural, encaminadas a subsanar las insuficiencias del capital físico y humano, y a flexibilizar los mecanismos de ajuste de precios y salarios, son, por tanto, la forma más sólida de mejorar la capacidad competitiva. No obstante, las reformas estructurales tardan tiempo en producir los efectos deseados. Frente a ello, una depreciación del tipo de cambio puede ser un mecanismo para elevar la competitividad de forma rápida. La flexibilidad cambiaria constituye uno de los mecanismos de ajuste cíclico de una economía. En efecto, la depreciación de la moneda nacional puede permitir a los exportadores reducir los precios de sus productos en moneda extranjera, recuperando cuota de mercado; también puede permitir elevar en alguna medida los

¹ Este artículo se ha beneficiado del excelente apoyo técnico de Roberto Pascual.

precios en moneda nacional, generando, así, recursos para abordar procesos de creación de empleo, inversión o reducción de su nivel de endeudamiento en situación de estrés financiero. En el caso de los productos importados, sus precios en libras aumentarán si los importadores no absorben, de algún modo, el impacto de la depreciación. Sin embargo, un ajuste del tipo de cambio solo será un mecanismo adecuado para restaurar la competitividad si su deterioro se ha producido como consecuencia de factores no estructurales.

La experiencia de Reino Unido tras la crisis financiera de 2007-2008 es ilustrativa de este último punto. La depreciación de la libra al inicio de la crisis supuso una mejora de la rentabilidad en los sectores productores de bienes comerciables, que permitió suavizar la destrucción de empleo, favoreció la entrada de inversión directa del exterior y permitió el desapalancamiento de algunos sectores productivos, facilitando la recuperación económica y limitando los efectos adversos de la recesión. Sin embargo, con el paso del tiempo no se ha observado una mejora genuina de la productividad que sustente una recuperación duradera de la competitividad.

Este artículo revisa y analiza, en las dos secciones siguientes, el impacto que tuvo la intensa depreciación de la libra esterlina —cercana al 30 %— sobre la competitividad-precio de las exportaciones británicas y sobre los márgenes en el sector de bienes comerciables. A continuación, se examina si la mejora del margen unitario contribuyó a suavizar el ajuste del empleo y de la inversión, y en qué medida permitió aliviar la situación financiera de las empresas en momentos de severas dificultades en el acceso a la financiación externa. En la última sección se resumen las principales conclusiones que pueden extraerse de esta experiencia de ajuste competitivo a través de una depreciación.

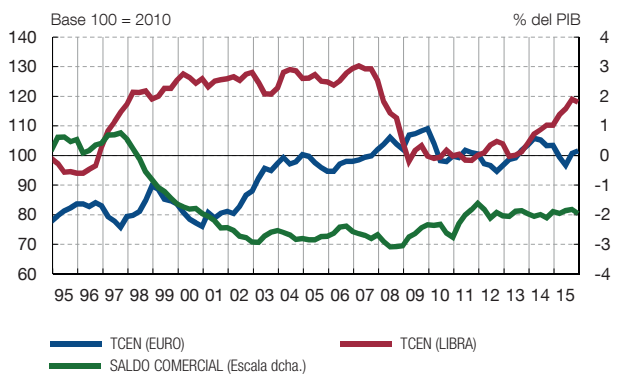
Impacto de la depreciación de la libra sobre los flujos comerciales

Al inicio de la crisis financiera global, la libra experimentó una intensa depreciación. El tipo de cambio efectivo nominal retrocedió casi un 30 % entre 2007 y 2009 (véase gráfico 1.1). Sin embargo, la depreciación tuvo un efecto limitado en la reasignación de recursos hacia la producción de bienes y servicios comerciables. La reducción del déficit comercial en los trimestres inmediatamente posteriores fue debida, en gran medida, a la caída de las importaciones derivada del impacto de la crisis sobre la demanda interna, si bien el encarecimiento relativo de los productos importados por la depreciación también contribuyó a este proceso. Por otra parte, el efecto de la depreciación sobre las exportaciones fue relativamente débil, a pesar de su intensidad.

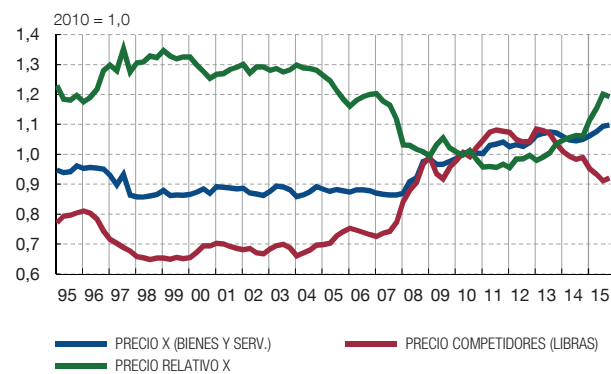
Hay varias razones que pueden explicar el escaso impacto de la depreciación sobre las exportaciones. En primer lugar, cabe mencionar la importancia de las exportaciones de servicios financieros en Reino Unido (en torno al 12 % del total de exportaciones). La naturaleza financiera de la crisis y la consiguiente caída de la actividad financiera a escala global afectaron severamente a este sector en Reino Unido, que experimentó una recuperación más lenta y modesta que la del resto de los sectores comerciables. Esta mayor lentitud queda reflejada en el diferencial de crecimiento entre las exportaciones de bienes y las de servicios tras la depreciación (véase gráfico 2.1) y contribuye a explicar que las exportaciones de servicios evolucionaran peor de lo previsto por los modelos económicos, mientras que las de bienes se mantuvieron más alineadas con el comportamiento que se derivaba de sus determinantes²; de hecho, el crecimiento de las exportaciones británicas se situó, casi de forma continua, por debajo del de sus mercados de exportación (véase gráfico 2.2). En consecuencia, la tendencia al aumento que venía mostrando la

2 Véase López Vicente (2012).

1 SALDO COMERCIAL DE REINO UNIDO Y TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL



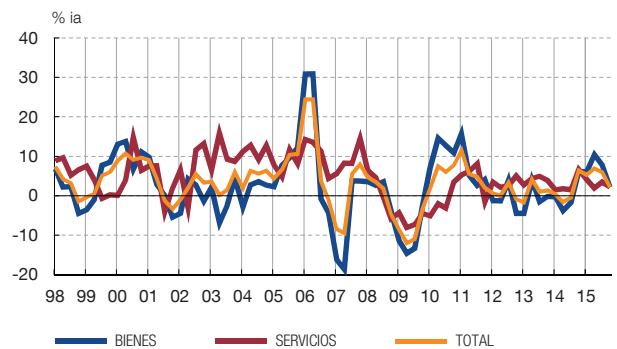
2 PRECIO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LOS COMPETIDORES. LIBRAS



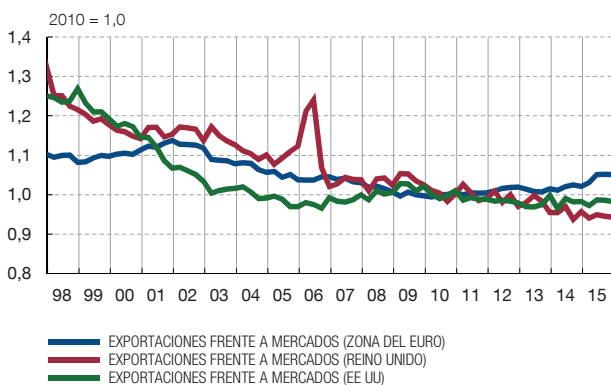
FUENTE: OCDE.

EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS, Y MERCADOS DE EXPORTACIÓN

1 EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS



2 EXPORTACIONES FRENTE A MERCADOS



FUENTES: OCDE y ONS.

cuota de Reino Unido en el comercio de servicios con anterioridad a la crisis se detuvo en 2008 y se invirtió posteriormente³.

En segundo lugar, cabe señalar la escasa orientación de las exportaciones británicas hacia mercados dinámicos. En particular, los países de la Unión Europea, cuyo crecimiento se vio especialmente lastrado por la crisis del área del euro, figuran entre los principales socios comerciales de Reino Unido. Por último, la depreciación de la libra no se tradujo completamente en unos menores precios relativos de las exportaciones, que solo se redujeron un 15 % entre 2007 y 2010 (véase gráfico 1.2), limitando la mejora de la competitividad-precio.

La traslación parcial de una depreciación a los precios de exportación puede obedecer a distintos motivos. Una posibilidad es que la ventaja competitiva que ofrece la depreciación sea aprovechada por los productores locales para incrementar el precio de sus productos y recuperar márgenes. Los márgenes de los productores británicos se habían estrechado al inicio de la crisis por el aumento de los costes laborales y el precio de los *inputs* importados era mayor debido a la propia depreciación. Por otra parte, si una proporción importante

3 Véase Kamath y Paul (2011), gráfico 5.

de exportadores sigue estrategias *pricing-to-market*, estableciendo precios diferentes en función de las condiciones del mercado de destino, o si fijan el precio de las exportaciones en moneda extranjera (*foreign currency invoicing*), el precio en moneda local de las ventas al exterior será el resultado de la estrategia de precios en moneda extranjera en cada mercado de destino y de los movimientos del tipo de cambio. Si los productores ingleses hubieran decidido mantener el precio de sus productos en moneda extranjera, la depreciación de 2008-2009 habría supuesto un incremento promedio del precio en libras de las exportaciones cercano al 30 %, con el consiguiente aumento del margen unitario, pero no habría mejorado su competitividad-precio. Como los precios en libras de las ventas en el exterior se incrementaron en torno a un 15 % entre 2007 y 2010, cabe deducir que los exportadores rebajaron sus precios en los mercados exteriores en una cuantía inferior a la depreciación, incrementando también sus márgenes —o compensando unos mayores costes—.

Este comportamiento no ha sido algo específico de esta crisis. La evidencia disponible muestra que en torno al 70 % de los exportadores británicos establecen el precio de sus productos en moneda extranjera⁴, sobre todo en el caso de las ventas a otros países de la Unión Europea, ya que el euro es una moneda que cuenta con mercados amplios y líquidos, de forma que el coste de cobertura es más reducido que en otros casos⁵. Por otra parte, la evidencia indica que los precios de las manufacturas inglesas tienden a alinearse en mayor medida con los de los competidores, cuando se expresan en una moneda común, que con los costes laborales unitarios propios⁶, en un intento de preservar la cuota de mercado. En cualquiera de los casos, la depreciación del tipo de cambio proporciona a los exportadores de bienes y servicios la posibilidad de elegir entre diversas combinaciones de mejora de la competitividad-precio y aumento de sus márgenes. Sea cual sea la razón del aumento de los precios de exportación, la depreciación de la libra brindó a los exportadores de bienes y servicios la oportunidad de incrementar el margen unitario en libras y mejorar la rentabilidad del sector exportador, una posibilidad que no tuvieron los productores de bienes no comerciables. El cambio en la rentabilidad relativa de los sectores comerciables y no comerciables es, precisamente, uno de los mecanismos que pueden dar lugar a una reasignación de recursos en la economía.

Por otra parte, la depreciación de la libra produjo un encarecimiento relativo de las importaciones respecto a la producción nacional. El precio en libras de los productos importados se incrementó un 15 % en un año —lo que implica un grado de transmisión cercano al 60 %, en línea con el promedio estimado por el Banco de Inglaterra⁷ para dicho espacio de tiempo— (véase gráfico 3.1). Posteriormente, el fortalecimiento de la demanda interna en 2010 permitió que los precios de importación registraran un nuevo incremento, completando casi en su totalidad la transmisión de la depreciación.

En conjunto, el precio de las importaciones se incrementó un 17 % en relación con el deflactor del PIB. Esto contribuyó, en alguna medida, a frenar la creciente penetración de las importaciones en el mercado interno (véase gráfico 3.2), que venía aumentando de forma continua en la década anterior, como consecuencia del mayor grado de integración global de las economías y de la notable apreciación de la libra en los años 1996-1997, si bien la estabilización desde 2007 del contenido importador de la demanda final cabe atribuirlo, sobre todo, a la caída de la demanda que supuso la crisis. Cabe señalar que los incrementos

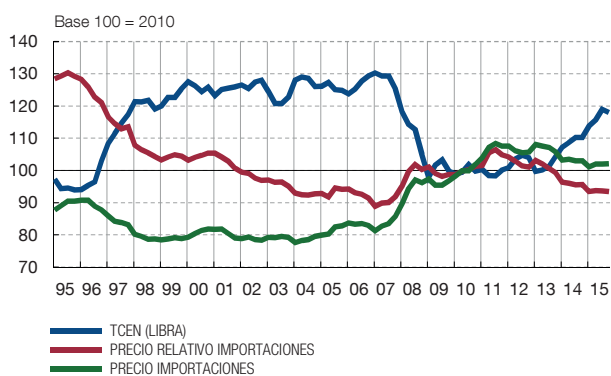
4 Véase Goldberg y Tille (2009).

5 Véase MacCoille *et al.* (2009).

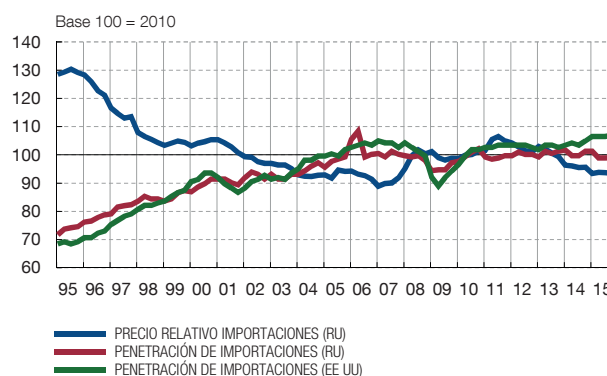
6 Véase Buisán *et al.* (2006).

7 Véase Bank of England (2015).

1 REINO UNIDO. TIPO DE CAMBIO EFECTIVO Y PRECIOS DE IMPORTACIÓN



2 PRECIO RELATIVO Y PENETRACIÓN DE IMPORTACIONES



FUENTE: OCDE.

de precios fueron particularmente significativos en el caso de las importaciones de servicios⁸, cuyo precio aumentó más rápidamente que el de las importaciones de bienes entre 2007 y 2011⁹. Un ejemplo de ello es la rapidez con la que se transmitieron las variaciones en el tipo de cambio al precio de los viajes turísticos al exterior, lo que llevó a un desplazamiento de la demanda hacia el turismo dentro de Reino Unido.

Mejora de los márgenes en el sector de bienes comerciables

El comportamiento de los márgenes empresariales en los sectores productivos de la economía británica se puede aproximar por el diferencial de crecimiento entre el deflactor del valor añadido de cada sector y sus costes laborales por unidad de producto. Este diferencial aporta información sobre los cambios en el excedente por unidad de producto o margen unitario.

A pesar de experimentar una primera etapa de estancamiento al inicio de la crisis global, los márgenes crecieron en el conjunto de la economía británica un 3,5 % entre 2007 y 2013, como consecuencia de un crecimiento de los precios (14 %) superior al de los costes laborales unitarios (véase cuadro 1). Esta ampliación fue más marcada en el sector de bienes comerciables, especialmente en los primeros momentos de la crisis. Así, entre 2007 y 2013 el excedente por unidad de producto en las ramas manufactureras creció un 18 % y un 14,5 % en los servicios financieros —a los que puede otorgarse la consideración de comerciables en el caso de la economía británica, dada la importancia de las transacciones internacionales en el conjunto del sistema financiero—. Por el contrario, en las ramas cuyo principal destino es el mercado interno el margen se estrechó, bien ligeramente —como en el caso de la distribución comercial, el transporte y la restauración—, bien de forma más intensa —en los servicios empresariales y en las actividades de ocio y cultura—.

Como se ha señalado, la ampliación de márgenes no fue consecuencia de un descenso de los costes laborales por unidad de producto, sino de un notable incremento de precios, que superó al de los costes. Estos aumentaron, incluso en los primeros años de la crisis, en casi todos los sectores, por el débil crecimiento de la productividad del trabajo (véase gráfico 4). Sin embargo, en un contexto de depreciación de la moneda británica, las empresas de las ramas productoras de bienes y servicios comerciables —manufacturas y

8 Véase Kamath y Paul (2011).

9 Durante la apreciación posterior de la libra, el precio de los servicios importados se ha reducido más lentamente que el de los bienes.

	Variación acumulada (2007-2010) (%)			Variación acumulada (2010-2013) (%)		
	Deflactor VA	CLU	Margen unitario	Deflactor VA	CLU	Margen unitario
Total economía	8,1	8,4	-0,3	5,7	1,8	3,9
Industria	9,9	7,2	2,7	22,0	12,7	9,3
Manufacturas	9,9	4,2	5,6	17,4	5,2	12,2
Construcción	-5,3	7,0	-12,4	13,0	8,8	4,2
Servicios	9,1	8,5	0,6	2,8	-0,6	3,4
Distribución, transporte, hoteles y restaurantes	13,0	13,3	-0,4	3,2	3,6	-0,3
Información y comunicación	-2,4	-5,0	2,6	2,8	3,8	-1,0
Servicios financieros y seguros	3,7	1,0	2,7	7,4	-4,4	11,8
Actividades inmobiliarias	12,4	-6,1	18,5	13,3	10,2	3,1
Activ. profesionales, técnicas y administr.	7,5	9,8	-2,3	-5,8	-5,0	-0,8
Administración pública, educación y sanidad	8,9	9,9	-1,0	-1,8	-2,1	0,4
Actividades artísticas, ocio y cultura	17,7	28,0	-10,3	6,7	4,9	1,7

FUENTE: Eurostat.

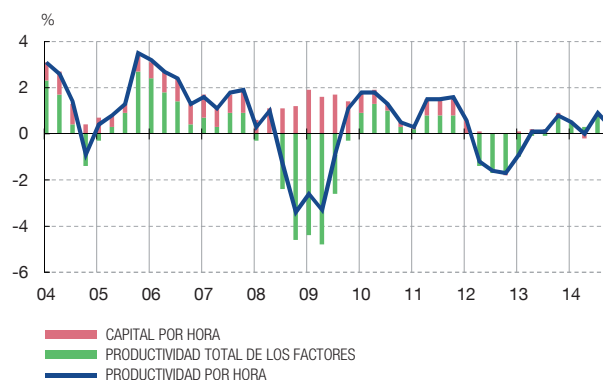
PRODUCTIVIDAD Y SALARIOS

GRÁFICO 4

1 SALARIO REAL Y PRODUCTIVIDAD



2 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD POR HORA



FUENTES: Bank of England (*Inflation Report*, mayo de 2015) y Datastream.

servicios financieros¹⁰ — pudieron trasladar ese aumento de costes a los precios de sus productos en libras. Con ello, los salarios reales cayeron en estos sectores, abaratando el factor trabajo.

La caída del salario real fue bastante generalizada entre las actividades productivas, discurriendo en consonancia con el débil avance de la productividad. Las bajas tasas de inversión de la economía británica desde el inicio del siglo XXI han reducido la ratio capital-trabajo, en términos de capital tanto físico como tecnológico, al tiempo que se ha registrado una pérdida de habilidades en el capital humano, por la crisis, y un desajuste entre el nivel de formación de los jóvenes que se incorporan al mercado laboral y la demanda de trabajo cualificado¹¹. Todo ello ha supuesto un decaimiento de la productividad

10 Los servicios financieros experimentaron una caída de costes laborales a partir de 2010 que favoreció la ampliación de márgenes.

11 Véase OCDE (2015).

**Repercusión
sobre el empleo,
la inversión y la situación
financiera de las empresas**

total de los factores en amplios ámbitos de la economía¹² y una insuficiente dotación de capital¹³, con consecuencias sobre el avance de la productividad del trabajo (véase gráfico 4.2).

En un contexto de caída de la actividad, modesta recuperación de la demanda y, sobre todo, restricciones en el acceso a financiación externa, las empresas que pudieron generar recursos por la vía de ampliar el margen por unidad de producto estuvieron en mejor posición para atemperar el impacto de la crisis sobre sus planes de inversión y sobre la demanda de trabajo. Cabría esperar, por tanto, que el empleo y la inversión de los sectores exportadores hubieran experimentado una evolución algo más favorable que la del resto de sectores.

Desde el inicio de la crisis, el comportamiento del empleo en Reino Unido presenta dos etapas claramente diferenciadas. Hasta 2010, el empleo de la mayoría de las ramas de actividad registró una caída más o menos acusada, con escasas excepciones, siendo más intenso el ajuste en términos de horas trabajadas, de manera similar a lo ocurrido en otras economías avanzadas¹⁴. La construcción y la industria fueron las ramas donde el empleo registró un mayor descenso relativo (véase gráfico 5.1). A partir de 2011, el mercado laboral británico inició un proceso de recuperación, con un incremento del empleo del 4,2 % en el conjunto de la economía, sustentado por la creación de empleo en los servicios y con un escaso incremento en el sector industrial. No obstante, el comportamiento de la industria a partir de 2009 ha sido bastante favorable, cuando se compara con su trayectoria anterior, marcada por un descenso estructural del empleo, que redujo las horas trabajadas en un 30 % en el período 2000-2009.

Si se examinan la variación del empleo durante la crisis y el cambio en los márgenes de las diversas ramas productivas, la relación entre ambas variables es prácticamente nula. Sin embargo, sí existe una relación positiva entre los márgenes sectoriales y la evolución del empleo, cuando esta se mide en relación con su trayectoria en el período anterior a la crisis¹⁵ (véase gráfico 5.2). Entre 2007 y 2010, los sectores con un ajuste del empleo más intenso en relación con la pauta que les había caracterizado entre 2000 y 2007 —los servicios profesionales y empresariales y la construcción— se encuentran entre los que experimentaron una caída de márgenes más acusada. Del mismo modo, entre 2010 y 2013, los que registraron una mayor recuperación relativa del empleo —las manufacturas— fueron también los que acumularon una mejora más intensa de sus márgenes desde el inicio de la crisis.

En el caso de las decisiones de inversión, también se detecta una relación de signo positivo en el período 2007-2010 entre el cambio en los márgenes de las distintas ramas productivas y la variación de la formación bruta de capital fijo, en relación con el período precrisis, aunque la correlación es más baja que en el caso del empleo. Parece, por tanto, que los sectores que registraron una mejora de sus márgenes —sobre todo, sectores comerciales que resultaron beneficiados con la depreciación— pudieron mitigar el ajuste del empleo y de la inversión en la etapa recesiva de la crisis en mayor medida que los sectores de productos no comerciables. En la recuperación, dicha mejora pudo facilitar una evolución del empleo más favorable en relación con el promedio del período precrisis.

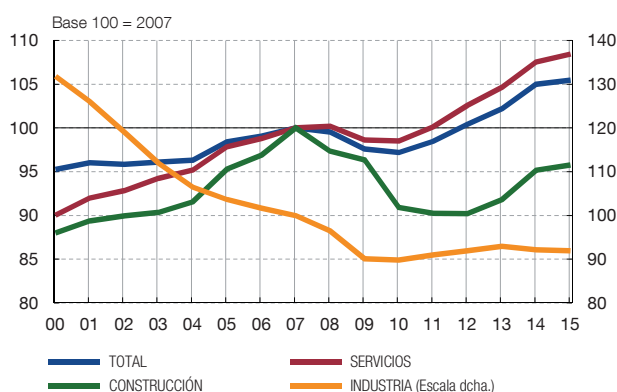
12 Véase FMI (2016).

13 Véase Barnett *et al.* (2014).

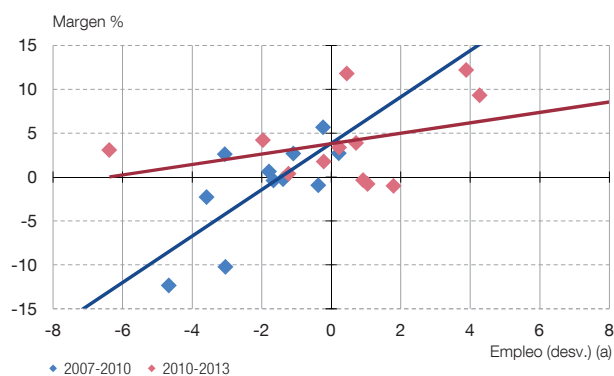
14 Véanse Faccini y Hackworth (2010) y Cuadro-Sáez *et al.* (2012).

15 Medida como la desviación de la variación media anual entre (2007-2010) y (2010-2013) respecto al promedio de (2000-2007).

1 EMPLEO (HORAS)



2 VARIACIÓN DEL EMPLEO Y DE LOS MÁRGENES



FUENTE: Eurostat.

a Variación media anual (%) en cada período en desviación respecto al promedio de (2000-2007).

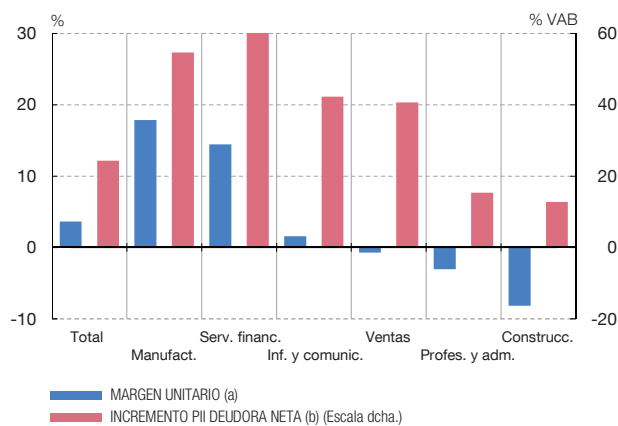
En general, la evolución del empleo durante la crisis resultó más favorable que la de la inversión, cuya debilidad se ha atribuido a diversos factores —debilidad de la actividad, dificultades para obtener financiación bancaria, incertidumbre o vulnerabilidad por el elevado endeudamiento—. Aunque estos factores también debieron de afectar negativamente a la demanda de trabajo, hubo, sin embargo, otros elementos que permitieron suavizar la caída del empleo y favorecer su incremento posterior; entre ellos, la evolución del precio relativo del trabajo y del capital. En los sectores de manufacturas y de servicios financieros, como ya se ha indicado, los salarios reales en términos de precios de producción registraron una notable caída, que tuvo un carácter más general. La evolución del precio relativo de los factores de producción, caracterizada por una caída de los salarios reales de mayor intensidad que el descenso del coste de uso del capital¹⁶, ayuda a entender el comportamiento más favorable del empleo en relación con la inversión que se ha observado en Reino Unido.

La mejora de los márgenes en el sector de manufacturas permitió incrementar la rentabilidad del sector y estrechar el diferencial con el rendimiento de las inversiones en el exterior, que era favorable a estas últimas en el período precrisis. A ello se unió, a partir de 2011, la caída en la rentabilidad de estas últimas, debido, muy probablemente, a la crisis de la zona del euro, lo que contribuyó a hacer más atractiva la inversión en el sector manufacturero británico. Ello ha supuesto una cierta reordenación de las decisiones de inversión en este sector a escala global, más favorable a Reino Unido, que se ha reflejado en el incremento neto de los pasivos frente al exterior en forma de inversión directa (véase gráfico 6.1). Esto contrasta con la acumulación de activos netos frente al exterior en el período 2000-2007, cuando el diferencial de rentabilidad entre las inversiones en Reino Unido y la inversión directa en el exterior era muy negativo. La reordenación geográfica de la inversión tiene un carácter algo más general, ya que la posición en inversión directa de Reino Unido, tradicionalmente acreedora, ha pasado a ser deudora, en términos netos, desde 2011¹⁷. En este proceso ha tenido particular relevancia el incremento de pasivos exteriores en las ramas de manufacturas y en los servicios financieros, que son los que

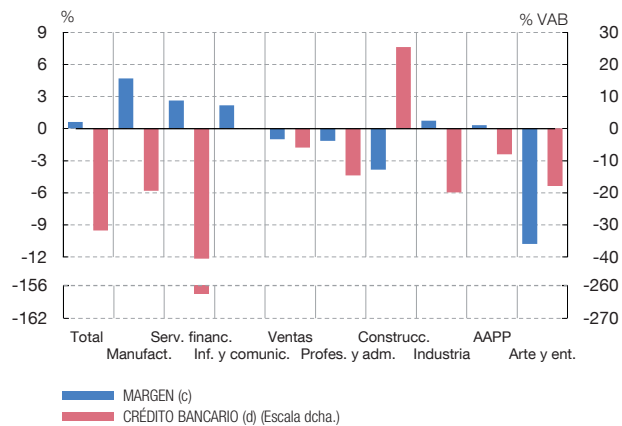
¹⁶ Véanse Pessoa y Van Reenen (2013) y Banco de España (2016).

¹⁷ La reordenación geográfica de las inversiones es un factor relevante para explicar la evolución de la inversión empresarial en algunas economías como Reino Unido. Véase Berganza *et al.* (2015).

1 MÁRGENES E INVERSIÓN DIRECTA DEL EXTERIOR



2 MÁRGENES Y CRÉDITO BANCARIO



FUENTE: Eurostat.

- a Variación acumulada en el período 2007-2013.
 b Porcentaje sobre el valor añadido bruto (2010) de cada rama de actividad.
 c Variación acumulada en el período 2008-2011.
 d Porcentaje sobre el valor añadido bruto (2008) de cada rama de actividad.

registraron un mayor incremento de márgenes durante la crisis y la recuperación posterior¹⁸.

El crecimiento de la inversión empresarial en las islas británicas a partir de 2010, tras su caída previa al inicio de la crisis, fue insuficiente para absorber el notable incremento del ahorro empresarial que se estaba produciendo a través del aumento de márgenes, de modo que la capacidad de financiación de las empresas no financieras pasó del 2 % del PIB en 2007 a un 4,4 % en 2011. En un contexto de aumento de la aversión al riesgo y dificultades para acceder tanto a la financiación bancaria como a la obtenida a través de los mercados financieros, es posible que parte del ahorro empresarial se destinara a reducir el elevado endeudamiento de las sociedades.

Aunque no se dispone de información del endeudamiento empresarial por ramas de actividad, los datos relativos a préstamos bancarios, que sí ofrecen esta desagregación, indican que fueron los sectores que registraron una mayor ampliación de márgenes los que redujeron su saldo de crédito bancario en mayor medida, al menos en los primeros años de la crisis (véase gráfico 6.2). Resulta, no obstante, difícil inferir a partir de esta relación una pauta sobre el endeudamiento de cada sector de actividad, dada la complejidad de fuentes de financiación de que disponen las empresas residentes en Reino Unido: títulos de deuda, financiación procedente del exterior a través de sociedades del mismo grupo empresarial, así como de entidades bancarias extranjeras, para las cuales apenas se dispone de información por sector de actividad. Desde el inicio de la crisis, todas ellas han contribuido al desapalancamiento que se ha producido en el sector, habiéndose reducido notablemente su ratio de deuda sobre PIB desde el 96 % en 2008 hasta el 73 % en 2014.

Conclusiones

La experiencia de Reino Unido durante la Gran Recesión ilustra cómo la depreciación de la libra permitió recuperar competitividad-precio de forma inmediata, pero transitoria, lo que se reflejó en una mejora de las exportaciones netas. La traslación de la depreciación a los precios de exportación en moneda extranjera no fue completa, por lo que se sacrificó

¹⁸ Si se realiza este análisis con los flujos por inversión directa acumulados, se obtiene la misma conclusión.

una parte del aumento de la cuota en los mercados exteriores a cambio de un aumento de la rentabilidad de los sectores comerciables. La mejora de rentabilidad que obtuvieron estos productores permitió suavizar la destrucción de empleo, atraer, en mayor medida, fondos del exterior en forma de inversión directa y reducir el nivel de apalancamiento de las empresas. Esta circunstancia tiene una notable importancia, ya que limitó los efectos adversos de la crisis sobre el potencial de crecimiento y contribuyó a reducir la vulnerabilidad financiera de las empresas. Sin embargo, no se lograron generar ganancias sustanciales de productividad, que ha mostrado una gran debilidad desde que se inició la crisis. Esto se ha reflejado en aumentos de los costes laborales unitarios, a pesar de la moderación salarial, y ha llevado a aumentos de los precios de producción superiores a los de sus socios comerciales, dando lugar a una progresiva pérdida de competitividad-precio, a medida que se han ido diluyendo los efectos favorables de la depreciación. En definitiva, no se ha producido una mejora genuina de la productividad que sustente una ganancia permanente de competitividad.

En Reino Unido, la pérdida de competitividad no proviene tanto de la escasa flexibilidad en el mercado laboral o en los mercados de producto como de un avance muy modesto de la productividad —consecuencia de un bajo ritmo de acumulación de capital y desajustes entre la oferta y la demanda de trabajo—. El deterioro del capital de la economía —tanto productivo y tecnológico como humano— y la falta de políticas eficaces para afrontar estos retos constituyen, aun hoy en día, un desafío para la mejora de la eficiencia y la competitividad de esta economía.

15.6.2016.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2016). «La debilidad de los salarios y de la productividad en Estados Unidos y Reino Unido e implicaciones para la inflación», en «Informe trimestral de la economía española», recuadro 3, *Boletín Económico*, marzo.
- BANK OF ENGLAND (2015). «The effect of imported price pressures on UK consumer prices», *Inflation Report November*, recuadro, pp. 28 y 29.
- BARNETT, A., S. BATTEN, A. CHIU, J. FRANKLIN y M. SEBASTIÁ-BARRIEL (2014). «The UK productivity puzzle», *Quarterly Bulletin Q2*, Bank of England, pp. 114-128.
- BERGANZA, J. C., P. BURRIEL, M. FOLCH, M. ROMERO y T. SASTRE (2015). «La debilidad de la inversión en las economías desarrolladas», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.
- BUISÁN, A., D. LEARMONTH y M. SEBASTIÁ-BARRIEL (2006). «UK export performance by industry», *Quarterly Bulletin Q3*, Bank of England, pp. 308-316.
- CUADRO-SÁEZ, L., D. GARROTE y F. LÓPEZ-VICENTE (2012). «El impacto de la crisis financiera en los mercados laborales de las economías desarrolladas», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España.
- FACCINI, R., y C. HACKWORTH (2010). «Changes in output, employment and wages during recessions in the United Kingdom», *Quarterly Bulletin Q1*, Bank of England.
- FMI (2016). «A firm-level analysis of labor productivity in the United Kingdom», en *United Kingdom Staff Report for the 2015 Article IV Consultation*, Selected Issues, febrero.
- GOLDBERG, L., y C. TILLE (2009). *Micro, macro and strategic forces in international trade invoicing*, NBER Working Paper 15470.
- KAMATH, K., y V. PAUL (2011). «Understanding recent developments in UK external trade», *Quarterly Bulletin Q4*, Bank of England, pp. 294-304.
- LÓPEZ-VICENTE, F. (2012). «Competitividad exterior y recuperación económica tras la crisis: el caso del Reino Unido», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.
- MCCOILLE, C., K. MAYHEW y K. TURNBULL (2009). «Accounting for the stability of the UK terms of trade», *Quarterly Bulletin Q4*, Bank of England, 286-292.
- OCDE (2015). *Economic Surveys. United Kingdom*, febrero.
- PESSOA, J. P., y J. VAN REENEN (2013). *The UK productivity and jobs puzzle: does the answer lie in labor market flexibility?*, CEPR Special Paper, n.º 31.