

**CLAVES DE LA CRISIS ECONÓMICA  
ESPAÑOLA Y RETOS PARA CRECER  
EN LA UEM**

**2012**

Eloísa Ortega y Juan Peñalosa

**Documentos Ocasionales  
N.º 1201**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema



## **CLAVES DE LA CRISIS ECONÓMICA ESPAÑOLA Y RETOS PARA CRECER EN LA UEM**

# **CLAVES DE LA CRISIS ECONÓMICA ESPAÑOLA Y RETOS PARA CRECER EN LA UEM**

Eloísa Ortega y Juan Peñalosa (\*)

BANCO DE ESPAÑA

(\*) Nos gustaría reconocer la colaboración técnica prestada en este trabajo por Isabel Sánchez.

La serie de Documentos Ocasionales tiene como objetivo la difusión de trabajos realizados en el Banco de España, en el ámbito de sus competencias, que se consideran de interés general.

Las opiniones y análisis que aparecen en la serie de Documentos Ocasionales son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

El Banco de España difunde sus informes más importantes y la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección <http://www.bde.es>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© BANCO DE ESPAÑA, Madrid, 2012

ISSN: 1696-2230 (edición electrónica)

## Resumen

La crisis económica que ha afectado a los países industrializados en los últimos años ha sido singular por su intensidad, complejidad y por las dificultades para su superación. El objetivo de este trabajo es analizar los factores que han determinado que la crisis haya adquirido en España una profundidad y duración superiores a las de episodios anteriores y que la salida de la recesión esté encontrando obstáculos significativos. La pertenencia de España a la UEM es un aspecto crucial a considerar, pues contribuye tanto a explicar la acumulación de desequilibrios en la expansión como a condicionar la naturaleza del ajuste en la crisis, dado que la batería de instrumentos de política económica se ha reducido significativamente. Los desequilibrios macroeconómicos y financieros acumulados en la etapa de alto crecimiento (boom inmobiliario, exceso de endeudamiento y pérdida de competitividad), todos ellos estrechamente interrelacionados, representaban factores de vulnerabilidad, pero, incluso los fundamentos aparentemente más sólidos en otros ámbitos, como en el caso de la situación presupuestaria y del mercado laboral, han mostrado sus debilidades en la crisis. La experiencia a lo largo de los últimos cuatro años permite extraer algunas lecciones en relación con el sector exterior, el mercado inmobiliario, la política fiscal y el mercado de trabajo, que alertan, en particular, sobre la necesidad de evitar la complacencia en la gestión de la política económica en las etapas de auge y sobre la urgencia de adaptar en España la estructura de los mercados de bienes y factores y el comportamiento de los agentes a los requisitos que impone la pertenencia a una unión monetaria.

**Palabras claves:** Economía española, UEM, crisis económica, competitividad, mercado inmobiliario, endeudamiento.

**Códigos JEL:** E60, E65, F32, G01, H12.

## **Abstract**

The economic crisis affecting the industrialised countries in recent years has been singular given its intensity, complexity and the difficulties in overcoming it. The aim of this paper is to analyse the determinants behind the crisis that have made it deeper and longer in Spain than in previous instances, and which have meant that there are significant obstacles to emerging from recession. Spanish EMU membership is a crucial aspect for consideration, as it contributes both to explaining the build-up of imbalances in the expansion and to conditioning the nature of the adjustment in the crisis, given that the range of economic policy instruments is significantly narrower in EMU. The macroeconomic and financial imbalances accumulated in the high-growth phase (the real estate boom, excess debt and the loss in competitiveness), which are all closely interlinked, were factors of vulnerability. But even apparently sounder fundamentals on other fronts, such as the budgetary and labour market situation, saw their weaknesses exposed in the crisis. The experience over the past four years allows some lessons to be drawn on the external sector, the real estate market, fiscal policy and the labour market. These lessons point in particular to the need to avoid complacency in economic policy management in boom periods and to the urgency of adapting the structure of goods and factor markets and the behaviour of economic agents in Spain to the requirements imposed by membership of a monetary union.

**Keywords:** Spanish economy, EMU, economic crisis, competitiveness, real estate market, debt.

**JEL classification:** E60, E65, F32, G01, H12.

## 1 Introducción

La economía mundial vive desde 2007 una etapa de acusada inestabilidad. La sucesión de distintas perturbaciones, la retroalimentación de los efectos que se han ido generando entre el sector financiero y el sector real, el rápido deterioro de la situación fiscal en numerosos países, las dificultades que muchos de ellos están mostrando para volver a crear empleo y, por último, el agravamiento de la crisis de deuda soberana en la zona del euro son factores que, sin duda, están provocando que el ritmo de la salida de la recesión esté siendo más lento que lo previsto inicialmente y que siga rodeado de una elevada incertidumbre, especialmente en Europa.

La economía española se ha visto muy afectada por los desarrollos anteriores, pues los desequilibrios que había acumulado en la fase de auge la hacían particularmente vulnerable a cambios en las condiciones macroeconómicas y financieras o en las propias expectativas sobre la continuidad de ese ciclo expansivo. La crisis financiera internacional precipitó la corrección de los excesos inmobiliarios y de endeudamiento del sector privado que caracterizaron la etapa de alto crecimiento que precedió a la recesión. El deterioro del escenario macroeconómico y, de manera singular, del empleo incidió muy negativamente sobre las finanzas públicas y sobre la situación de las entidades financieras cuyos balances mostraban una mayor exposición al riesgo inmobiliario<sup>1</sup>. España entró en recesión en el segundo trimestre de 2008 y permaneció en esa situación hasta el primero de 2010, fecha en que inició una modesta recuperación que se ha quebrado en la segunda mitad de 2011, ante la intensificación de la crisis de deuda soberana y su generalización a un número cada vez mayor de países.

Es evidente que el elevado grado de sincronía de la crisis a nivel internacional y las complicaciones adicionales que comporta la crisis de la zona del euro, que afecta a la economía española con particular intensidad, están dificultando la recuperación. Es sabido también que la absorción de los desequilibrios macroeconómicos que se generaron en España durante la etapa expansiva está condicionando la trayectoria de salida de la crisis<sup>2</sup>. Pero cabe preguntarse si otros factores vinculados al insuficiente grado de adaptación a la estabilidad macroeconómica que requiere la pertenencia a la UEM –y que fueron, en parte, responsables de esos desequilibrios- entorpecen o retrasan el retorno a pautas de crecimiento más sólidas.

El objetivo de este trabajo es recapitular los factores que han determinado que la crisis económica y financiera en España haya adquirido una profundidad y duración superiores a las de episodios anteriores y que la salida de la recesión esté encontrando obstáculos significativos. El artículo realiza una aproximación selectiva a este tema, centrándose en la evolución macroeconómica y en las políticas económicas no financieras. Dentro de este conjunto de cuestiones se presta particular atención a los desarrollos que han actuado como factores catalizadores de la recesión o del ajuste posterior, o que ilustran sobre las posibilidades efectivas de estabilización a través de las políticas económicas instrumentadas. En este sentido, la pertenencia de España a la UEM es un aspecto crucial

---

<sup>1</sup> Un análisis exhaustivo de los canales de propagación de la crisis financiera internacional puede encontrarse en Banco de España (2009). El análisis de los desequilibrios que se generaron durante la fase expansiva se realiza con detalle en Estrada et al (2009).

<sup>2</sup> Sobre este aspecto pueden consultarse: Banco de España (2010), Malo de Molina (2010) y Suárez (2011).

a considerar, pues contribuye tanto a explicar la acumulación de desequilibrios en la expansión como a condicionar la naturaleza del ajuste en la crisis. Finalmente, debe destacarse el enorme grado de incertidumbre que todavía planea sobre las perspectivas de las economías española y europea, transcurridos más de cuatro años desde que se iniciara la crisis financiera internacional, dadas las fuertes tensiones imperantes en los mercados financieros y las dudas en torno al desenlace de la crisis de la deuda soberana. Esta incertidumbre limita lógicamente el carácter prospectivo del análisis que se realiza a continuación, que bascula, en mayor medida, en torno a las lecciones que cabe extraer de la experiencia acumulada en estos años.

Con este objetivo, en el primer apartado se repasan los hechos estilizados del último ciclo contractivo en España, en comparación con las crisis que tuvieron lugar en las últimas décadas. A continuación se examinan los determinantes de la profunda recesión y del consiguiente proceso de ajuste económico, mientras que en el cuarto apartado se tratan de extraer algunas lecciones de la crisis en relación con el sector exterior, el mercado inmobiliario, la política fiscal y el mercado de trabajo. Al final se presentan algunas conclusiones.



## **2 Hechos estilizados de los períodos de contracción (2008-2009) y de estancamiento (2010-2011)**

La crisis económica que ha afectado a gran parte de los países industrializados en los últimos años ha sido singular por su intensidad, por su carácter bastante generalizado, por su complejidad y por las dificultades para su superación. En este último aspecto, España, que fue uno de los países que experimentó una expansión más acusada en el período anterior, destaca por el fuerte retroceso que está experimentando el empleo, por las dificultades que afronta la recuperación y por los mayores riesgos que presenta la posible recaída. Algunas de estas cuestiones merecen una mayor atención.

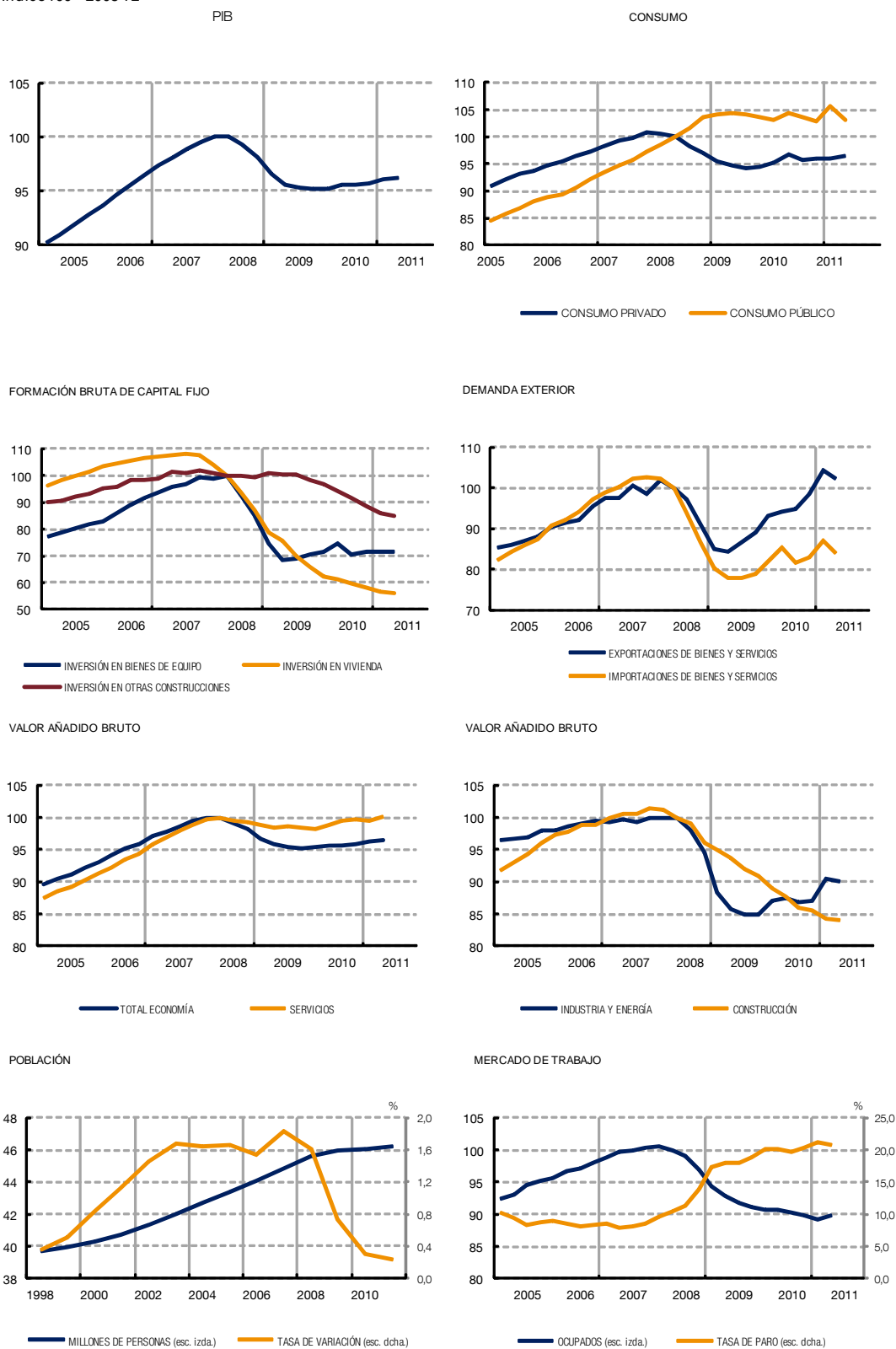
### **2.1 El ciclo contractivo 2008-2009**

El PIB empezó a descender en España en el tercer trimestre de 2008 y siguió disminuyendo durante el resto de 2008 y todo el año 2009, completando seis trimestres consecutivos de caídas, que, en términos acumulados, supusieron un descenso del nivel de producción de en torno a 5 puntos porcentuales (pp)<sup>3</sup> (véase gráfico 1). El ajuste del empleo ha sido más virulento y prolongado -el descenso de la ocupación se inició a comienzos de 2008 y todavía continuaba a finales de 2011- mientras que la productividad ha mostrado el mismo patrón anticíclico que en episodios recesivos anteriores. Por componentes, el ajuste de la actividad se concentró en la demanda nacional, que retrocedió 8 pp hasta finales de 2009, con unas caídas acumuladas de más de 5 pp del consumo privado, 29 pp en la inversión en equipo y 18 pp en la inversión en construcción. Como consecuencia de ello, las importaciones también descendieron intensamente, más de 20 pp en términos acumulados. Aunque las exportaciones sufrieron el parón del comercio mundial y disminuyeron en 11 pp, la demanda exterior neta amortiguó el impacto negativo de la caída de la demanda nacional sobre la actividad debido a las menores importaciones. Por el lado de la oferta, la caída más significativa se registró en el valor añadido de la industria (15 pp) y la construcción (9 pp), mientras que el de los servicios apenas disminuyó, pues los servicios no de mercado compensaron el descenso de 4 pp de los de mercado.

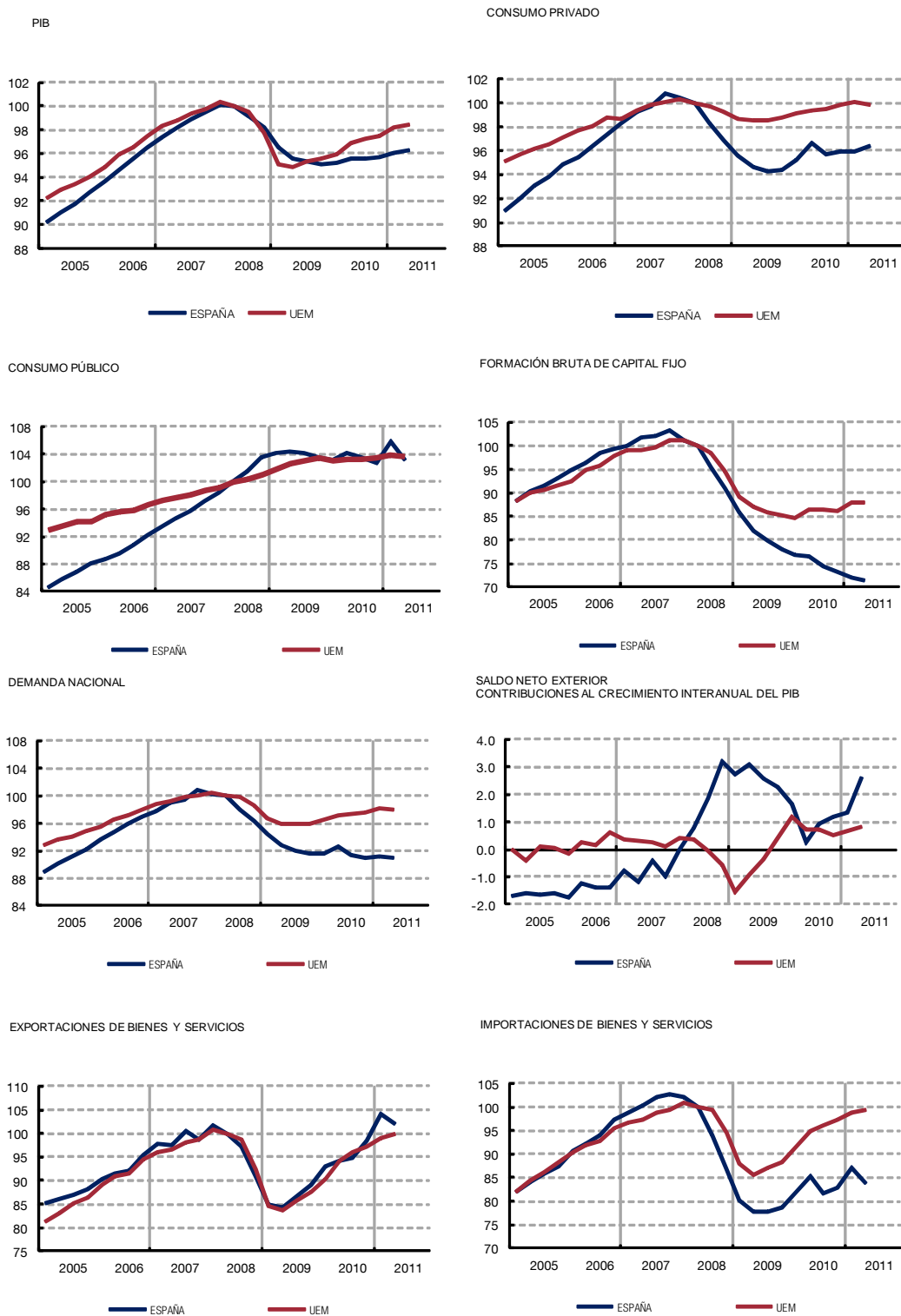
La magnitud de la contracción en 2008 y 2009 no fue muy diferente a la que mostraron los principales países europeos. En el punto más bajo del ciclo, Alemania e Italia habían perdido más de 6 pp de su nivel de producción anterior a la crisis, mientras Francia solo había cedido 3,5 pp de su nivel de actividad anterior. En esa comparación, España destaca por ser el país que experimentó el retroceso más brusco de su demanda nacional, que fue más del doble que el registrado en cualquiera de los otros tres países (véanse gráficos 2 y 3).

La duración de la contracción en España fue de 6 trimestres en el caso del PIB y en torno a esa cifra en la mayor parte de variables (consumo privado, inversión en bienes de equipo, exportaciones o importaciones), pero el descenso de la inversión en construcción y de su valor añadido todavía continúa -tras 15 trimestres consecutivos de declive-, al igual que ocurre con el empleo (véase gráfico 4).

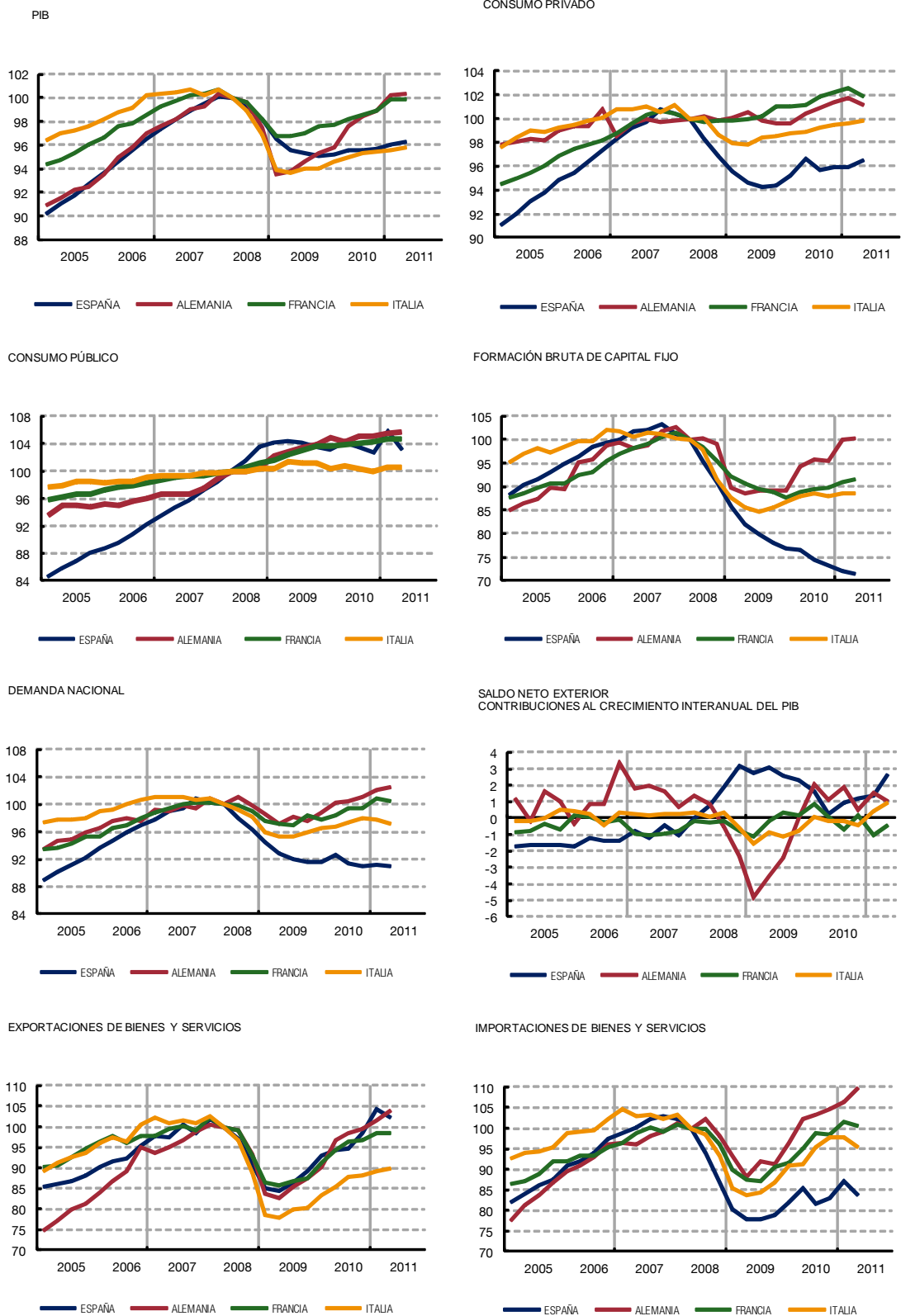
<sup>3</sup> Las cifras que se utilizan para la caracterización del ciclo en este epígrafe se corresponden con los datos de la Contabilidad Nacional Base-2000. Las series de la Contabilidad Nacional Base-2008, que fueron publicadas a mediados de noviembre de 2011, no modifican las tendencias ni los órdenes de magnitud de las oscilaciones cíclicas de las distintas variables. Tan solo comportan cambios de clasificación en algunas variables y, en particular, en la formación bruta de capital fijo, lo que afecta especialmente a los valores nominales y reales de la inversión residencial, así como a su peso en el PIB, como se comenta más adelante.



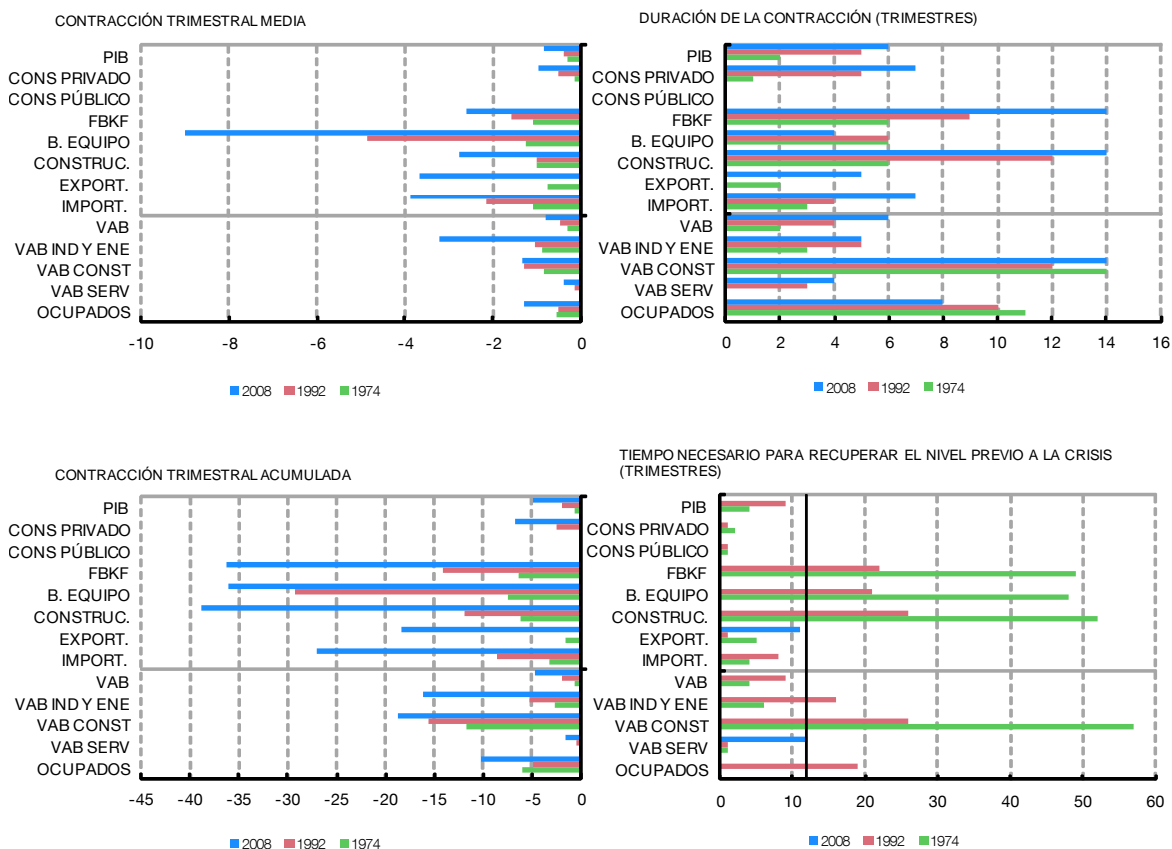
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco Central Europeo.

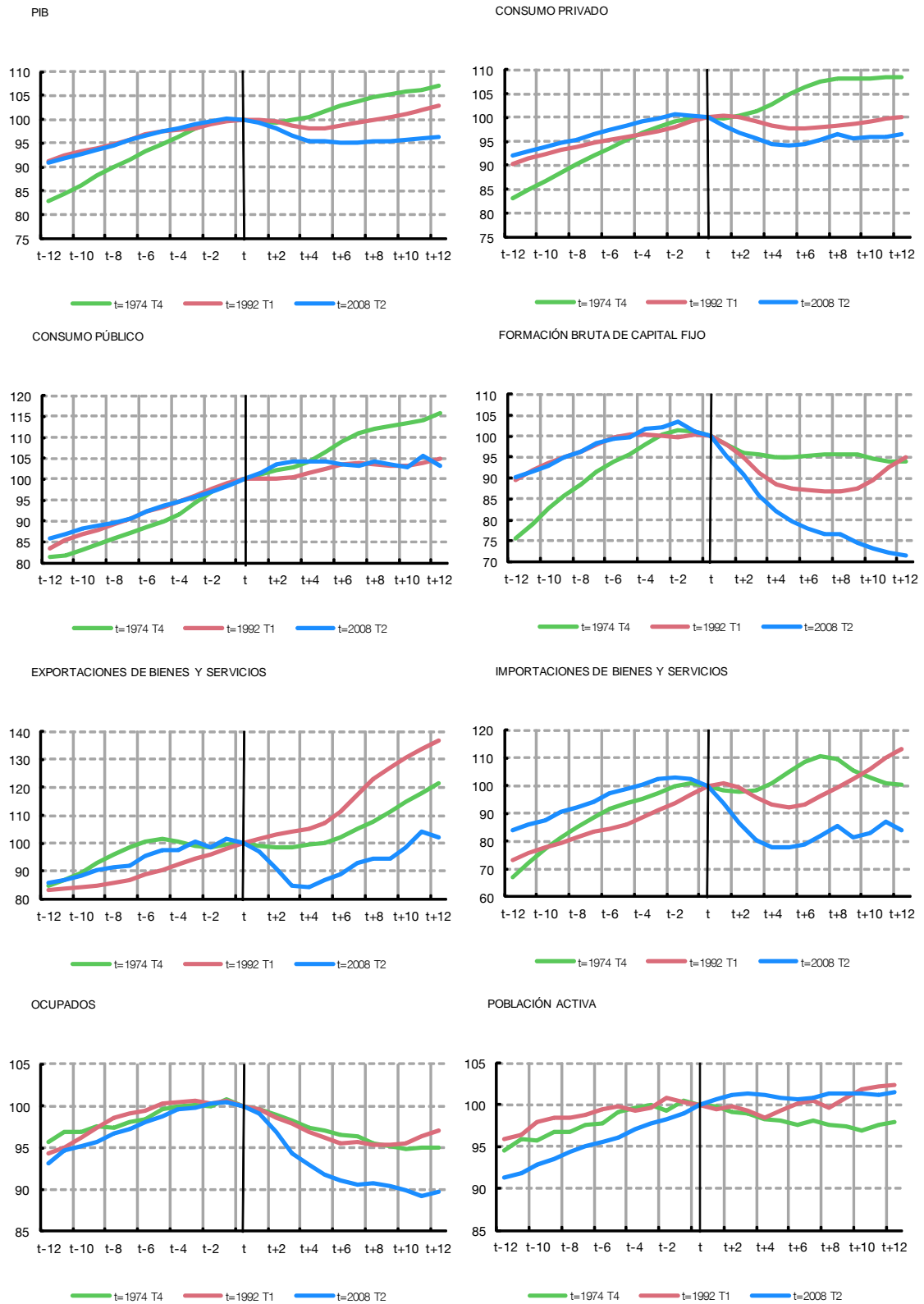


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco Central Europeo.

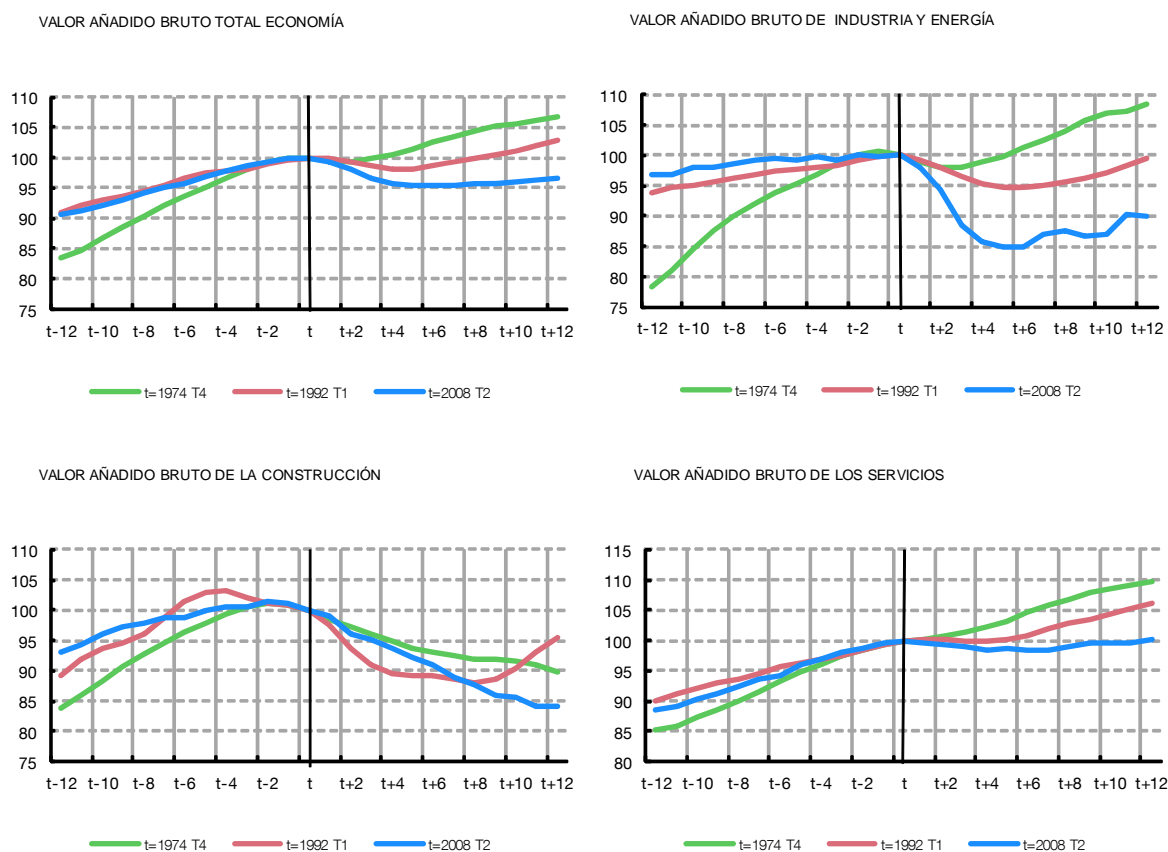


Asimismo, la recesión española fue más intensa que las registradas a mediados de los años setenta y a principios de los noventa<sup>4</sup> (véase gráfico 5). De hecho, en la crisis que se inició en 1974 el PIB apenas descendió, mientras que en la de 1992 la caída acumulada en el mínimo fue de solo 2 pp. La destrucción de empleo en la última crisis también es de aproximadamente el doble de lo observado en las dos anteriores. Casi todos los componentes de la demanda han descrito una trayectoria más débil en esta recesión respecto a las otras dos, si bien destaca la evolución de la inversión, que ha caído un 36% acumulado en esta crisis, frente a descensos inferiores al 15% en la de 1992 y en torno al 6% en la de 1974. Dentro de la inversión, la diferencia más significativa se encuentra en la inversión en construcción, que hasta el tercer trimestre de 2011 había caído un 40%, frente a disminuciones del 12% y del 6% en los dos períodos recesivos anteriores. También las exportaciones y las importaciones sufrieron en mayor medida en la última recesión, lo que está relacionado con la intensidad del ajuste de la demanda nacional y el carácter internacional de la crisis en 2009, aunque la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue superior a la que tuvo en 1992-1993. Por el lado de la oferta, los tres episodios analizados se caracterizaron por mostrar un fuerte descenso del valor añadido bruto (VAB) de la construcción y por un escaso impacto en la rama de servicios, de modo que el elemento diferencial de la última recesión es el significativo retroceso del VAB industrial (véase gráfico 6).

<sup>4</sup> Se trata de recesiones que por su magnitud y disponibilidad de información estadística son las más idóneas para efectuar las comparaciones pertinentes. No obstante, ambas se produjeron antes de la implantación del euro y, por lo tanto, bajo un régimen macroeconómico muy distinto al que prevalece en la actualidad.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

## 2.2 El estancamiento de 2010-2011

Desde el primer trimestre de 2010, cuando el PIB volvió a mostrar tasas positivas, hasta el tercer trimestre de 2011, la actividad apenas se ha recuperado en términos acumulados en 1 pp. La lentitud de la recuperación está siendo el resultado de la continuación del proceso de digestión de los desequilibrios desarrollados en la fase expansiva, que ha supuesto que la inversión residencial siga contrayéndose y que el consumo privado se encuentre estancado, ante las necesidades de desapalancamiento de las familias y las inciertas perspectivas económicas. A esto se ha unido el proceso de consolidación fiscal, que ha exigido recortar la inversión pública y detener la anterior expansión del consumo público, además de incrementar algunos impuestos. Así, aunque el PIB dejó de caer a finales de 2009, la demanda nacional ha seguido ajustándose a la baja después de esa fecha, y podría continuar haciéndolo en el futuro próximo.

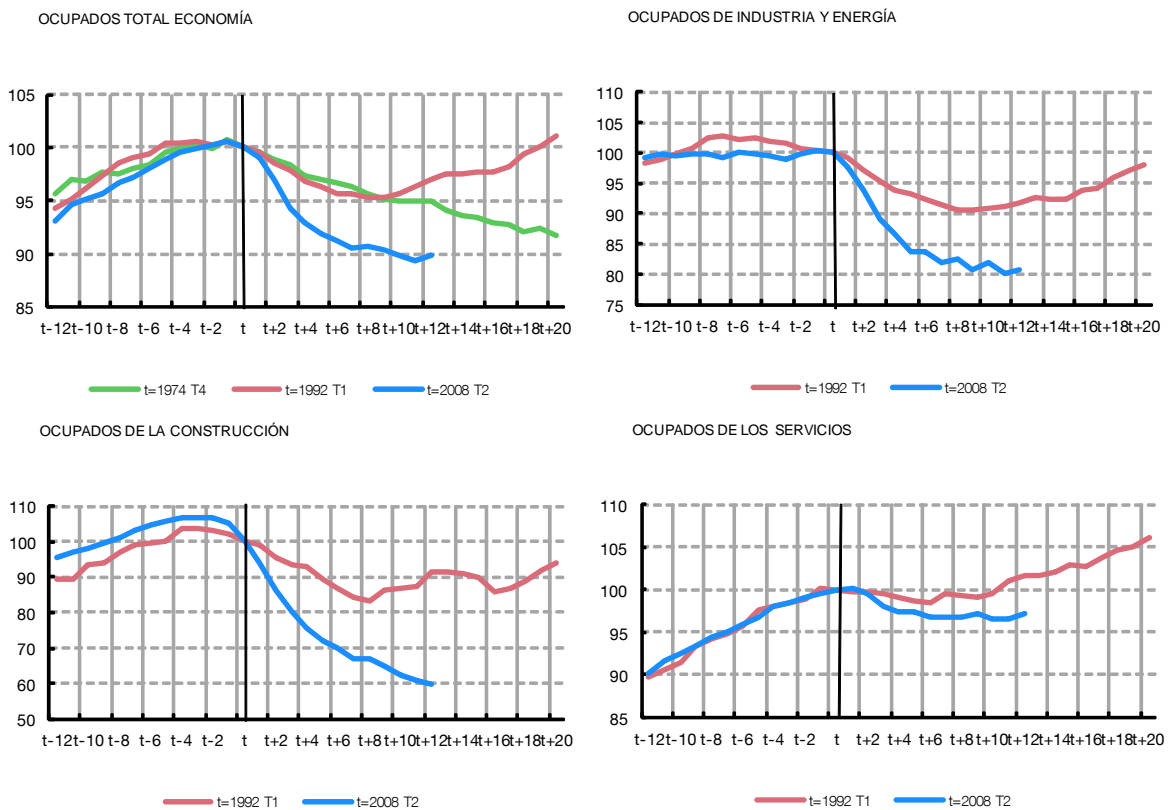
En consecuencia, la recuperación del gasto en este período se ha apoyado exclusivamente en la demanda exterior, con un fuerte empuje de las exportaciones y cierta contención de las importaciones, que han permitido corregir sustancialmente el déficit por cuenta corriente, desde un 10% del PIB en 2007 hasta un 3,5% estimado para 2011. Cuando se analiza el desequilibrio exterior en términos del exceso de inversión sobre el ahorro nacional, el grueso del ajuste ha recaído sobre la inversión, cuyo peso en 2007, con una ratio de 30,7%, era muy superior (9 pp más) a la que registraba el área del euro. En cambio, el ahorro nacional, que representaba en 2007 un 21% del PIB, solo era 2 pp inferior

al observado para el área del euro y similar al de algunos países, como Francia o Italia. En 2011, el peso de la inversión en el PIB se había reducido más de 9 pp respecto a su máximo, hasta el 21,5%, lo que refleja principalmente la caída del componente de inversión residencial, mientras que la ratio de ahorro nacional sobre PIB había disminuido también en ese período, aunque en menor cuantía, en torno a 2,5 pp.

Como en el caso de la demanda nacional, la contracción no ha finalizado en el mercado laboral, donde el empleo lleva 15 trimestres disminuyendo, con una pérdida acumulada de en torno al 10% de los puestos de trabajo existentes a comienzos de 2008 (véase gráfico 7). Por ramas productivas, la ocupación en los servicios ha registrado una caída acumulada más moderada, del 3%, dado el peso del empleo público en este sector, en el que el ajuste ha comenzado solo recientemente. Por el contrario, tanto en la industria –con un descenso acumulado de la ocupación del 19%– como en la construcción –donde la caída acumulada alcanza el 40%– el ajuste ha sido muy intenso y en el caso de la construcción se ha acentuado en los últimos trimestres, dado que a la debilidad de la inversión residencial se ha sumado el descenso más reciente de la inversión pública.

EVOLUCIÓN DEL EMPLEO EN LOS ÚLTIMOS CICLOS EN ESPAÑA  
Índice=100 en el trimestre anterior al inicio de la recesión

GRÁFICO 7



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

El patrón de debilidad se observa en el comportamiento de todas las ramas productivas: el repunte de la industria –que se apoya fundamentalmente en la expansión de las exportaciones– no es muy distinto del que se apreció tras la recesión de los primeros noventa, aunque ahora se parte de un nivel de producción inferior, mientras que



el valor añadido de la construcción ha seguido disminuyendo y el de los servicios se encuentra casi estancado.

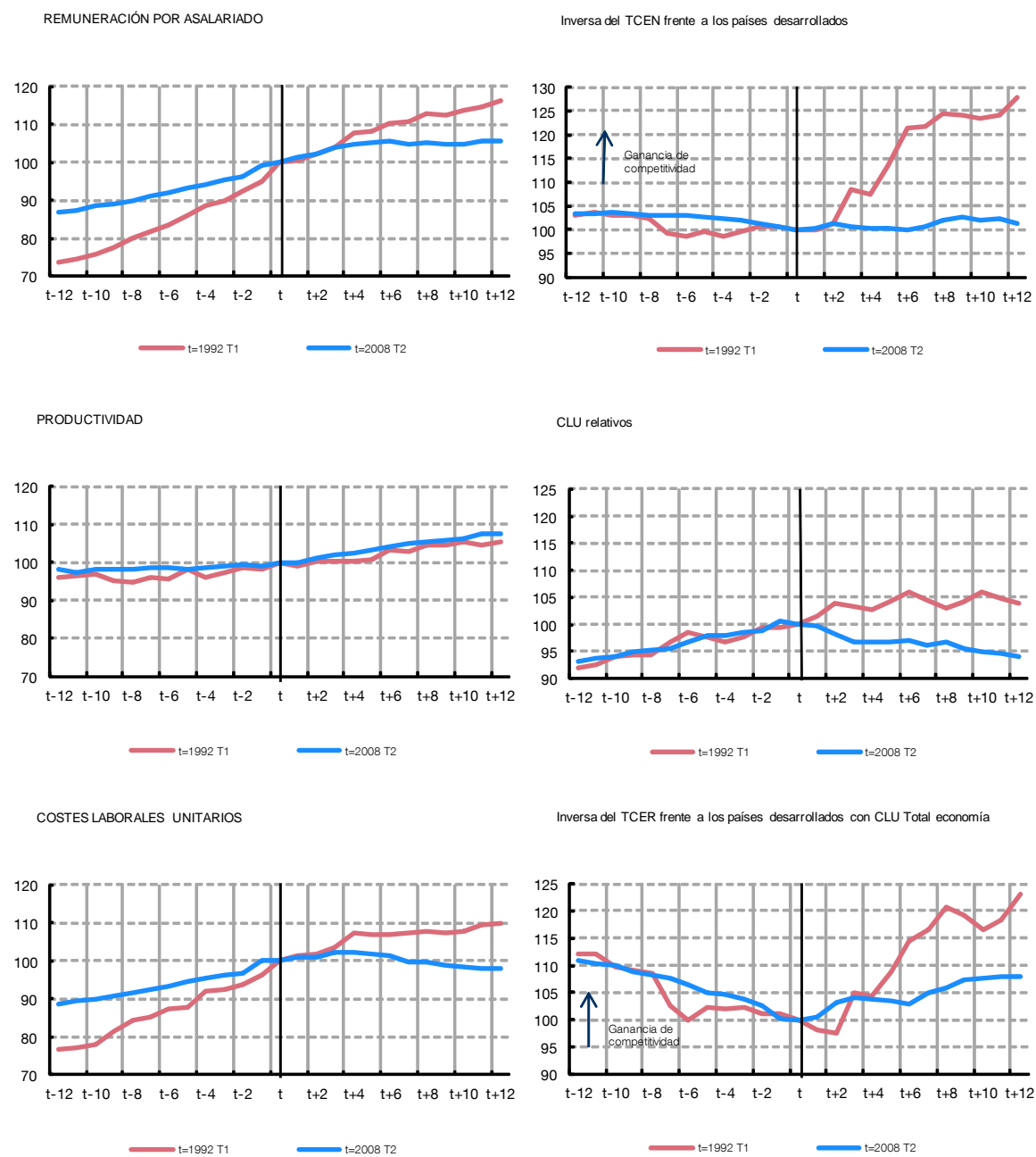
La intensidad de los efectos de la crisis en España apenas se ha visto atemperada por el comportamiento de los precios y los salarios que, de hecho, han contribuido de manera insuficiente a la absorción de la perturbación y al ajuste de la economía. El nivel medio de la remuneración por asalariado ha aumentado en torno a un 5% en términos acumulados desde 2008, mientras que la productividad se ha incrementado casi un 10% desde entonces, de modo que los costes laborales unitarios (CLU) se han desacelerado solo modestamente en los últimos tres años. Si bien esta variable aumentó en la crisis de los primeros años noventa, pues entonces los salarios crecieron con más fuerza, debe tenerse en cuenta que en aquel momento la economía española pudo recuperar competitividad a corto plazo por la vía de la depreciación cambiaria (véase la columna izquierda del gráfico 8). Una perspectiva similar se obtiene si se observa la evolución del deflactor del PIB: en la actual crisis, el deflactor apenas ha aumentado, frente a un incremento de casi el 15% en los primeros años noventa. Sin embargo, esta relativa moderación de precios y salarios ha quedado muy lejos de permitir una mejora sustancial de la competitividad. En términos del tipo de cambio efectivo real (TCER) frente a los países desarrollados, calculado sobre la base de los CLU relativos, se observa que la depreciación lograda entre 2008 y 2011 ha sido del 8%, mientras que en la crisis de 1992 ascendió a un 23% en un período de apenas tres años (véase la columna derecha del gráfico 8). En todo caso, la experiencia histórica de un buen número de economías avanzadas y la propia experiencia española de las últimas décadas muestran que los países con tipo de cambio flexible –y que, por tanto, cuentan con la posibilidad de devaluación de la moneda nacional- no tienen más éxito en mantener o aumentar la competitividad a medio y largo plazo que los que adoptan un régimen de tipo de cambio fijo<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Un resumen de la evidencia en este sentido puede encontrarse en Nuño (2011).

**COSTES LABORALES Y TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS**  
 Índice=100 en el trimestre anterior al inicio de la recesión

GRÁFICO 8



FUENTE: Banco de España.

### 3 Determinantes de la crisis y del ajuste macroeconómico en España

La intensidad de los efectos de la crisis económica en España y la debilidad de la pauta de salida están relacionadas con la magnitud de los desequilibrios acumulados y con la virulencia de las perturbaciones sufridas, entre las que destaca la prolongada crisis de la deuda soberana en el área del euro, que está generando potentes efectos contractivos sobre las condiciones de financiación y sobre la confianza. Pero, además, la fase de ajuste se está viendo condicionada por ciertos desarrollos idiosincrásicos de la economía española, ya sea por su exposición a shocks que la han afectado de forma asimétrica en comparación con otros países de su entorno o por ciertas características institucionales que inciden sobre los mecanismos de ajuste a esas perturbaciones. Cabe considerar, en este sentido, las características del proceso de corrección de los excesos en el sector inmobiliario, el ajuste en el mercado laboral y el funcionamiento del canal de la competitividad.

El desplome de la inversión en vivienda es un factor esencial para entender la dinámica y profundidad de la crisis. La inversión en vivienda, que había tenido una expansión muy intensa en el período de auge, hasta sobrepasar el 12% del PIB, ha recortado su peso en el PIB hasta menos del 7% en 2011, por debajo de su mínimo anterior, trayectoria que probablemente aún no ha concluido<sup>6</sup>. De hecho, la interacción de la desaceleración de la actividad en el sector de construcción residencial con los efectos de la crisis financiera impidió que los excesos inmobiliarios se corrigieran de forma más gradual. Por el contrario, todos los canales de propagación de los desarrollos en el sector inmobiliario hacia el resto de la economía se activaron, contribuyendo a amplificar la recesión. La desaceleración en la demanda de vivienda por parte de los hogares en respuesta al endurecimiento de las condiciones de financiación y de deterioro de la confianza provocó una caída en la iniciación de viviendas y en la construcción residencial, así como un cambio en la evolución de sus precios, que empezaron a descender en el segundo trimestre de 2008. La consiguiente reducción de la producción y del empleo en el conjunto de la economía, y la caída de los precios inmobiliarios tuvieron un impacto directo contractivo sobre la renta disponible y la riqueza, lo que desencadenó una serie de efectos de segunda vuelta sobre la inversión residencial, la actividad del sector y de sus industrias complementarias y, nuevamente, sobre el empleo<sup>7</sup>.

Además, las peculiares características del sector de construcción residencial, fuertemente apalancado y con un prolongado período de producción de las viviendas (no inferior a dos años), hicieron que en 2008 y 2009 siguieran construyéndose y terminándose las viviendas iniciadas antes del comienzo de la crisis y que las empresas inmobiliarias acumularan voluminosas deudas, al no poder liberarse de sus cargas financieras mediante la venta de esos inmuebles<sup>8</sup>, siguiendo el ciclo habitual. De esta forma, en esos años emergió

---

<sup>6</sup> Estas cifras se corresponden con los datos de la nueva Contabilidad Nacional (base 2008) que con respecto a la serie base 2000 incrementa el peso de la inversión en vivienda en el PIB entre 2 pp y 3 pp, dado que pasa a incluir dentro de esa categoría los bienes de equipo incorporados a una vivienda así como los gastos ligados a la compra de vivienda que antes se contemplaban dentro de la inversión de otros productos, como los gastos jurídicos, de arquitectura, ingeniería, y los impuestos sobre transmisiones patrimoniales.

<sup>7</sup> La descripción del proceso de ajuste del sector inmobiliario y la importancia relativa de los distintos canales puede encontrarse en Marqués et al (2010).

<sup>8</sup> El hecho de que viviendas iniciadas antes del desplome de la demanda siguieran construyéndose en los años siguientes pudo haber contribuido a suavizar de alguna manera el efecto de la crisis inmobiliaria en la actividad, pero al coste de hacer los descensos más prolongados, al haber seguido incrementando la deuda de los promotores inmobiliarios y haber deprimido a medio plazo las perspectivas del sector, en la medida en que incrementó el exceso de oferta.

un elevado stock de viviendas sin vender, que deprimió los precios y eliminó las perspectivas de una pronta recuperación del sector, conduciendo a un desplome del número de viviendas iniciadas. En esas circunstancias se registraron incrementos sustanciales de la morosidad de las empresas inmobiliarias, la quiebra de algunas de ellas y el deterioro de los balances de algunas entidades bancarias. El ajuste de los precios de la vivienda está siendo superior al registrado en los ciclos de finales de los años setenta y de principios de los años noventa. La fuerte volatilidad de la inversión residencial y de los precios de la vivienda, y las implicaciones cíclicas que comportan son aspectos clave para extraer lecciones para el futuro, que se examinan en el apartado 4.

El funcionamiento del mercado de trabajo constituye también un factor esencial para entender la dinámica y profundidad de la crisis. Como se ha señalado, el nivel medio de la remuneración por asalariado ha aumentado moderadamente desde 2008, pero detrás de este crecimiento se oculta un comportamiento salarial muy expansivo en los años de mayor descenso de la actividad (2008-2009), con crecimientos anuales superiores al 5%, seguido de incrementos prácticamente nulos, aunque estos están determinados por la disminución de los salarios públicos. En el mismo período, sin embargo, el empleo ha caído en más de dos millones de personas y el número de desempleados ha aumentado hasta situar la tasa de paro en niveles superiores al 21% al concluir 2011. Como se ha repetido en numerosas ocasiones<sup>9</sup>, la mayor amplitud de la respuesta del empleo en nuestro país, junto con la evolución más inercial de los salarios que se ha vuelto a observar en este período, refleja un patrón histórico en el que subyacen algunas características institucionales del mercado de trabajo, como la excesiva diferencia en el grado de protección entre contratos indefinidos y temporales, y la escasa capacidad de adaptación del sistema de negociación colectiva a la coyuntura económica, la situación de las empresas y los avances de la productividad.

En una unión monetaria, con una política monetaria y moneda únicas, límites a la actuación discrecional de la política fiscal y fricciones en el funcionamiento del mercado de factores y productos a nivel del área, es preciso que los canales de ajuste funcionen de manera eficiente para corregir los posibles desequilibrios que se puedan generar como consecuencia del desalineamiento de la competitividad o para absorber de la forma menos traumática posible la emergencia de perturbaciones. Como se señaló anteriormente, el déficit exterior español había alcanzado en 2007 cotas excesivas, cercanas al 10% del PIB, al hilo del auge inmobiliario y del fuerte aumento del endeudamiento de empresas y familias. A su vez, la demanda nacional había llegado a representar casi el 107% del PIB, lo que significaba que la demanda exterior neta realizaba una fuerte detracción al crecimiento y la existencia de tensiones internas de precios muy significativas. La corrección urgente de este desequilibrio pasaba por la activación inmediata del canal de ajuste que opera a través de la competitividad. Según éste, en una unión monetaria, los países que tienen mayor inflación acusarán pérdidas de competitividad que terminarán por reducir las exportaciones e incrementar el grado de penetración de las importaciones. El consiguiente retroceso de la demanda debería presionar a la baja precios y salarios, lo que promovería la depreciación del tipo de cambio efectivo real, restaurando la competitividad perdida. La eficacia de este mecanismo de ajuste está obviamente relacionada con el grado de flexibilidad de los sistemas de determinación de costes y precios, que en España era bastante limitado, como se acaba de señalar.

---

<sup>9</sup> Véanse, entre otros, Estrada et al (2009), Cuadrado et al (2011) y Banco de España (2009).

Desde 2007 el déficit exterior se ha corregido sustancialmente, con un avance significativo de las exportaciones de bienes y de servicios, que han incrementado su participación en los mercados mundiales. El peso de la demanda nacional se ha reducido al 101% del PIB en 2011, lo que supone que el saldo exterior de bienes y servicios casi se ha equilibrado<sup>10</sup>. No obstante esta corrección del déficit se ha basado, en gran medida, en la acusada debilidad de la demanda interna y, por lo tanto, de las importaciones<sup>11</sup> mientras que, como se ha mencionado, el TCER se ha depreciado solo moderadamente y, además, lo ha hecho sobre la base de un intenso ajuste del empleo, que ha conducido a un incremento de la productividad aparente. Esta mejora de la productividad no ha sido el resultado, por tanto, de la acumulación de ganancias en la eficiencia productiva, un aspecto crucial para lograr incrementos permanentes de la competitividad, definida en el sentido más amplio. Todo ello apunta a que en España, como en otros países de la UEM, el canal de ajuste que opera sobre la competitividad ha funcionado solo parcialmente en estos años<sup>12</sup>.

---

<sup>10</sup> No así el saldo de transferencias ni, sobre todo, el de rentas, que muestra un signo acusada y crecientemente negativo, como consecuencia de la acumulación de pasivos frente al exterior.

<sup>11</sup> El déficit exterior de bienes y servicios disminuyó desde el 6,7% del PIB en 2007 a en torno al 1% en 2011. De esa mejora, casi un 60% se debió a la caída del peso de las importaciones en el PIB y un 40% al aumento de las exportaciones.

<sup>12</sup> Malo de Molina (2011b) señala que el fallo en el funcionamiento en el canal de la competitividad ha sido precisamente una de las principales fragilidades de la UEM desde su inicio.

### ***La sostenibilidad del déficit exterior en una unión monetaria***

España es un país que ha presentado de forma persistente un cierto nivel de déficit exterior. Esa situación respondía, al menos en parte, al hecho de que la economía española tenía un grado de desarrollo menor que el de nuestros principales socios, lo que suponía mayores oportunidades de inversión en el país (o mayor rentabilidad de esos proyectos de inversión) y una insuficiencia del ahorro nacional para cubrir esas posibilidades de inversión. Sin embargo, al mismo tiempo, el déficit exterior era la expresión de la incapacidad de la economía para dotarse de un grado suficiente de estabilidad macroeconómica, que conducía a una pérdida periódica de competitividad en las fases de auge y a incrementos del déficit externo, que debían ser corregidos con devaluaciones también regulares de la peseta como mecanismo para reequilibrar transitoriamente el saldo frente al exterior (véase gráfico 9).

La incorporación a la UEM en 1999 contenía en este sentido dos elementos fundamentales: en primer lugar, España se integraba en una unión con una sola moneda y con libertad completa de movimientos de capital, lo que permitía presagiar que las oportunidades de inversión que hubiera en el país iban a ser aprovechadas más fácilmente con el recurso al ahorro externo, pues el euro proporcionaría confianza en la economía española al eliminar la posibilidad de devaluación. La restricción exterior no sería, pues, tan exigente como cuando se disponía de moneda propia, ni habría un límite tan evidente al déficit exterior, que, una vez rebasado, pusiera en marcha ataques especulativos o presiones sobre la moneda nacional<sup>13</sup>. En segundo lugar, la pertenencia a la UEM eliminaba la posibilidad de corregir periódicamente la posición competitiva del país mediante el recurso a las devaluaciones. Por tanto, la financiación de los eventuales déficits exteriores en la Unión Monetaria se presentaba más sencilla, pero no se podía olvidar que, si estos déficits alcanzaban un elevado nivel, si la competitividad se deterioraba sustancialmente o si la demanda exterior neta detraía una parte significativa al crecimiento, no se podía contar con el instrumento del tipo de cambio para mejorar rápidamente la competitividad de la producción nacional, corregir el déficit exterior e impulsar la actividad sobre la base de las exportaciones. La ausencia de ese instrumento requería, por tanto, una evolución flexible de costes y precios que garantizase la competitividad de la producción nacional.

A medida que el desequilibrio externo fue incrementándose durante los años de auge, diversos informes y artículos publicados recordaron que la senda ascendente del endeudamiento exterior no era sostenible y subrayaron los problemas que la apreciación real estaba generando y los costes de corregirla en una unión monetaria, así como el fuerte endeudamiento del sector privado, que reflejaba el intenso recurso al ahorro externo<sup>14</sup>. Además, se enfatizaba la necesidad de efectuar un diagnóstico y una corrección tempranos, dadas las dificultades que se percibían para revertir algunos de esos desequilibrios dentro de una unión monetaria. Otros trabajos resaltaron el hecho de que solo unas expectativas muy favorables sobre el crecimiento de la renta en el futuro podían sostener el sustancial aumento del endeudamiento externo, expectativas que difícilmente podían cumplirse dado que la

---

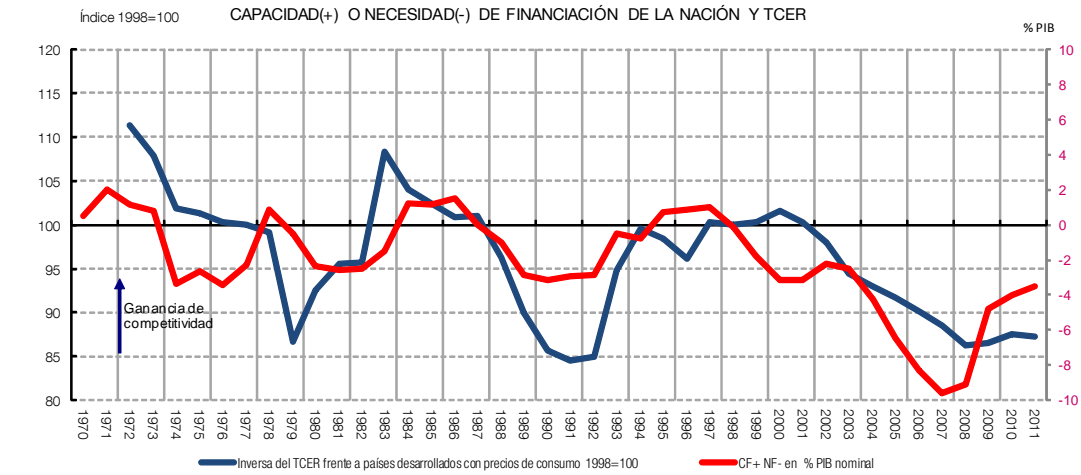
<sup>13</sup> La literatura económica y la propia experiencia española cuando tenía su propia moneda sugieren que déficits por encima del 3% o el 4% del PIB marcan el inicio de presiones para su corrección [véase Freund (2000)].

<sup>14</sup> Véanse L'Hotellerie y Peñalosa (2006) y Malo de Molina (2006).

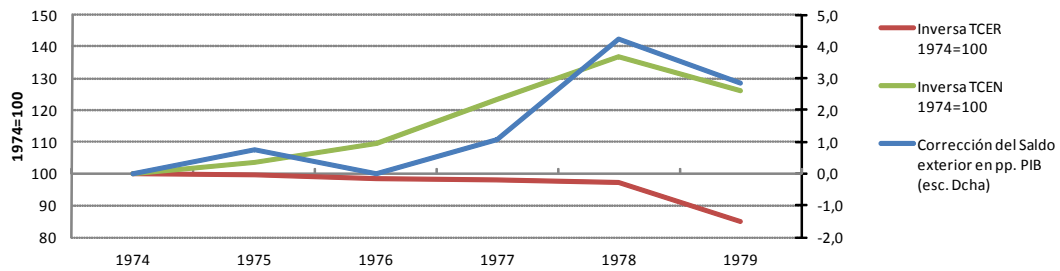
acumulación de desequilibrios de la economía española hacía que fuera insostenible el mantenimiento de un proceso de fuerte crecimiento de forma indefinida<sup>15</sup>.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL DÉFICIT EXTERIOR Y DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL EN ESPAÑA

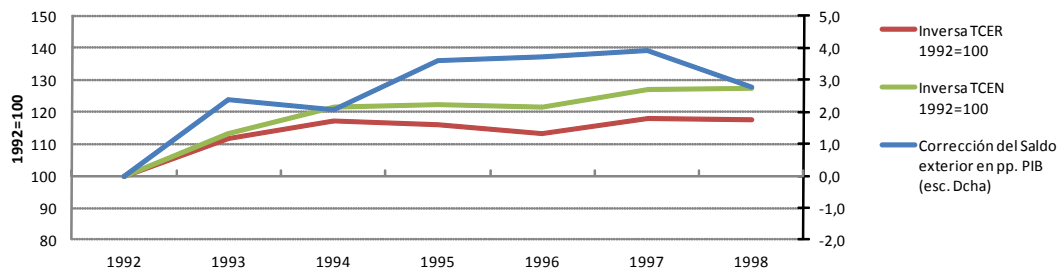
GRÁFICO 9



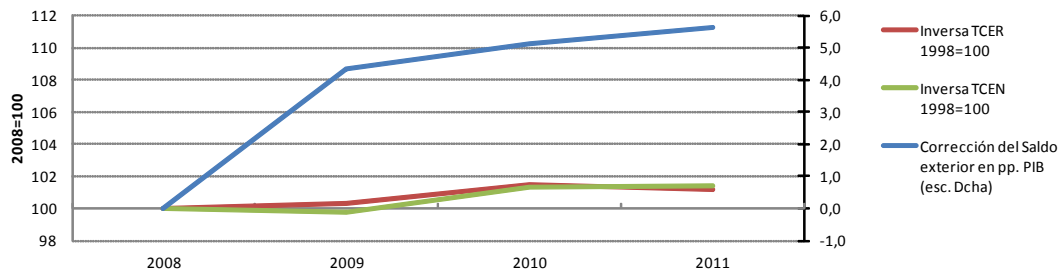
Corrección del déficit exterior 1974-1979



Corrección del déficit exterior 1992-1998



Corrección del déficit exterior 2008-2011



Fuentes: Ministerio de Economía, INE y Banco de España.

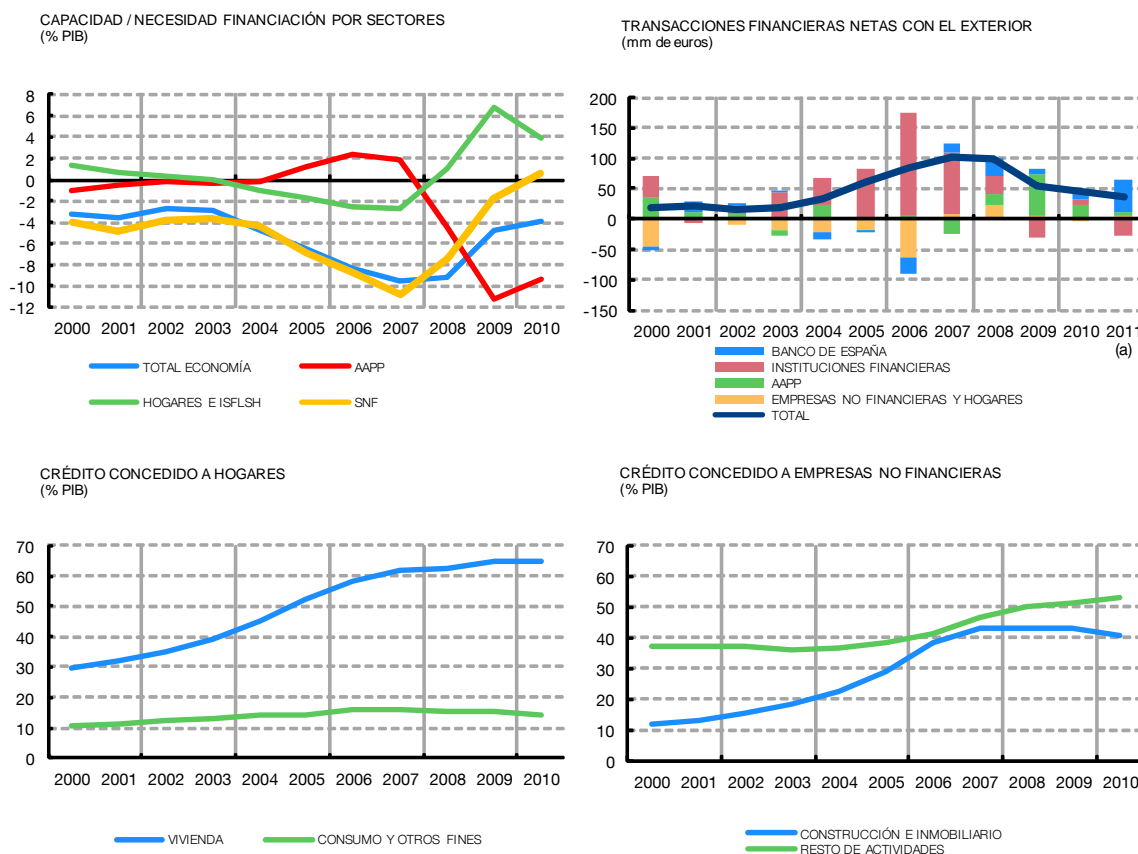
<sup>15</sup> Véase Campa y Gavilán (2006).

Pese a que estas consideraciones estuvieron presentes en el debate económico desde la incorporación de España a la UEM, el elemento relativo a la facilidad de financiar los déficits exteriores en una unión monetaria se vio en cierta medida debilitado por la ausencia de tensiones en los mercados financieros durante un período muy prolongado de tiempo, lo que hizo que se infraestimaran los riesgos de esa trayectoria. No obstante, los acontecimientos posteriores se encargaron de mostrar que la restricción exterior seguía estando plenamente operativa en la UEM. El hecho de que el aumento del déficit exterior en los años de expansión estuviera íntimamente ligado al auge inmobiliario y, en general, al intenso aumento del endeudamiento de empresas y familias resulta fundamental para entender este giro en la percepción del riesgo por parte de los mercados. Si se analiza la descomposición de la necesidad de la financiación de la nación en términos de la aportación de cada sector institucional, se observa que el déficit exterior se explica, básicamente, por el fuerte incremento de la necesidad de financiación de las empresas no financieras y por el hecho de que la tradicional posición acreedora del sector de hogares se tornara en deudora en los años de la expansión (véase gráfico 10). Es cierto que las AAPP desempeñaron cierto papel compensador, pero este fue insuficiente para contener el déficit exterior y, como se analiza más adelante, también para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas cuando desaparecieron los ingresos extraordinarios que sustentaban esa posición.

Si bien fueron las familias y las empresas no financieras los dos sectores institucionales en los que se generó una clara posición deudora en términos netos, las entidades de crédito fueron, a su vez, quienes intermediaron para obtener la financiación exterior que cubriera el desequilibrio externo. De este modo se originó un proceso de fuerte aumento del endeudamiento de empresas y familias con las entidades de crédito españolas, al tiempo que estas recurrían al ahorro externo para financiarlo. Este proceso alcanzó un volumen y una velocidad notables, lo que incrementó sustancialmente la vulnerabilidad de la economía española, especialmente si algún acontecimiento fuera del control de las autoridades o de los agentes nacionales afectaba a la percepción de riesgo sobre ella o su sistema financiero.

La crisis financiera global, el desplome inmobiliario en España, el deterioro de las posiciones fiscales y de las perspectivas de crecimiento y, finalmente, la inadecuación de la gobernanza europea para hacer frente a las severas dificultades que surgieron en diversos países a medida que se propagaban los efectos de la crisis configuraron un escenario en el que el elevado endeudamiento, tanto frente al exterior como del sector privado nacional frente a los bancos, emergió como una fuente de riesgo considerable. De hecho, a partir de 2008 empezó a observarse un cambio en la forma de financiación del déficit exterior, con un mayor peso de los fondos obtenidos a través de la venta de valores públicos y de fondos a corto plazo, frente a los recursos captados mediante la emisión de cédulas hipotecarias y titulización de activos que predominaron en los años de expansión económica. En paralelo, la financiación exterior siguió una trayectoria de encarecimiento progresivo que situó a España en una posición de vulnerabilidad ante los episodios de bloqueo de los flujos de financiación que se producirían de manera recurrente desde entonces. En otros países de la zona del euro, el origen de las tensiones estuvo más estrechamente ligado, al menos en los estadios iniciales, a las dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas o a la fortaleza relativa de los sistemas bancarios pero, independientemente de las causas últimas de la vulnerabilidad, cuando a principios de 2010 los mercados percibieron las contradicciones entre el elevado endeudamiento, el deterioro de las perspectivas de crecimiento y los fallos en la configuración institucional del área del euro para hacerles frente, surgió la crisis de la deuda soberana, cuyo desenlace está todavía por escribir.





FUENTE: Banco de España.

a. Datos acumulados hasta el mes de octubre

El resultado de todo esto fue la recuperación de un papel determinante para el riesgo país en los mercados financieros, que han pasado de tratar a todas las economías integradas en el euro casi como regiones de un mismo país a considerarlas como partes de un proyecto no totalmente consolidado y con riesgos de disgregación, algo que no era posible prever en los años de expansión. En consecuencia, la visión de que el déficit exterior había dejado de ser relevante en una unión monetaria pues las economías nacionales podrían considerarse como regiones de la nueva área monetaria única se ha visto claramente cuestionada. A los factores anteriores habría que sumar el hecho de que la UEM no contaba con instrumentos estabilizadores suficientemente potentes, como los que existen, por ejemplo, en los Estados Unidos, y que van desde una política presupuestaria federal con mecanismos de transferencias de rentas entre Estados hasta una movilidad muy superior de los trabajadores dentro del territorio.

Con todo, la magnitud del desbordamiento del desequilibrio exterior en España durante la fase de auge y la dificultad para su reversión dentro de la Unión Monetaria valida las recomendaciones que se habían formulado preventivamente. Para asumir las restricciones que impone la pertenencia a una unión monetaria, en lógica contrapartida de los enormes beneficios que la misma reporta, habría sido necesario, en primer lugar, evitar un empeoramiento tan intenso del déficit exterior y, en segundo lugar, contar con un mayor

margen de maniobra para poder manejar los instrumentos de política económica bajo control doméstico en el caso de que se presentaran tensiones o riesgos de crisis. Una política fiscal más restrictiva y una mayor liberalización de los mercados de bienes y factores habrían suministrado una ayuda fundamental para afrontar los acontecimientos desatados con la crisis: en primer lugar, porque habrían reducido las presiones de la demanda nacional, conduciendo a unos saldos de comercio exterior más equilibrados, con menores incrementos de precios y salarios, y una trayectoria más favorable de la competitividad; en segundo lugar, porque, en presencia de la crisis, el margen de actuación de la política fiscal habría sido mayor y la flexibilidad de los mercados habría permitido reaccionar mejor a las presiones recesivas, con un mayor ajuste vía precios en vez de a través de cantidades, como el que se ha observado<sup>16</sup>.

Para mejorar rápidamente la competitividad dentro de una unión monetaria es preciso ir más allá de la mera estabilidad de los precios y de los costes. Es imprescindible un ajuste significativo del TCER; un aspecto que cobra especial relevancia cuando se observa que en la trayectoria histórica reciente la economía española solo había logrado equilibrar su saldo exterior tras episodios de devaluaciones significativas de la peseta. Para evitar que el ajuste dentro de la unión monetaria siga recayendo de modo predominante en las variables reales, debe superarse la excesiva rigidez a la baja que presentan las variables nominales y mejorar el entorno competitivo para impulsar incrementos genuinos en la productividad.

De cara al futuro y a tenor de los acontecimientos de los últimos años, las posibilidades de que se reproduzcan situaciones de este tipo se han reducido considerablemente. Primero, porque los mercados financieros probablemente van a introducir de modo permanente un elemento de disciplina en el comportamiento de las políticas económicas, que estuvo casi ausente en la fase de auge. Segundo, porque en los mecanismos de gobernanza europea se ha incluido un procedimiento para el seguimiento de los desequilibrios macroeconómicos en la UEM y, en ellos, el déficit exterior, la evolución de los indicadores de competitividad-precio, el déficit público o el endeudamiento privado van a desempeñar un papel primordial. Finalmente, la impronta que ha dejado la reciente crisis en España, en forma de una elevadísima tasa de paro y de una necesidad imperiosa de resolver importantes desequilibrios, como el fiscal, debería modificar la forma de afrontar las futuras etapas de expansión, prestando más atención a las restricciones macroeconómicas y a las exigencias de formar parte de una unión monetaria.

### ***El mercado inmobiliario***

La inversión en construcción en España aumentó su peso en el PIB desde el 15% en 1998 al 22% en 2007, pero más del 70% de ese incremento se debió a la inversión en vivienda. No es fácil establecer una referencia sobre el nivel apropiado de la ratio de inversión en vivienda sobre el PIB. En España, además, dado el peso del sector turístico y la frecuente adquisición de segundas residencias tanto por no residentes como por nacionales, la construcción residencial podría mostrar un peso algo superior al de la mayor parte de países de nuestro entorno. Pero, en cualquier caso, en el período 2000-2010, mientras que la ratio de inversión en vivienda sobre el PIB se mantuvo con ligeras oscilaciones en torno al 6% en el área del euro, en España llegó a duplicar esa cifra en 2006 y 2007, cuando se situó por encima del 12% del PIB. Como se analiza más adelante, el sobredimensionamiento del sector inmobiliario supone, además, situar una gran cantidad de recursos en una actividad

---

<sup>16</sup> En Gavilán et al. (2011) se estima que las políticas de oferta y de reforma estructural no necesariamente conducen a una reducción del déficit exterior, pero, al mejorar las perspectivas de crecimiento a medio y largo plazo, sí refuerzan la sostenibilidad de la posición exterior.

que presenta una baja productividad relativa, con el consiguiente freno a la expansión del producto total.

Por otra parte, la inversión en vivienda es tradicionalmente el componente de la demanda que tiende a generar oscilaciones cíclicas más pronunciadas, no solo en España, sino a nivel internacional<sup>17</sup>. En EEUU, por ejemplo, Leamer (2007) estimó que la mayor parte de las recesiones se originaron en un desplome del mercado inmobiliario, que se propagó luego al resto de la economía. Estas dos características del mercado de la vivienda son esenciales: la inversión en este mercado es proclive a presentar cambios muy sustanciales, pues las expectativas del mercado (en precios y en actividad) pueden ejercer un peso considerable en su dinámica, y, además, es un sector muy intensivo en empleo y está ligado a otras ramas productivas y a otras decisiones económicas, de modo que, cuando entra en crisis, no solo tiene efectos directos muy potentes, sino que también arrastra a algunas ramas industriales y de servicios, y afecta negativamente a las decisiones de gasto de las familias<sup>18</sup>.

A la volatilidad de la inversión residencial se añade, además, el hecho de que los períodos de crisis suelen ser más intensos y breves que los de expansión, lo que subraya el papel catalizador de ese componente de la inversión en las recesiones. En el caso español, el peso de la inversión residencial en el PIB, que tardó 12 años en alcanzar un máximo (en 2007), solo ha necesitado cuatro años en volver a su ratio de partida (en 2011)<sup>19</sup>. Esta forma de ajuste supone que, en un corto espacio de tiempo, una gran cantidad de mano de obra se ve expulsada del mercado, lo que, en ausencia de un cierto dinamismo en otros sectores productivos, una gran flexibilidad del mercado de trabajo o un nivel de formación suficiente de la mano de obra afectada —requisitos que claramente España no cumplía—, da lugar indefectiblemente a un incremento significativo de la tasa de paro<sup>20</sup>. Al mismo tiempo, esos períodos de ajuste traumático tienen implicaciones financieras muy negativas, en la medida en que la construcción residencial es una actividad muy intensiva en la financiación crediticia. Como se observa en el gráfico 10, la mayor parte del gran dinamismo que se observó en el endeudamiento del sector privado en los años de expansión se encuentra ligado al sector inmobiliario: así, el crédito a familias para la adquisición de vivienda se duplicó, en porcentaje del PIB, entre 2000 y 2007, al pasar del 30% a más del 60%, al tiempo que el crédito para adquisición de bienes de consumo y otros fines permaneció casi estancado; en el caso de las empresas no financieras, también fue la financiación a las actividades de construcción e inmobiliarias las que mostraron un repunte más acusado en ese período, pasando de representar algo más del 10% del PIB en el año 2000 a superar el 40% en 2007. Tras esta acumulación de deudas, el sector privado tiene que hacer frente ahora a un proceso de desapalancamiento, que se prevé complejo y prolongado, y que exige lograr un patrón de crecimiento económico menos dependiente del crédito<sup>21</sup>.

---

<sup>17</sup> Aunque el agregado de la inversión en construcción tiene un claro perfil cíclico, sus componentes de inversión pública y de inversión empresarial son menos propensos a mostrar una gran variabilidad o movimientos que respondan a expectativas de precios, como ocurre en parte en el caso de la inversión residencial. Además, tanto la inversión pública como la empresarial en construcción son componentes esenciales para el desarrollo del capital productivo de la economía y tienen un efecto apreciable sobre la productividad a largo plazo. Por todo ello, es importante discriminar en el análisis del peso de la construcción cuál es el que se debe a la inversión en vivienda y cuál a esos otros dos componentes.

<sup>18</sup> En Álvarez y Cabrero (2010) se trata la influencia del ciclo inmobiliario sobre la evolución cíclica agregada.

<sup>19</sup> Sobre la situación del ajuste del sector inmobiliario a finales del 2010 y sus implicaciones macroeconómicas véase Maza y Peñalosa (2010).

<sup>20</sup> Por ejemplo, en la actual crisis se observa que los países que han mostrado un aumento más sustancial de la tasa de paro han sido aquellos que han tenido una crisis inmobiliaria.

<sup>21</sup> Véase Malo de Molina (2012).

Es cierto que la profundidad de la actual crisis inmobiliaria viene determinada por la naturaleza de la crisis internacional, que se originó en el mercado de la vivienda estadounidense y que se propagó a través de los sistemas financieros, que desempeñan un papel clave en el soporte de la actividad residencial y que todavía hoy afrontan serias dificultades en el contexto de la crisis de la zona del euro. Pero, en todo caso, parece probable que, incluso en ausencia de esa severa perturbación internacional que se desencadenó en 2007, España habría terminado sufriendo una crisis inmobiliaria, simplemente porque la trayectoria de los precios y de los recursos reales y financieros concentrados en el sector no eran sostenibles. Cuando esa dinámica se agota, existe el riesgo de que esos excesos se absorban de forma desordenada, pues este es un mercado donde las expectativas, el comportamiento de otros agentes y la confianza desempeñan un papel esencial, y estas variables son propensas a cambiar de forma muy rápida, desencadenando movimientos también intensos de las decisiones de gasto y, en definitiva, en las principales variables macroeconómicas, como la actividad y el empleo.

En suma, lo ocurrido durante esta crisis muestra el papel fundamental que puede llegar a desempeñar el mercado inmobiliario en la generación de desequilibrios macroeconómicos. La implantación de una política más rigurosa en la concesión de créditos hipotecarios, así como el establecimiento de otros instrumentos macroprudenciales que están discutiéndose en diversos foros internacionales en los últimos años<sup>22</sup>, o la utilización de la fiscalidad, para asegurar un tratamiento fiscal neutral de la compra respecto al alquiler, son solo dos ejemplos de los instrumentos que se encuentran al alcance de las autoridades para limitar la dinámica expansiva del ciclo inmobiliario. Junto a ellas, y como ocurría en el caso del déficit exterior, serían beneficiosas las medidas que dotaran de más flexibilidad al mercado de trabajo, de modo que los posibles excedentes de mano de obra en un sector pudieran recolocarse con más agilidad en otros y que los salarios dieran una señal más nítida de la escasez o abundancia relativa de mano de obra por sectores.

### ***El papel de la política fiscal***

La orientación de la política presupuestaria ha mostrado en los últimos años un grado de sincronía relativamente elevado entre los países europeos, con un tono decididamente expansivo en los años iniciales de la crisis, que se tornó en contractivo a partir de 2010, una vez que se inició la crisis de la deuda soberana en Europa. Esto no debe ocultar, sin embargo, que persiste un cierto debate en torno a la capacidad efectiva de estabilización de la política presupuestaria, que se ha avivado como consecuencia de la dimensión que ha adquirido la citada crisis de deuda. Cuestiones como el tamaño de los multiplicadores fiscales, las medidas que potencian la capacidad estabilizadora de la política presupuestaria o bajo qué condiciones las consolidaciones fiscales tienen más éxito, no están exentas de controversia<sup>23</sup>. En esta sección no se entra en este debate pero, a la luz de la experiencia de los últimos años, se trata de recapitular sobre los factores que subyacen al rápido e intenso deterioro de la posición fiscal en España durante los años de la crisis y los retos que plantea el proceso de consolidación en marcha. En último término se trata de delimitar en qué medida la crisis económica y financiera ha cambiado la percepción sobre la capacidad estabilizadora de la política fiscal. Con este objetivo, a continuación se resumen algunos hechos estilizados sobre la orientación de la política fiscal en España durante el período 2008-2011<sup>24</sup>.

---

<sup>22</sup> Véase Malo de Molina (2011a).

<sup>23</sup> Véanse, por ejemplo: FMI (2010), Banco de España (2011), Hernández de Cos y Moral (2011) o Rother et al. (2010).

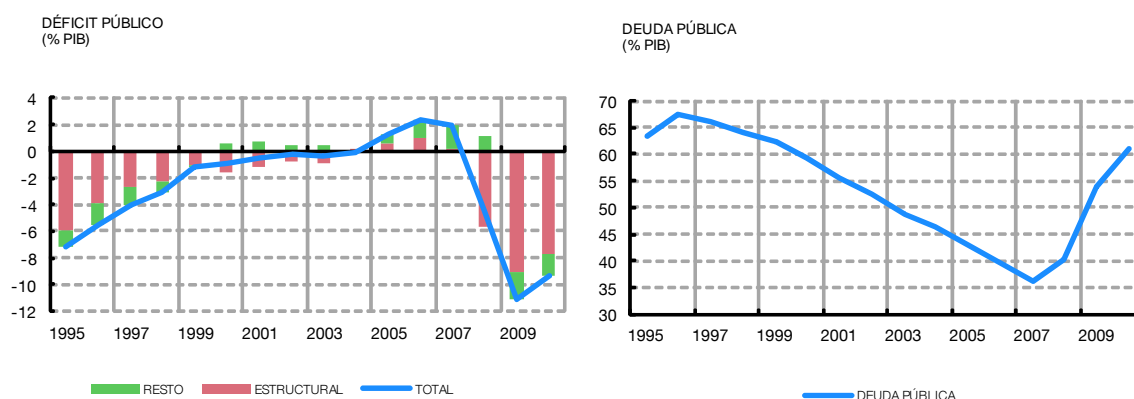
<sup>24</sup> Un análisis exhaustivo sobre esta cuestión puede encontrarse en Banco de España (2011).

Partiendo de una posición presupuestaria relativamente confortable (España tenía un superávit fiscal cercano al 2% del PIB y una ratio de deuda pública sobre el PIB del 36% en 2007), en el bienio 2007-2008 se adoptaron un conjunto de medidas expansivas de tipo discrecional, en un contexto de política fiscal contracíclica a nivel mundial, promovida y apoyada por las instituciones internacionales, en lo que constituyó la respuesta coordinada a la crisis financiera<sup>25</sup>.

Desde ese momento se produjo un rápido e intenso deterioro de la situación presupuestaria. El déficit público aumentó en más de 13 pp de PIB, hasta alcanzar el 11% en 2009, y la ratio de deuda pública en 18 pp, hasta situarse en el 54% del PIB ese mismo año (véase gráfico 11). En conjunto, el deterioro fiscal fue muy severo y superior a lo previsto, no solo porque la magnitud de la recesión fue mayor a lo esperado, sino también por la desaparición de los ingresos extraordinarios que había generado el auge inmobiliario. El aumento de la posición deudora tuvo un carácter principalmente estructural, lo que elevó el valor del déficit ajustado de ciclo a tasas inéditas (cerca del 10% del PIB en 2009).

## DÉFICIT PÚBLICO Y DEUDA PÚBLICA

GRÁFICO 11



FUENTE: Banco de España.

La intensificación de la crisis de la deuda soberana a lo largo de 2010 y las dudas que empezaron a surgir en torno a la sostenibilidad de las finanzas públicas españolas requirieron adelantar e intensificar el proceso de consolidación fiscal que se había iniciado unos meses antes, de modo que en 2010 el déficit público se situó en el 9,3% del PIB, alcanzando el objetivo establecido a nivel europeo. Para 2011 se fijó un objetivo del 6%, aunque las estimaciones iniciales del gobierno sitúan el déficit en torno al 8% del PIB, lo que supondría una ratio de deuda pública superior al 70% del PIB, casi el doble de la registrada cuatro años antes, describiendo una trayectoria todavía ascendente.

La experiencia obtenida en recesiones previas en España hacía presagiar que una política presupuestaria que fuera más allá del uso de los estabilizadores automáticos podía terminar generando un rápido deterioro de la posición de las finanzas públicas. En este sentido, el desbordamiento del déficit en estos últimos años ha desvelado la existencia de

<sup>25</sup> Véase Banco de España (2009). En el ámbito de la UE, la Comisión Europea lanzó en diciembre de 2008 el Plan de Recuperación Económica Europea, que propugnaba la instrumentación de paquetes fiscales por un importe de 1 pp del PIB, mediante medidas transitorias que se dirigieran a impulsar la inversión pública en sectores estratégicos. Tanto el FMI como la OCDE reclamaron en sus informes de primavera y otoño de 2008 la adopción de medidas fiscales expansivas.

algunas fragilidades en el funcionamiento institucional y de errores en el diagnóstico sobre la capacidad estabilizadora de la política fiscal que sería útil retener para evitar que se vuelvan a cometer en el futuro.

En primer lugar, centrándonos en el diagnóstico que realizaron los organismos internacionales sobre los problemas europeos, al comienzo de la crisis se sobrevaloró el margen disponible para instrumentar políticas fiscales contracíclicas. Por lo general, no se adecuaron las recomendaciones de política económica a las diferencias existentes en las posiciones fiscales subyacentes<sup>26</sup>. Tampoco se tuvieron en cuenta las posibles diferencias en los canales de propagación de la crisis y, por consiguiente, en la magnitud y persistencia de la contracción. En España era sabido que una parte no trivial de los ingresos tributarios recaudados en los años de expansión se debía al dinamismo de la actividad inmobiliaria, pero resultaba difícil estimar su magnitud con las técnicas habituales de descomposición del saldo fiscal<sup>27</sup>. Precisamente la dificultad para medir con exactitud el componente estructural de los ingresos llevó a minimizar los riesgos que subyacían en la situación de las finanzas públicas y a reducir el esfuerzo de ajuste en el gasto primario en los años de expansión.

Por otra parte, los marcos de disciplina fiscal existentes se han revelado insuficientes para asegurar el cumplimiento de los objetivos presupuestarios. Los procedimientos de supervisión europeos no fueron capaces de promover un saneamiento sostenido de las cuentas públicas durante la fase de expansión<sup>28</sup>, lo que se espera subsanar con la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento recientemente aprobada y con los cambios de más calado que van a acometerse a través del Tratado Intergubernamental que se aprobará en 2012. Por su parte, en el ámbito doméstico, las Leyes de Estabilidad Presupuestaria tampoco fueron efectivas para alertar, prever e impedir la magnitud del deterioro fiscal, sobre todo en el caso de las CCAA. Los mecanismos de seguimiento y control resultaron ser insuficientemente vinculantes. La reciente inclusión en la Constitución de límites al déficit y endeudamiento público pretende resolver estos problemas de cara al futuro<sup>29</sup>.

En cuanto al potencial estabilizador de la política fiscal, aunque resulta difícil calibrar el efecto macroeconómico de los paquetes fiscales instrumentados en las distintas fases, algunas aproximaciones analíticas parecen indicar que tuvieron un efecto contracíclico moderado. En los años de la crisis, dado el entorno de incertidumbre que prevaleció, parte del impulso expansivo se embalsó en una mayor tasa de ahorro de las familias o se limitó a alterar el perfil del gasto, sin afectar su tendencia subyacente.

En cualquier caso, una vez que se han alcanzado posiciones fiscales muy deficitarias, como ocurría en España en 2009, la experiencia de los últimos años muestra que el esfuerzo fiscal que hay que realizar para recuperar posiciones presupuestarias saneadas es de gran magnitud, se traslada solo de manera gradual a las cifras de déficit y se reflejará con mucho mayor retraso en las de deuda pública. Como se acaba de señalar, el déficit público en España se incrementó en 13 pp del PIB en tan solo dos años, mientras que se prevé que se necesitarán cuatro años y un esfuerzo de consolidación considerable para situar el déficit en el 3% del PIB en 2013. En el caso de la ratio de deuda no se contempla el retorno a los valores pre-crisis en el horizonte más inmediato. Y no solo por la menor contribución

---

<sup>26</sup> Véase Pisani-Ferry et al (2011).

<sup>27</sup> De Castro et al (2008) estimaban que estos ingresos extraordinarios habrían ascendido, en términos acumulados, a más de dos puntos del PIB hasta 2007; magnitud similar a la que se estimaba en Martínez Mongay et al (2007).

<sup>28</sup> Malo de Molina (2011b).

<sup>29</sup> En Hernández de Cos (2011) se evalúan los fallos en los marcos institucionales vigentes y se realiza una valoración de lo que representa la inclusión de la regla fiscal en la Constitución.

previsible del crecimiento económico, sino, además, porque no se podrá contar, como en el pasado, ni con una reducción de los pagos por intereses, que se hallan sometidos a una clara trayectoria alcista, ni con la contribución de otras fuentes de mejora, como los ingresos extraordinarios del pasado auge inmobiliario.

En definitiva, los riesgos que se había anticipado que podrían surgir como consecuencia de actuaciones fiscales de tipo discrecional que fueran más allá de la propia actuación de los estabilizadores se han materializado. Como se señalaba entonces, una actuación de este tipo podría agotar prematuramente el margen de maniobra fiscal para afrontar, si fuese necesario, situaciones cíclicas adversas. En el peor de los casos, se advertía que incluso podría ser necesario tener que instrumentar políticas restrictivas en el momento cíclico menos adecuado, como ha terminado ocurriendo como consecuencia de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro.

### ***El mercado de trabajo***

Un repaso a la situación del mercado de trabajo en los años previos a que se desencadenara la crisis de 2007 podría llevar a pensar que el mercado de trabajo español había superado algunos de los problemas endémicos que habían caracterizado su comportamiento durante décadas: bajos niveles de participación, escasa capacidad para generar empleo y dificultades para reducir la tasa de desempleo, en particular, su componente estructural.

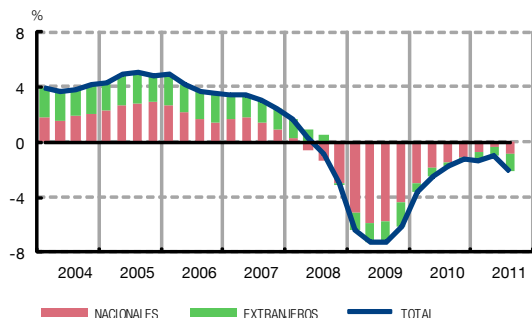
En efecto: en 2007 tanto la tasa de participación como la de ocupación habían alcanzado niveles máximos históricos y la tasa de paro, cotas mínimas<sup>30</sup>. La elevada tasa de participación reflejaba la afluencia masiva de inmigrantes desde el año 2000 así como el marcado incremento en la tasa de participación de las mujeres, que afectaba a todas las edades y niveles de formación (véase gráfico 12). El fuerte impulso demográfico que vivió la economía española en estos años queda suficientemente ilustrado con algunas cifras relativas al cambio de composición de la población. Desde 1999 a 2007 la población de España aumentó en cinco millones de personas, tres cuartas partes de las cuales eran inmigrantes extranjeros, con lo que la proporción de la población extranjera en el total pasó de ser inferior al 2% en 1999 a representar el 10% en 2007. Por su parte, el fuerte aumento de la tasa de ocupación (casi 20 pp más que en 1995) era el resultado de la notable expansión económica vivida en los diez años previos, liderada por la actividad en el sector de la construcción y, en menor medida, por determinadas actividades de servicios. La simultánea expansión de la oferta y de la demanda de trabajo evitó la aparición de cuellos de botella en el mercado laboral y propició un comportamiento de relativa moderación salarial a nivel agregado. No obstante, la tasa de temporalidad seguía siendo muy alta, como consecuencia, por un lado, del tipo de especialización productiva, muy intensiva en la construcción y en fuerza laboral poco cualificada. Pero, por otro lado, también evidenciaba el fracaso de los sucesivos intentos de fomentar la contratación indefinida. Este tipo de especialización productiva, junto con los escasos avances en la eficiencia de los procesos productivos, determinó incrementos muy moderados en la productividad.

---

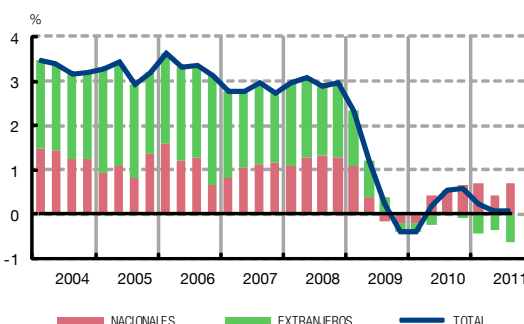
<sup>30</sup> Además, la brecha que tradicionalmente había existido entre la tasa de paro masculina y femenina, entre diferentes grupos de edad o entre colectivos con distinto grado de formación se había reducido a niveles prácticamente inexistentes.

Tasas de variaciones interanuales y contribuciones

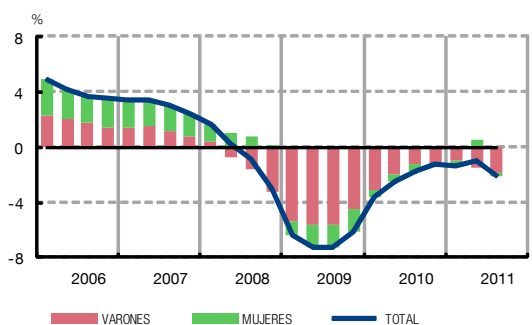
OCUPADOS. CONTRIBUCIONES POR NACIONALIDAD



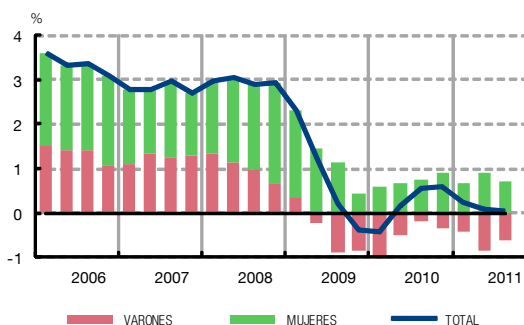
ACTIVOS. CONTRIBUCIONES POR NACIONALIDAD



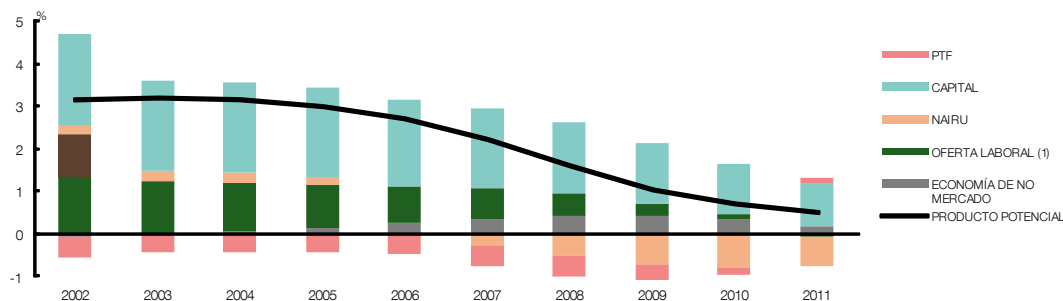
OCUPADOS. CONTRIBUCIONES POR SEXO



ACTIVOS. CONTRIBUCIONES POR SEXO



APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PRODUCTO POTENCIAL



(1) La contribución de la oferta laboral se ha aproximado por la suma de las contribuciones de la población, la tasa de actividad y las horas trabajadas por persona.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

En conjunto, la situación del mercado laboral en los años previos a la crisis mostraba un gran dinamismo y un comportamiento en el ámbito salarial menos distorsionado que en el pasado, lo que se atribuía al efecto dinamizador que ejercieron los nuevos entrantes en el mercado laboral durante la fase expansiva, que mostraron una mayor flexibilidad salarial, así como una movilidad geográfica y sectorial más elevada, y una actitud ante la pérdida de empleo más activa<sup>31</sup>. Pero ese patrón no era sostenible porque, como apenas se había

<sup>31</sup> Véanse Banco de España (2007) y Banco de España (2008).



modificado el marco de la negociación colectiva y de los sistemas de contratación laboral, cabía esperar que la aparición de nuevas perturbaciones reprodujera el tipo de ajuste del mercado laboral del pasado, haciendo recaer el grueso del mismo en la ocupación y, en particular, en la contratación temporal. Lo cual habría de tener graves consecuencias, porque, dados los excesos inmobiliarios que subyacían, solo una rápida adaptación de los salarios relativos, obstaculizada por el marco institucional vigente, habría podido favorecer el proceso de reasignación del empleo desde el sector de la construcción -manifestamente sobredimensionado- hacia actividades alternativas.

La experiencia de estos últimos años ha confirmado los elementos de vulnerabilidad que subyacían al funcionamiento del mercado de trabajo. Aunque se había anticipado el carácter básicamente endógeno de las transformaciones observadas, muy ligadas al auge cíclico registrado, el dinamismo del empleo en los años de bonanza había llevado a una sobrevaloración de la mejora real de sus fundamentos y, en particular, de su capacidad de ajuste a las perturbaciones. Esta errónea percepción tuvo graves implicaciones. Por una parte, se infravaloró la magnitud del proceso de contracción del empleo que podría acompañar el ajuste en el sector inmobiliario, tanto en lo que se refiere al tamaño del recorte del empleo en el propio sector como a los efectos indirectos que este último podía desencadenar. Igualmente, pudo llevar a que se infraestimara el papel que el empleo en su conjunto habría de desempeñar como factor amplificador de los efectos de la crisis.

Pero, sobre todo, esta visión sobre el funcionamiento del mercado laboral rebajó la importancia de la necesidad de completar los cambios institucionales y estructurales pendientes y exigidos por una participación sin fricciones en la UEM. Incluso, llevó a retrasar, cuando ya era evidente la magnitud del problema que se avecinaba en términos de desempleo, el planteamiento de la necesidad de adoptar medidas suficientemente ambiciosas. En junio de 2010 se dieron los primeros pasos para tratar de incidir sobre los problemas de fondo, aprobándose una reforma de las modalidades de contratación y, en julio de 2011, de la negociación colectiva. En ambos casos se trataba de reformas parciales que han tenido un impacto muy limitado, aunque su entrada en vigor se ha producido en un momento de notable deterioro del clima económico y financiero. En todo caso, representan una ilustración de la escasa efectividad de las reformas parciales y fragmentarias.

A los problemas de ineficiencia del mercado de trabajo que han emergido, se han venido a añadir cambios en el patrón de comportamiento de la oferta laboral que ha entrado en una clara fase de ralentización y que ha visto reducir significativamente sus posibilidades de expansión futura. Esto se debe, en gran medida, a la respuesta de la inmigración al cambio cíclico, que ha recortado drásticamente su tasa de avance en los últimos años, hasta registrarse descensos de los flujos migratorios en términos netos en 2011. Compensando parcialmente este efecto, se aprecia una mayor resistencia de la tasa de participación de la población mayor de 45 años, así como de la de las mujeres, a diferencia de los patrones más habituales en el pasado. El recorrido al alza de la población activa femenina es, en todo caso, limitado. Todo esto configura un panorama en el que la contribución de la oferta laboral a largo plazo restará empuje al avance del crecimiento potencial, aspecto negativo que se sumará al impacto de la elevada tasa de desempleo estructural.

Por último, la abundante disponibilidad de oferta laboral poco cualificada durante los años de expansión facilitó la consolidación de un patrón de especialización productiva que era muy desequilibrado y que, como se ha señalado, se revelaría insostenible. El desarrollo de este modelo de especialización, muy intensiva en el factor trabajo, amortiguó las señales

que provenían de la profunda transformación de la estructura productiva a nivel mundial y retrasó los ajustes en los procesos que requería un mundo crecientemente globalizado y cada vez más competitivo. Como consecuencia de todo ello, el ajuste tiene que ser ahora mayor y la posibilidad de recuperar niveles de generación de empleo similares a los de antes de la crisis, más incierta.

## 5 Conclusiones

La crisis económica que ha afectado a gran parte de los países industrializados en los últimos años ha sido singular por su intensidad, complejidad y por las dificultades para su superación. Se trata de la primera crisis de entidad que afecta a España desde que entró a formar parte en la UEM y, por lo tanto, surgió en una situación en la que la batería de instrumentos de política económica se había reducido significativamente, aunque se contaba con la red de seguridad que proporcionaba la pertenencia a una área fuertemente integrada tanto en lo económico como en lo financiero. Se desconocía, no obstante, cómo respondería ante posibles perturbaciones internas o de corte más global. Durante los diez primeros años de participación en la UEM, la economía española había acumulado desequilibrios macroeconómicos y financieros significativos en determinadas áreas (mercado inmobiliario, exceso de endeudamiento y pérdida de competitividad), todas ellas estrechamente interrelacionadas, que obviamente representaban factores de vulnerabilidad pero, en otros ámbitos, arrojaba fundamentos aparentemente más sólidos (como en el caso de la situación presupuestaria y del mercado laboral), que le podrían proporcionar elementos de resistencia.

Con este trasfondo, la recesión que vivió la economía española entre 2008 y el primer trimestre de 2010 fue más intensa que las registradas a mediados de los setenta y principios de los noventa del siglo pasado, con un ajuste muy acusado en la demanda interna, que se vio parcialmente compensado por una aportación positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB. Por el lado de la oferta, la recesión se dejó sentir con virulencia en el sector de la construcción, pero también afectó de manera severa a la actividad industrial. Las pérdidas en términos de empleo duplicaron aproximadamente lo observado en episodios recesivos anteriores.

Un aspecto central de la crisis son las dificultades que muestra la economía española para su recuperación, superiores a las que afrontan otros países europeos o a las registradas en España en anteriores fases cíclicas. Hasta el tercer trimestre de 2011 apenas se recuperó un 20% del retroceso registrado en el nivel de producción desde 2007, mientras que el empleo, que sigue retrocediendo tras quince trimestres de descensos, ha perdido en torno al 10% de su nivel a comienzos de 2008. Como contrapartida, el déficit exterior ha experimentado una drástica corrección. Además, desde el pasado verano, las perspectivas se han deteriorado con intensidad y no puede descartarse que se registren de nuevo descensos de la actividad, aunque este es un fenómeno más global y muy vinculado al deterioro de la crisis de la deuda soberana.

En España esta pauta de salida de la recesión está condicionada por la absorción de los desequilibrios acumulados previamente y por la virulencia de las perturbaciones. El ajuste del sector inmobiliario continúa y el desapalancamiento financiero de empresas y familias avanza, aunque lentamente, en un entorno financiero severamente afectado por la crisis de la deuda soberana, que refleja, entre otras cosas, fallos en el diseño institucional inicial de la UEM. Adicionalmente, el ajuste de la economía española sigue presentando una serie de rasgos distintivos -sobre todo, en la fijación de precios y salarios- que revelan una insuficiente adaptación en el comportamiento de los agentes a la estabilidad macroeconómica que requiere la pertenencia a la UEM. Por último, la necesidad de enderezar la vulnerable situación de las finanzas públicas exige la instrumentación de

planes de consolidación fiscal ambiciosos, lo que también condiciona la trayectoria de salida de la crisis.

La experiencia de la economía española a lo largo de los últimos cuatro años permite extraer algunas lecciones en relación con el sector exterior, el mercado inmobiliario, la política fiscal y el mercado de trabajo. El déficit exterior es una variable de importancia singular en una unión monetaria. Los acontecimientos de los últimos años muestran que la acumulación de déficit excesivos termina siendo sancionada por los mercados financieros que, bajo determinadas circunstancias, pueden restablecer el riesgo país y, por esta vía, obstaculizar la financiación de los déficits. Especialmente si esos déficits exteriores han sido, en gran parte, la consecuencia de un fuerte incremento del endeudamiento del sector privado orientado fundamentalmente a la inversión residencial, que ha convivido con unas persistentes pérdidas de competitividad frente al exterior. Para sortear los límites que impone la pertenencia a una unión monetaria habría sido necesario durante la etapa expansiva evitar un empeoramiento tan intenso del déficit exterior, instrumentado una política fiscal más restrictiva y una mayor liberalización en los mercados de bienes y factores que hubiera reducido las presiones de demanda y permitido un ajuste más intenso de costes y precios. En las circunstancias actuales es necesaria una mejora competitiva sustancial que acelere e intensifique la reacción de la economía. Los ajustes graduales y modestos pueden ser insuficientes y existe el riesgo de que conduzcan a una senda de crecimiento persistentemente inferior al potencial.

Por su parte, se ha comprobado que la fuerte volatilidad de la inversión residencial y de los precios de la vivienda puede generar, bajo determinadas circunstancias, implicaciones cíclicas muy negativas, por lo que, para mantener un grado adecuado de estabilidad macroeconómica, es necesario realizar un seguimiento estricto de la evolución del mercado inmobiliario y de los recursos reales y financieros que se dedican a la inversión en vivienda, y utilizar los instrumentos disponibles al alcance de las autoridades para limitar la dinámica expansiva del ciclo residencial. El caso español muestra, además, las dificultades para digerir los procesos de apalancamiento de empresas y familias, fuertemente ligados a las actividades inmobiliarias, lo que, a su vez, tiene efectos negativos sobre los balances bancarios y, en general, sobre las condiciones de financiación en las que la economía debe desenvolverse.

En el caso de las finanzas públicas, la experiencia de estos últimos años ha desvelado, de una parte, la dificultad que comporta determinar con precisión su situación subyacente (en parte, como consecuencia del insuficiente instrumental analítico, pero también por la influencia de consideraciones de economía política) y, de otra, el fallo en los mecanismos institucionales de seguimiento y supervisión tanto a nivel europeo como a nivel nacional. Y ello a pesar de que, en ambos casos, se diseñaron mecanismos para constituir colchones fiscales en épocas de bonanza que facilitarían la instrumentación de políticas presupuestarias contracíclicas en fases recesivas. Los cambios en los marcos fiscales que se han adoptado en España en los últimos meses y las modificaciones al Pacto de Estabilidad y Crecimiento que se están instrumentando en Europa corregirán estas disfunciones. En todo caso, la aplicación de políticas fiscales que vayan más allá del funcionamiento de los estabilizadores automáticos pueden terminar provocando efectos adversos, como ha ocurrido en estos últimos años, y el esfuerzo para doblegar una trayectoria fiscal negativa requiere un esfuerzo presupuestario de gran magnitud, tanto mayor cuanto más débiles sean las bases de crecimiento.

Por último, el mercado de trabajo ha respondido con inusitada intensidad a las perturbaciones que han afectado a la economía española en los últimos cuatro años. El dinamismo del empleo en los años de bonanza, al hilo de la realimentación de la expansión de la construcción con la inmigración, había llevado a sobrevalorar la mejora en los fundamentos que subyacían al funcionamiento del mercado de trabajo y en su capacidad de ajuste frente a las perturbaciones, y, en consecuencia, a infraestimar el potencial que podía desempeñar como factor amplificador de los efectos de la crisis inmobiliaria, primero, y de su extensión al resto de la economía, después. Como consecuencia de todo ello, el desempleo estructural ha alcanzado cotas muy elevadas y costará mucho absorberlo en los próximos años, a menos que se introduzcan medidas que doten de mayor flexibilidad a la economía, de manera que se facilite la reasignación sectorial de los recursos excedentarios. Por otra parte, los niveles de participación han mostrado una cierta resistencia a bajar a lo largo de estos últimos cuatro años, sobre todo entre los mayores y el colectivo de mujeres, a diferencia de los patrones más habituales en el pasado, si bien el impulso demográfico muestra indicios de agotamiento, lo que, a su vez, tendrá efectos desfavorables sobre el crecimiento potencial.

En suma, la economía española se enfrenta a una tarea extremadamente compleja que exige, junto a medidas decididas en el ámbito europeo para avanzar en la reforma del marco institucional de la Unión Monetaria y en el diseño de los mecanismos de gestión de crisis, el cumplimiento de los ineludibles compromisos de consolidación fiscal y la introducción de reformas ambiciosas en diversos frentes. Esto permitiría, por un lado, recuperar la confianza y mejorar las perspectivas de crecimiento económico y, por otro, acelerar el ajuste económico, haciendo que este discurra más a través de la variación de precios y costes, y minimizando su impacto en empleo y actividad. El prolongado período de expansión vivido hasta 2007, la severidad de la crisis y las dificultades para lograr la reactivación de la economía han dejado algunas lecciones que alertan, en particular, sobre la necesidad de evitar la complacencia en la gestión de la política económica en las etapas de auge y sobre la urgencia de adaptar en España la estructura de los mercados de bienes y factores y el comportamiento de los agentes a los requisitos que impone la pertenencia a una unión monetaria.

## BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ, L. J. y A. CABRERO (2010). La evolución cíclica de la inversión residencial: algunos hechos estilizados, Boletín Económico del Banco de España, junio.
- BANCO DE ESPAÑA (2009). Informe Anual 2008. Capítulos 1 y 2.
- (2010). Informe Anual 2009. Capítulo 1.
- (2011). Informe Anual 2010. Capítulo 2.
- CAMPA J.M. y Á. GAVILÁN (2006). Current accounts in the euro area: an international approach Documento de Trabajo nº 0638, Banco de España.
- CASTRO, F., Á. ESTRADA, P. HERNÁNDEZ DE COS y F. MARTÍ (2008). Una aproximación al componente transitorio del saldo público en España. Boletín Económico del Banco de España, junio.
- CUADRADO, P., P. HERNÁNDEZ DE COS y M. IZQUIERDO (2011). El ajuste de los salarios frente a las perturbaciones en España. Boletín Económico del Banco de España, febrero.
- ESTRADA, A., M. IZQUIERDO y A. LACUESTA (2009). El funcionamiento del mercado de trabajo y el aumento del paro en España. Boletín Económico del Banco de España, julio-agosto.
- ESTRADA, Á., J. F. JIMENO, y J. L. MALO DE MOLINA (2009). The Spanish economy in EMU: The first ten years, Documentos Ocasionales nº 0901, Banco de España.
- FREUND, C. L. (2000). Current account adjustment in industrialized countries, International Finance Discussion Papers Number 692, Board of Governors of the Federal Reserve System, December 2000.
- GAVILÁN A., P. HERNANDEZ DE COS, J.F. JIMENO y J.A. ROJAS (2011). Fiscal policy, structural reforms and external imbalances: a quantitative evaluation for Spain. Moneda y Crédito, nº 232.
- HERNÁNDEZ DE COS, P. (2011). La reforma del marco fiscal en España: Los límites constitucionales y la nueva regla de crecimiento del gasto público, Boletín Económico del Banco de España, septiembre.
- HERNÁNDEZ DE COS, P. y E. MORAL-BENITO (2011). Endogenous fiscal consolidations, Documentos Ocasionales nº 1102, Banco de España.
- LEAMER, E. (2007). Housing is the Business Cycle, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, septiembre.
- L'HOTELLERIE, P. y J. PEÑALOSA (2006). "El diagnóstico del déficit exterior español dentro de la UEM". Cuadernos de Información Económica, nº 192.
- MARTÍNEZ MONGAY, C., L. A. MAZA y J. YÁNIZ (2007). Asset Booms and Tax Receipts: The case of Spain, 1995-2006, Economic Papers Nº 293, noviembre 2007, Comisión Europea.
- MALO DE MOLINA, J. L. (2006). La financiación del auge de la economía española". Economistas nº 108
- (2010). La complejidad de la salida de la crisis en España. Economistas nº 123.
- (2011a). El papel y los límites de las políticas económicas: fiscal, monetaria y macroprudencial. Economistas nº 128
- (2011b). La crisis y las insuficiencias de la arquitectura institucional de la moneda única. Información Comercial Española – Revista de Economía, de próxima publicación.
- (2012). La crisis de la deuda soberana y la recaída de la economía española. Economistas, de próxima publicación.
- MARQUÉS, J.M., L. A. MAZA y M. RUBIO (2010). Una comparación de los ciclos inmobiliarios recientes en España, estados Unidos y el Reino Unido, Boletín Económico del Banco de España, enero.
- MAZA, L. Á. y J. PEÑALOSA (2010). La situación actual del ajuste de la inversión residencial en España, Boletín Económico del Banco de España, diciembre.
- NUÑO, G. (2011). El proceso de ajuste económico después de crisis financieras: una perspectiva histórica. Boletín Económico del Banco de España, septiembre.
- PISANI-FERRY J., A. SAPIR y G.B. WOLFF (2011): An evaluation of IMF surveillance of the euro area
- ROTHER, P., L. SCHUKNECHT y J. STARK (2010). The benefits of fiscal consolidation in uncharted waters. Occasional Paper ECB nº 121.
- SUÁREZ, J. (2010). The Spanish crisis: Background and policy challenges, Discussion Paper Series nº 7909, CEPR, Londres.

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0501 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Size and heterogeneity matter. A microstructure-based analysis of regulation of secondary markets for government bonds.
- 0502 ALICIA GARCÍA-HERRERO, SERGIO GAVILÁ Y DANIEL SANTABÁRBARA: China's banking reform: an assessment of its evolution and possible impact.
- 0503 ANA BUISÁN, DAVID LEARMONTH Y MARÍA SEBASTIÁ BARRIEL: An industry approach to understanding export performance: stylised facts and empirical estimation.
- 0504 ANA BUISÁN Y FERNANDO RESTOY: Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU.
- 0505 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Una larga fase de expansión de la economía española.
- 0506 VÍCTOR GARCÍA-VAQUERO Y JORGE MARTÍNEZ: Fiscalidad de la vivienda en España.
- 0507 JAIME CARUANA: Monetary policy, financial stability and asset prices.
- 0601 JUAN F. JIMENO, JUAN A. ROJAS Y SERGIO PUENTE: Modelling the impact of aging on Social Security expenditures.
- 0602 PABLO MARTÍN-ACEÑA: El Banco de Francia, el BPI y la creación del Servicio de Estudios del Banco de España a principios de la década de 1930. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Imputation of the 2002 wave of the Spanish Survey of Household Finances (EFF).
- 0604 RAFAEL GÓMEZ Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The importance of being mature: The effect of demographic maturation on global per-capita income.
- 0605 JUAN RUIZ Y JOSEP VILARRUBIA: Canales de reciclaje internacional de los petrodólares. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0606 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y SERGIO GAVILÁ: Posible impacto de Basilea II en los países emergentes.
- 0607 ESTHER GORDO, JAVIER JAREÑO Y ALBERTO URTASUN: Radiografía del sector de servicios en España.
- 0608 JUAN AYUSO, ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: House prices and real interest rates in Spain.
- 0701 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Los principales rasgos y experiencias de la integración de la economía española en la UEM.
- 0702 ISABEL ARGIMÓN, FRANCISCO DE CASTRO Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Una simulación de los efectos de la reforma del IRPF sobre la carga impositiva.
- 0703 YENER ALTUNBAS, ALPER KARA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors.
- 0704 ARTURO MACÍAS Y ÁLVARO NASH: Efectos de valoración en la posición de inversión internacional de España.
- 0705 JUAN ÁNGEL GARCÍA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Inflation-linked bonds from a central bank perspective.
- 0706 JAVIER JAREÑO: Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española.
- 0801 MARÍA J. NIETO Y GARRY J. SCHINASI: EU framework for safeguarding financial stability: towards an analytical benchmark for assessing its effectiveness.
- 0802 SILVIA IRANZO: Introducción al riesgo-país. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0803 OLYMPIA BOVER: The Spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2005 wave.
- 0804 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: Recent episodes of sovereign debt restructurings. A case-study approach.
- 0805 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: The role of the IMF in recent sovereign debt restructurings: Implications for the policy of lending into arrears.
- 0806 MIGUEL DE LAS CASAS Y XAVIER SERRA: Simplification of IMF lending. Why not just one flexible credit facility?
- 0807 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JOSEP M.ª VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.
- 0808 SARAI CRIADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MÍNGUEZ: La composición de las finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.
- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0901 ÁNGEL ESTRADA, JUAN F. JIMENO Y JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: La economía española en la UEM: Los diez primeros años. (Existe una versión en inglés con el mismo número).

- 0902 ÁNGEL ESTRADA Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0903 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Employment generation by small firms in Spain.
- 0904 LUIS J. ÁLVAREZ, SAMUEL HURTADO, ISABEL SÁNCHEZ Y CARLOS THOMAS: The impact of oil price changes on Spanish and euro area consumer price inflation.
- 0905 CORAL GARCÍA, ESTHER GORDO, JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN Y PATROCINIO TELLO: Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española.
- 1001 L. J. ÁLVAREZ, G. BULLIGAN, A. CABRERO, L. FERRARA Y H. STAHL: Housing cycles in the major euro area countries.
- 1002 SONSOLES GALLEGO, SÁNDOR GARDÓ, REINER MARTIN, LUIS MOLINA Y JOSÉ MARÍA SERENA: The impact of the global economic and financial crisis on Central Eastern and SouthEastern Europe (CESEE) and Latin America.
- 1101 LUIS ORGAZ, LUIS MOLINA Y CARMEN CARRASCO: El creciente peso de las economías emergentes en la economía y gobernanza mundiales. Los países BRIC.
- 1102 KLAUS SCHMIDT-HEBBEL: Los bancos centrales en América Latina: cambios, logros y desafíos.
- 1103 OLYMPIA BOVER: The Spanish Survey of Household Finances (EFF): description and methods of the 2008 wave.
- 1104 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, MARIO IZQUIERDO Y ALBERTO URTASUN: Una estimación del crecimiento potencial de la economía española. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1105 ENRIQUE ALBEROLA, CARLOS TRUCHARTE AND JUAN LUIS VEGA: Central banks and macroprudential policy. Some reflections from the Spanish experience.
- 1106 SAMUEL HURTADO, ELENA FERNÁNDEZ, EVA ORTEGA Y ALBERTO URTASUN: Nueva actualización del modelo trimestral del Banco de España.
- 1107 PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y ENRIQUE MORAL-BENITO: Eficiencia y regulación en el gasto sanitario en los países de la OCDE. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1201 ELOÍSA ORTEGA Y JUAN PEÑALOSA: Claves de la crisis económica española y retos para crecer en la UEM.