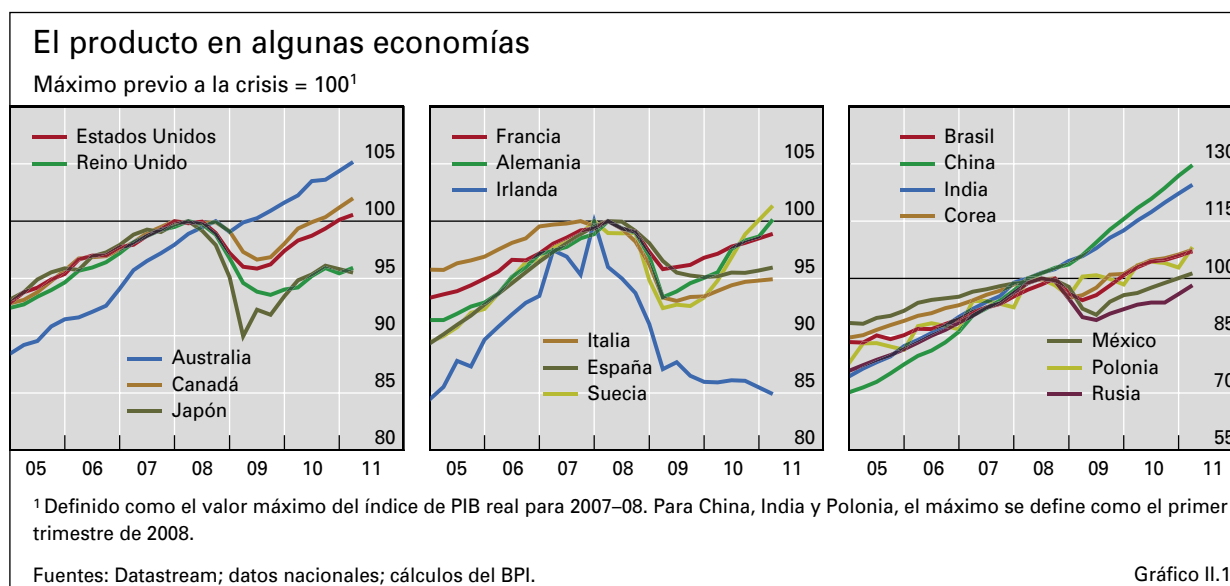


II. Poniendo nuevos cimientos para un crecimiento sostenible

Los desequilibrios que acompañaron a la fase expansiva en varias economías avanzadas aún persisten. En algunos de estos países, los sectores financiero y de la construcción adquirieron un tamaño desproporcionado con respecto al resto de la economía y posiblemente deban reducirse. El endeudamiento que asumieron hogares y empresas durante el auge del sector de la vivienda ha incrementado su vulnerabilidad ante futuras perturbaciones y puede lastrar el crecimiento. Numerosos gobiernos redujeron su endeudamiento en los años de bonanza, en algunos casos de forma considerable. Sin embargo, a posteriori se ha comprobado que buena parte de la mejoría de las finanzas públicas de esa época estaba relacionada, directa o indirectamente, con la expansión del sector de la vivienda y, por consiguiente, era meramente coyuntural.

Prácticamente tres años después de que la quiebra de Lehman Brothers provocara en muchas economías avanzadas la contracción más severa desde la Gran Depresión, el producto continúa en los niveles anteriores a la crisis o por debajo de estos en la mayoría de los casos (Gráfico II.1, paneles izquierdo y central). La persistencia de los desequilibrios que causaron la crisis es una de las razones por las que la recuperación ha sido tan tibia hasta la fecha en esas economías.

En las economías emergentes el crecimiento ha sido en general mucho más rápido (Gráfico II.1, panel derecho), pero algunas de ellas corren el riesgo de acumular sus propios desequilibrios. Por ejemplo, los precios inmobiliarios se incrementan en determinados casos a ritmos que recuerdan los registrados en algunas economías avanzadas durante el auge del sector de la vivienda anterior a la crisis y los niveles de endeudamiento del sector privado se están disparando. Es cierto que estos indicadores parten de un nivel bajo, pero ese



era también el caso en algunas economías avanzadas, incluidas Irlanda y España, a principios de la década pasada.

El primer apartado de este capítulo describe brevemente el crecimiento y sus desequilibrios asociados en los años de expansión del sector de la vivienda. Los tres apartados siguientes analizan desequilibrios sectoriales, el endeudamiento del sector privado y los retos en materia de política fiscal. El último apartado extrae algunas enseñanzas para la política económica.

Desequilibrios, crisis financieras y crecimiento

La crisis financiera mundial tuvo un coste enorme en numerosos ámbitos, en particular en términos de pérdida de producto. Es posible que la producción en las principales economías avanzadas esté volviendo a niveles previos a la crisis, pero —quizás con la excepción de Australia— el producto continúa muy por debajo de los niveles que habría alcanzado si dichas economías hubieran mantenido su ritmo de crecimiento anterior a la crisis. Recuperarse de esas pérdidas requeriría un periodo prolongado de expansión por encima de la tendencia, lo que lamentablemente parece poco probable por varias razones. En primer lugar, las pérdidas económicas producidas por la Gran Recesión, como por ejemplo la destrucción de capital humano por efecto del desempleo de larga duración, pueden lastrar el crecimiento en años venideros¹. En segundo lugar, el crecimiento del periodo previo a la crisis fue impulsado por una serie de desequilibrios insostenibles cuya corrección puede reducir el crecimiento ahora y hasta que se corrijan los excesos.

La existencia de estos desequilibrios implica también que la extrapolación del crecimiento previo a la crisis no ofrece la referencia correcta para evaluar el estado de la recuperación ni tampoco es una guía útil para las políticas a aplicar. Una parte del capital (físico y humano) creado durante los años de expansión es menos útil de lo que originalmente se pensó. Es probable que parte sustancial de lo invertido en los sectores financiero y de la construcción se encuadre en esta categoría. La insostenibilidad del crecimiento anterior a la crisis también deberá reflejarse en las medidas de producto potencial, que son un elemento importante en el debate sobre políticas. Para ser útiles, dichas medidas, especialmente las que se basan en estimaciones de *stocks* de capital físico y humano, han de ajustarse para tener en cuenta esta obsolescencia².

Los antecedentes históricos avalan la idea de que las crisis bancarias sistémicas pueden imponer costes duraderos y posiblemente permanentes en términos de reducción del producto respecto a la tendencia. Un reciente repaso de la literatura sobre los costes de las crisis financieras demostró que el crecimiento posterior a la crisis no suele bastar para recuperar la tendencia

No es probable que se recupere el producto perdido por causa de la crisis...

... a juzgar por lo sucedido en crisis anteriores

¹ Por ejemplo, los datos de la OCDE indican que en Estados Unidos el porcentaje de desempleados que llevan sin trabajo más de un año con respecto al total aumentó del 10,0% en 2006 al 16,3% en 2009.

² Véase P. Gerlach, «The global output gap: measurement issues and regional disparities», *Informe Trimestral del BPI*, junio 2011, pp. 29–37.

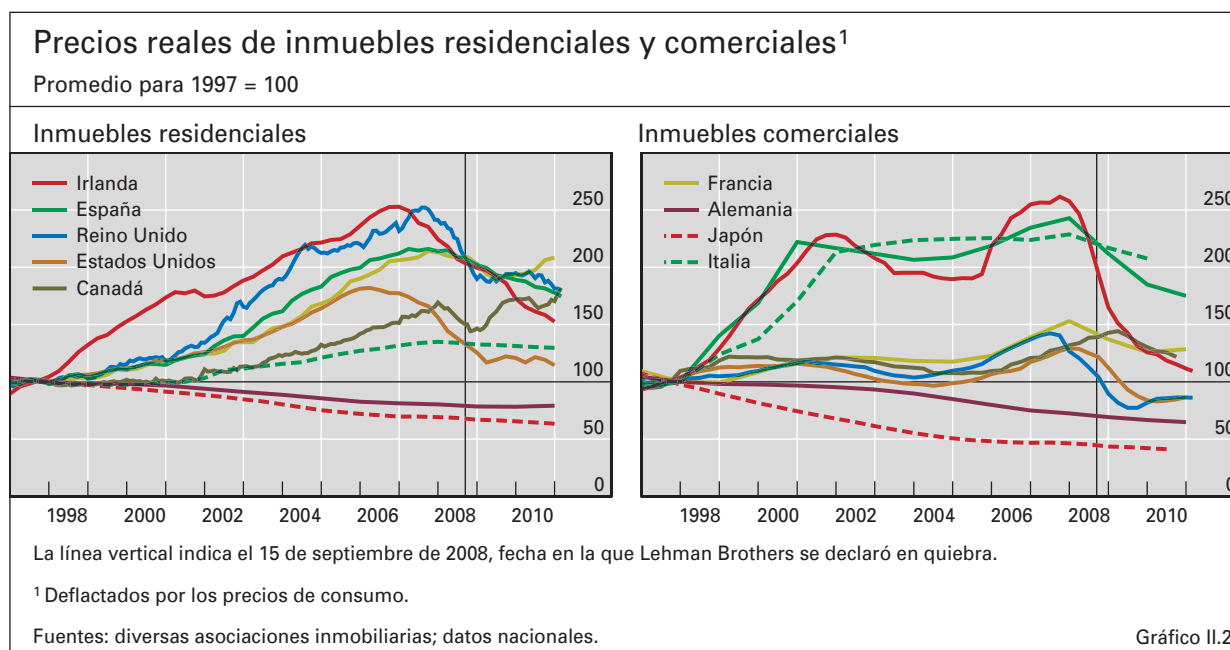
anterior del producto³. En otras palabras, es probable que el producto perdido durante la crisis no vuelva a recuperarse.

Los problemas que aquejan actualmente a las economías avanzadas tienen su origen en el auge previo a la crisis. Los precios de la vivienda subieron en muchos países en el periodo anterior a la crisis (Gráfico II.2), y los países en los que lo hicieron con más fuerza fueron, en muchos casos, los que luego tuvieron más problemas. Entre ellos cabe citar a Irlanda, España y el Reino Unido. No obstante, hubo también excepciones. Francia, cuyos precios de la vivienda subieron casi tanto como en España, se libró sin embargo de muchos de los problemas del sector financiero que afectaron a otros países. Por el contrario, Alemania y Japón, cuyos precios inmobiliarios no registraron en conjunto incremento alguno, fueron las economías avanzadas que experimentaron algunas de las contracciones más acusadas (aunque breves) del producto⁴.

Los fuertes incrementos en la concesión de crédito a hogares y empresas alimentaron la apreciación de los activos inmobiliarios⁵. El cociente entre deuda de los hogares y PIB se elevó en todos los países que experimentaron un auge del sector de la vivienda, superando con amplitud sus tendencias de largo plazo (Gráfico II.3). Las sociedades no financieras también aumentaron su endeudamiento, con la notable excepción de las empresas de Estados Unidos. Como muestran los paneles con escala izquierda del gráfico, los coeficientes de endeudamiento de las entidades no financieras irlandesas y

El auge del precio de la vivienda...

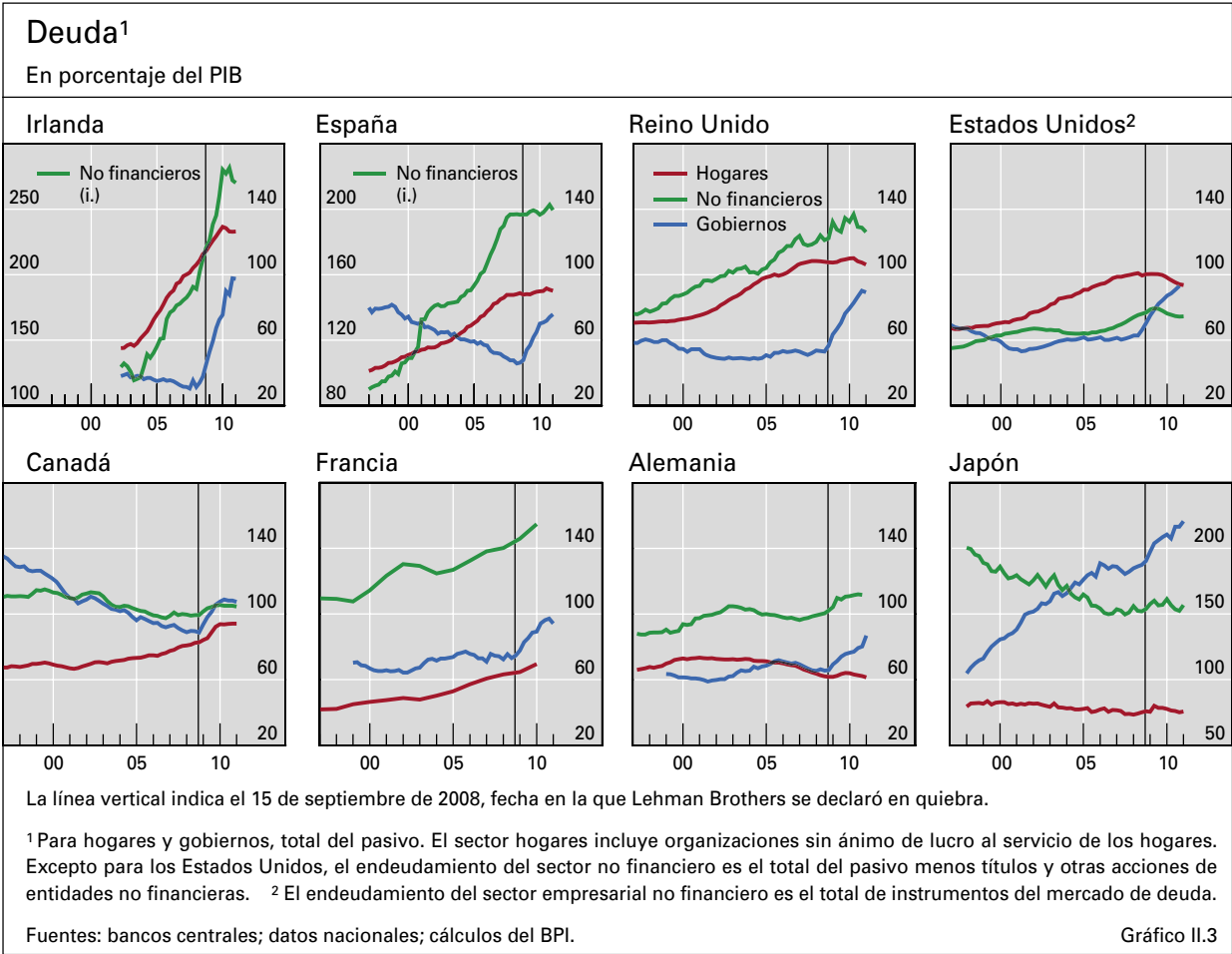
... estuvo alimentado por la acumulación de deuda del sector privado



³ Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, agosto 2010.

⁴ La caída del producto en estos dos países tuvo su origen en la contracción del comercio internacional más que en problemas internos.

⁵ Véase el análisis de esta cuestión en BPI, *80º Informe Anual*, junio 2010, pp. 11–13.



españolas exhibieron alzas especialmente notables, destinándose el grueso de ese endeudamiento a financiar bienes inmuebles. No obstante, el aumento en la deuda parecía mucho menor cuando se comparaba con el valor de mercado de las carteras inmobiliarias que financiaba. En el caso de España, el cociente entre endeudamiento y activos totales de las empresas inmobiliarias se incrementó del 50% en 2000 al 63% en 2007.

El auge del sector de la vivienda y la expansión del crédito cambiaron la composición sectorial del producto. El peso relativo del sector de la construcción aumentó en todas las economías en las que se registraron subidas de precios de los inmuebles residenciales. En 2007, la construcción daba empleo al 13% de los trabajadores en España, frente al 10% de la década anterior (Gráfico II.4, panel izquierdo). En Irlanda, el incremento fue aun más acentuado, pasando del 8,5% al 13%. Si se analiza la contribución del sector de la construcción al valor añadido total, se obtiene una imagen similar⁶. En Canadá, el Reino Unido y Estados Unidos la participación de la construcción en el empleo y en el PIB también aumentó, aunque considerablemente menos que en Irlanda y España.

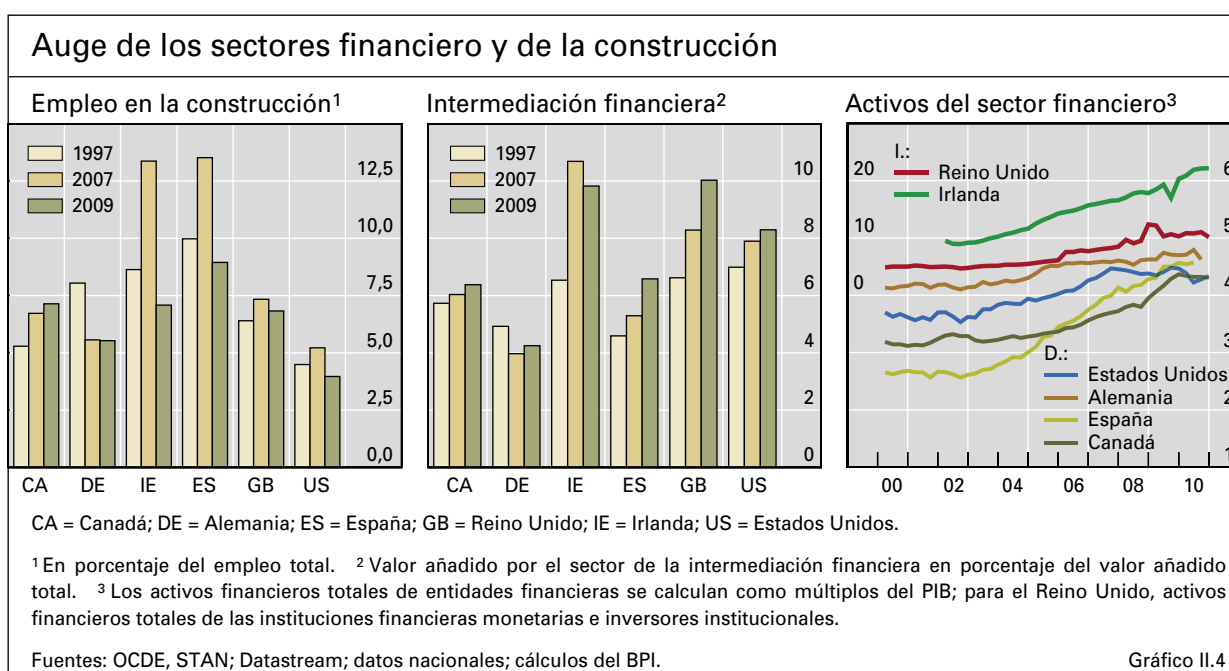
⁶ Entre 1997 y 2007, la participación de la construcción en el PIB ascendió del 6,5% al 10% en España y del 5% al 8% en Irlanda.

La demanda de hipotecas impulsó el crecimiento del sector financiero

La fuerte expansión de la financiación dirigida al sector inmobiliario que acompañó las subidas de los precios inmobiliarios fue uno de los factores que propiciaron el rápido crecimiento del sector financiero en el periodo anterior a la crisis. La expansión más acusada del sector financiero tuvo lugar en Irlanda, según la práctica totalidad de medidas utilizadas. Los activos de las entidades financieras radicadas en este país pasaron de una cifra equivalente a 10 veces el PIB en 2002, un nivel que ya era elevado, hasta 20 veces el PIB en vísperas de la crisis (Gráfico II.4, panel derecho). La contribución de la intermediación financiera al valor añadido total en Irlanda aumentó desde aproximadamente el 6% en 1997 a más del 10% en 2007 (panel central). Es cierto que parte de ese aumento correspondió a entidades financieras de propiedad extranjera (ubicadas en Dublín pero con una escasa relación con el resto de la economía irlandesa), pero los balances de los bancos nacionales también se dispararon. España, que a diferencia de Irlanda no es un centro financiero extraterritorial, registró igualmente una rápida expansión en los balances bancarios nacionales, pasando el cociente de los activos bancarios sobre PIB del 2,6 (valor que permaneció estable entre 2000 y 2003) a más de 4 justo antes de la crisis financiera.

La caída de los precios inmobiliarios reveló debilidades estructurales

El impulso en el crecimiento causado por el auge del crédito y el sector inmobiliario y por la consiguiente expansión de los sectores de la construcción y financiero se reveló insostenible. Esto quedó patente por primera vez cuando los precios de la vivienda en Estados Unidos dejaron de subir en 2006, para luego comenzar a caer. Los prestatarios cuya solvencia crediticia dependía exclusivamente de la revalorización futura de la vivienda fueron los primeros en incurrir en impago. Conforme los precios de la vivienda siguieron bajando, las pérdidas comenzaron a extenderse desde el sector hipotecario *subprime* al de hipotecas de bajo riesgo. En otros países los precios inmobiliarios tocaron techo algo después que en Estados Unidos, por lo que los préstamos



hipotecarios a la vivienda impagados también aumentaron más tarde y, por lo general, se mantuvieron por debajo del nivel de Estados Unidos. No obstante, algunos países, como Irlanda, España y el Reino Unido, registraron un fuerte incremento en los préstamos fallidos al sector empresarial no financiero, sobre todo a promotores inmobiliarios.

La crisis financiera y la Gran Recesión subsiguiente se tradujeron en una pronunciada inversión de las tendencias sectoriales. El sector de la construcción se contrajo aún más rápido de lo que había crecido antes de la crisis, probablemente como consecuencia de un gran parque de viviendas sin vender. El ritmo de contracción del sector inmobiliario residencial en España e Irlanda entre 2007 y 2009 fue mucho más intenso que el experimentado durante la fase de desaceleración del ciclo del sector de la construcción en otros países. Así, en Alemania la participación de este sector en el empleo total se redujo del 8,5% en el momento álgido de la expansión generada por la reunificación alemana, en 1995, hasta el 5,5% en 2006, una variación de 3 puntos porcentuales en un plazo aproximado de 10 años. En España e Irlanda, esa participación se redujo en 4 y 6 puntos porcentuales, respectivamente, en tan solo tres años⁷.

El sector financiero fue el único que no dio indicio alguno de contracción. Su contribución al valor añadido se redujo ligeramente en Irlanda, pero aumentó en España y Estados Unidos. La relación entre los activos del sector financiero y PIB continuó incrementándose prácticamente en todos los países, en parte como consecuencia de un nivel de ayudas públicas sin precedentes.

Los balances fiscales sufrieron un deterioro significativo durante la crisis y no han mejorado sustancialmente desde entonces. Las masivas inyecciones de fondos públicos para salvar el sistema financiero no fueron la única causa del fuerte crecimiento de los déficits; sumadas a la disminución en los ingresos fiscales y al aumento del gasto en general como consecuencia de la recesión, generaron déficits sin precedentes en tiempos de paz. Otra de las causas del mal estado de las finanzas públicas fue la sobrestimación del producto potencial, o del producto sostenible, en los años de expansión. El auge del sector de la vivienda financiado mediante crédito reforzó los ingresos fiscales, pero estos ingresos se esfumaron durante la crisis. Algunos países se valieron del incremento en la recaudación para reducir su nivel de deuda pública sobre PIB (Gráfico II.3), pero parte de los ingresos adicionales fueron absorbidos por el aumento del gasto.

Desequilibrios sectoriales

El crecimiento en los años previos a la crisis financiera estuvo fuertemente sesgado hacia unos sectores financiero y de la construcción cada vez más desmesurados, cuya intensa y prolongada expansión probablemente fue en detrimento del crecimiento del resto de la economía. Por supuesto, dado que el sector financiero asigna el capital en el seno de la economía, su expansión

El sector de la construcción se contrajo...

... pero el sector financiero no

Las finanzas públicas se deterioraron bruscamente al aumentar el gasto

Crecimiento desequilibrado

⁷ Véase el análisis, mucho más exhaustivo, de anteriores auges de la construcción en BPI, *76º Informe Anual*, junio 2006, pp. 30-32.

puede realmente impulsar el crecimiento en general. Sin embargo, al igual que sucedería con el crecimiento de cualquier sector, a partir de cierto punto la expansión de los sectores financiero y de la construcción sustraería recursos del resto de la economía. La expansión del sector de la construcción, intensivo en capital, complicaría a otros sectores la captación de recursos prestables, y un sector financiero en descomunal expansión probablemente haría más difícil a otros sectores intensivos en conocimiento captar mano de obra altamente cualificada⁸.

La comparación entre países indica que, en efecto, la expansión de la construcción y la intermediación financiera coincidió con un menor crecimiento de la productividad en el resto de la economía (Gráfico II.5). El ejemplo más destacado lo ofrece el sector de la construcción en España, cuya participación en el empleo total (eje de abscisas del panel izquierdo) creció un promedio de 0,3 puntos porcentuales cada año entre 2000 y 2007, mientras la productividad del resto de la economía española (eje de ordenadas) prácticamente no mejoró. Este efecto también se observa en el sector financiero (Gráfico II.5, panel derecho), aunque en menor medida⁹. No obstante, un análisis econométrico más riguroso sugiere que el efecto en el caso de la intermediación financiera puede haber sido aun más pronunciado que para la construcción (Recuadro).

Otros sectores tendrán que reemplazar a construcción e intermediación financiera como motores del crecimiento. Resulta difícil decir cuáles, puesto que lo ocurrido en el pasado no es necesariamente un buen indicativo de lo

El efecto de los desequilibrios sectoriales en el crecimiento: el caso de la industria manufacturera

En la literatura económica, un sector financiero de mayor tamaño se asocia habitualmente a un mayor crecimiento del PIB. Los sectores que atraviesan dificultades de financiación deberían en efecto sacar mayor partido de un sector financiero de mayor tamaño, aunque la experiencia reciente matizaría dicha relación. Un incremento rápido del crédito y de los precios de los activos puede inflar la rentabilidad del sector financiero hasta el punto de desviar hacia él recursos que, en otro caso, se habrían dirigido a otros sectores. Podría suponerse que los sectores que tienen más probabilidad de resultar perjudicados son los que, como ocurre con servicios financieros, tienen una alta dependencia de mano de obra altamente cualificada. A fin de contrastar esta hipótesis, se utiliza la propensión a emprender actividades de investigación y desarrollo (I+D) como variable aproximativa para inferir la demanda de mano de obra altamente cualificada. En el caso particular del sector manufacturero, se diferencia entre industrias en función de su intensidad en I+D. A continuación, se estima si un rápido crecimiento del sector financiero (y, de forma independiente, un crecimiento igualmente rápido del sector de la construcción) tiende a afectar de forma más desproporcionada a las industrias manufactureras más intensivas en I+D que a aquellas menos intensivas. Los coeficientes negativos para el crecimiento del valor añadido y del empleo en los sectores de la intermediación financiera y de la construcción (filas primera y tercera, y quinta y séptima, de los datos) en el Cuadro II.A sugieren que estos sectores se verían afectados de ese modo y que dicho efecto sería mayor en el caso del sector financiero que en el de la construcción.

⁸ Véase T. Philippon y A. Reshef, «Wages and human capital in the US financial industry: 1909–2006», *NBER Working Papers*, n.º 14644, enero 2009.

⁹ Es posible que la relación negativa esté menos definida en el caso de la intermediación financiera debido a los efectos positivos antes mencionados que puede tener la expansión del sector financiero.

Desequilibrios sectoriales, intensidad en I+D y crecimiento de la industria manufacturera

Variable dependiente: tasa de crecimiento del valor añadido (en términos reales)

Interacción de la intensidad en I+D con crecimiento sectorial o participación inicial del sector para valor añadido y empleo ¹	Intensidad en I+D ²							
	Valor añadido				Industria manufacturera			
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)	(vi)	(vii)	(viii)
Sector de la intermediación financiera:								
Valor añadido:								
Crecimiento ³	-3,73***				-2,36***			
Participación inicial sobre el total de la economía ⁴	11,58				5,35			
Empleo:								
Crecimiento ³		-7,12**				-5,58***		
Participación inicial sobre el total de la economía ⁴		32,13				21,45**		
Sector de la construcción:								
Valor añadido:								
Crecimiento ³			-5,36***				-2,40***	
Participación inicial sobre el total de la economía ⁴			-9,14				-19,71	
Empleo:								
Crecimiento ³				-5,33***				-2,27*
Participación inicial sobre el total de la economía ⁴				12,6				11,45
<i>Pro memoria:</i>								
<i>Número de observaciones</i>	317	317	338	338	309	309	330	330
<i>R²</i>	0,36	0,325	0,355	0,325	0,339	0,325	0,331	0,302

Los parámetros se estiman con una regresión de mínimos cuadrados generalizados sobre un panel de países y sectores formado por 18 países de la OCDE y 27 industrias manufactureras. La variable dependiente —la tasa de crecimiento del valor añadido (en términos reales)— se calcula para cada industria en cada país de la muestra durante el periodo 2000–07. Entre las estimaciones se incluyen variables ficticias nacionales y sectoriales, además de una variable de control para las condiciones iniciales (el logaritmo del cociente entre el valor añadido de la industria en 2000 y el valor añadido del sector manufacturero total en ese mismo año para cada industria en cada país de la muestra). (***) Estadísticamente significativo al 1%, (**) Estadísticamente significativo al 5%, (*) Estadísticamente significativo al 10%.

¹ Las variables explicativas se definen como los productos de las variables indicadas. ² Cociente entre el gasto en I+D y el valor añadido (columnas (i) a (iv)) y cociente entre el gasto en I+D y el valor añadido total en el sector manufacturero (columnas (v) a (viii)), para la industria correspondiente en Estados Unidos (que, a estos efectos, representa la frontera tecnológica) para el periodo 1980–89. ³ Calculado para el periodo 2000–07. ⁴ Calculado para 2000.

Fuente: cálculos del BPI basados en datos de la STAN de la OCDE.

Cuadro II.A

que sucederá en el futuro. Con todo, el probable estancamiento (en términos relativos o absolutos) de los sectores financiero y de la construcción podría liberar recursos para su empleo en otros sectores, siempre que las autoridades públicas no impidan esa reasignación mediante subvenciones y otras medidas que mantengan el *statu quo*.

Crecimiento de la productividad y desequilibrios entre sectores¹

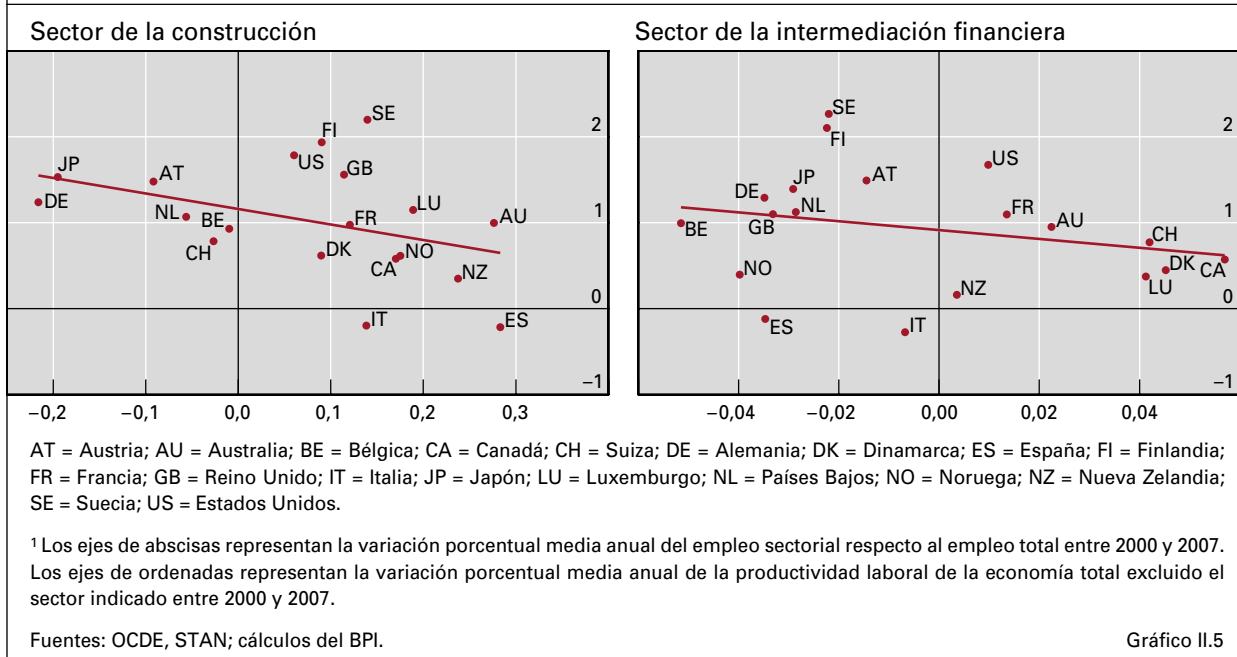


Gráfico II.5

Reducción de la deuda del sector privado

La reducción del endeudamiento...

Muchos de los préstamos concedidos durante el auge del mercado de la vivienda, especialmente en sus últimas etapas, se aprobaron sobre la hipótesis implícita o explícita de que los precios de la vivienda seguirían subiendo. Esta premisa resultó ser falsa. Es lógico, pues, que prestamistas y prestatarios reaccionasen y ajustasen sus objetivos de endeudamiento a la nueva realidad.

... ha comenzado...

Los hogares de Irlanda, España, el Reino Unido y Estados Unidos han comenzado a reducir sus cocientes de deuda sobre renta (Gráfico II.6), si bien en distinto grado. En Estados Unidos y el Reino Unido, donde más avanzado está el proceso, el endeudamiento ha caído en aproximadamente 15 puntos porcentuales, hasta el 120% y el 150% de la renta disponible, respectivamente. En términos agregados, los hogares españoles redujeron su coeficiente de endeudamiento en 8 puntos porcentuales entre 2008 y comienzos de 2010; desde entonces ha vuelto a elevarse. Este coeficiente para los hogares irlandeses se sitúa 7 puntos porcentuales por debajo de su máximo.

... pero los datos históricos sugieren que este proceso aún no ha concluido

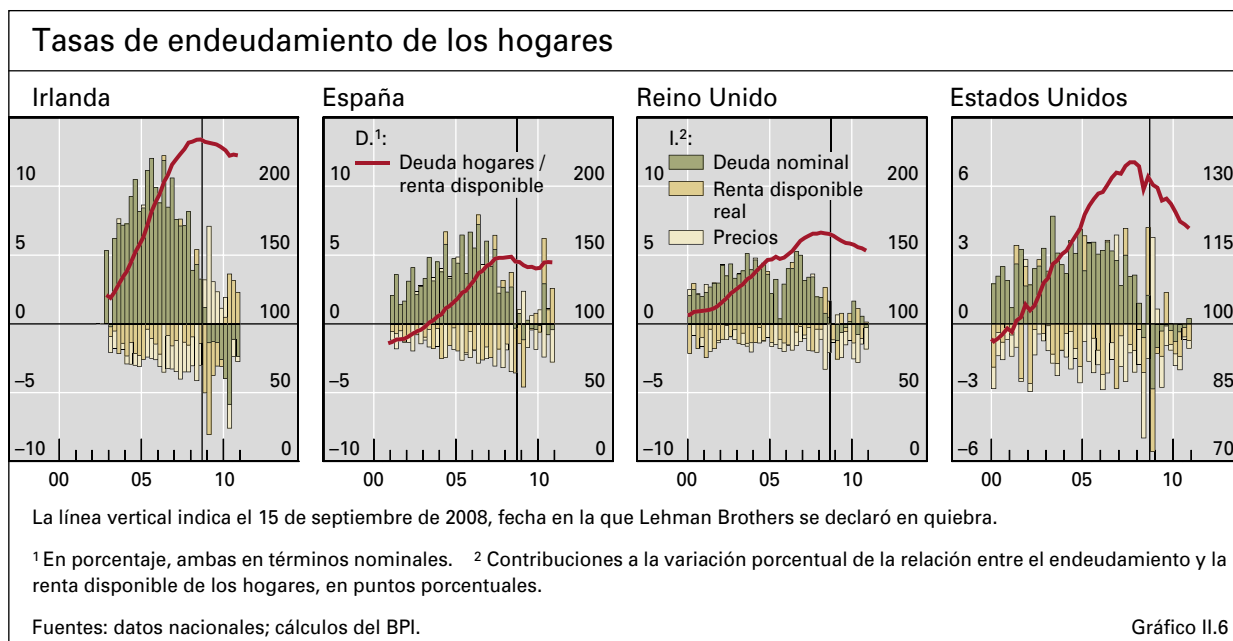
Los antecedentes históricos apuntan a que los hogares continuarán reduciendo su endeudamiento. En el pasado, a casi todas las crisis bancarias sistémicas precedidas por una expansión del cociente de crédito sobre PIB siguieron caídas notables de dicho cociente¹⁰. La extensión de la reducción del endeudamiento varía de unos episodios a otros pero, en general, puede calificarse de sustancial. En promedio, el cociente de crédito privado sobre PIB

¹⁰ Véase G. Tang y C. Upper, «Reducción de la deuda después de una crisis», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre 2010, pp. 25–38. Los resultados de este análisis se basan en una muestra de 20 crisis bancarias sistémicas que estuvieron precedidas de un incremento de la relación entre el crédito al sector privado no financiero y PIB. Excepto en tres casos (Argentina, 1995; Paraguay, 1995 y Corea, 1997), después de estas crisis se produjo un periodo sustancial de reducción de la deuda.

disminuyó 38 puntos porcentuales a lo largo de unos cinco años. La magnitud de tal reducción fue solo ligeramente menor que la del incremento registrado antes de la crisis (que alcanzó los 44 puntos porcentuales en promedio).

Los cocientes de deuda sobre renta de los hogares y de otros sectores pueden reducirse básicamente de cuatro formas: (i) devolución del préstamo, (ii) impago, traslado a pérdidas o condonación de la deuda, (iii) aumento de la renta disponible real, y (iv) inflación, reduciendo el valor real de la deuda¹¹. Con arreglo a los datos disponibles, cabe descomponer la reducción de la relación entre deuda y renta disponible en tres elementos (Gráfico II.6): devolución del préstamo/impago (sin diferenciar entre ambos¹², representados por el concepto «Deuda nominal» en el gráfico), crecimiento de la renta real («Renta disponible real») e inflación («Precios»)¹³. El peso relativo de estos elementos difiere entre países. Los hogares de los cuatro países reflejados en el Gráfico II.6 han recortado sus niveles de deuda nominal, con Irlanda a la cabeza, seguida de Estados Unidos. La renta disponible real resultó ser más resistente durante la crisis y continuó creciendo incluso mientras caía el PIB, reduciendo así los coeficientes de endeudamiento. En Irlanda y, en menor medida, en Estados Unidos el efecto amortiguador de las devoluciones/impagos y el crecimiento de la renta disponible real quedó contrarrestado, al menos en parte, por la caída de los precios de consumo inmediatamente después de la crisis, que incrementó el valor real de la deuda.

Factores de la reducción de la deuda



¹¹ Suponiendo que los contratos de préstamo se suscriben a tipo fijo, como es habitual en las economías que estamos analizando.

¹² Separar estos dos factores es complicado. El traslado a pérdidas de préstamos impagados no reduce el importe de la deuda pendiente en una relación uno a uno, ya que los compradores de viviendas embargadas pueden pedir nuevos préstamos. Véase M. Brown, A. Haughwout, D. Lee y W. van der Klaauw, «The financial crisis at the kitchen table: trends in household debt and credit», Banco de la Reserva Federal de Nueva York, *Staff Reports*, n.º 480, diciembre 2010.

¹³ Para más información sobre este desglose, véase Tang y Upper, *op. cit.*

Los factores de la reducción de la deuda han cambiado con el tiempo. La crisis en Irlanda y España resultó ser más estructural de lo que parecía en un primer momento y la renta disponible comenzó a caer en estos dos países en 2010, provocando una elevación de los coeficientes de endeudamiento.

Un endeudamiento elevado hace que los hogares sean vulnerables a las perturbaciones

Para analizar la cuestión de la deuda con la debida perspectiva, conviene considerar qué repercusiones tendría para el crecimiento económico que los coeficientes de endeudamiento no se redujeran. Unos niveles elevados de endeudamiento hacen que los hogares (y las empresas) sean más vulnerables a cualquier contratiempo, por pequeño que sea. En una encuesta reciente, más de la quinta parte de los hogares estadounidenses con deuda hipotecaria declararon que el importe pendiente de su hipoteca superaba el valor de su vivienda¹⁴. La proporción era mayor en el caso de los jóvenes y de quienes viven en estados con subidas particularmente fuertes del precio de la vivienda; precisamente, los grupos de población que tienen también más posibilidades de haber perdido su empleo en la Gran Recesión o de haber experimentado otros tipos de perturbaciones en sus rentas. En algunas economías europeas, la gran mayoría de las hipotecas están referenciadas a las tasas de interés de corto plazo del mercado monetario. Actualmente, estas tasas son muy bajas, pero en algún momento subirán, con el consiguiente incremento de la carga de la deuda que soportan los hogares, agudizando aún más su vulnerabilidad si los coeficientes de endeudamiento permanecen altos.

¿Cómo se puede reducir la deuda?

Dicho esto, existe el riesgo de que reducir rápidamente la deuda para mitigar la vulnerabilidad de los hogares ante perturbaciones provoque un desplome del consumo privado. Las políticas públicas no pueden gestionar estos riesgos en toda su magnitud, pero sí pueden facilitar el crecimiento en otros sectores de la economía que podrían asumir el papel de la construcción y del consumo de los hogares como motores de la recuperación.

También hay otras formas de reducir la deuda que probablemente no resulten eficaces. La inflación imprevista es una de ellas. Es cierto que un brote de inflación imprevista reduce el valor real de la deuda, redistribuyendo de ese modo la riqueza desde prestamistas (y en último término, ahorradores) hacia prestatarios. Con todo, dado que una inflación no prevista está asociada normalmente a menores ingresos en términos reales si los contratos salariales se realizan en términos nominales, podría compensar el efecto sobre el valor real de la deuda. Además, la transferencia de riqueza no se producirá si se puede prever la inflación. En este caso, una mayor inflación tenderá a provocar una subida de las tasas de interés nominales, de tal forma que se incrementen los costes del servicio de la deuda para los prestatarios. A su vez, esto actúa como una aceleración forzosa del reembolso. Con independencia de que la inflación esté o no prevista, conlleva el coste sustancial a largo plazo de reducir la credibilidad del banco central¹⁵.

¹⁴ R. Chakrabarti, D. Lee, W. van der Klaauw y B. Zafar, «Household debt and saving during the 2007 recession», Banco de la Reserva Federal de Nueva York, *Staff Reports*, n.º 482, enero 2011.

¹⁵ En cualquier caso, la inflación que podría darse a corto plazo en las economías avanzadas sería seguramente una inflación de costes como consecuencia del alza en los precios de las materias primas. Este tipo de inflación reduce directamente la capacidad de hogares y empresas para gastar y, por lo tanto, agrava aún más la carga de la deuda.

Deuda pública y consolidación fiscal

La deuda pública se disparó tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 (Cuadro II.1), sobre todo en los países que habían experimentado auges del mercado de la vivienda. El deterioro de la posición fiscal de las administraciones se debió a la coincidencia de un descenso en los ingresos fiscales y un incremento del gasto.

Los déficits aumentan durante las recesiones por razones obvias. Los estabilizadores automáticos sostienen el gasto y han sido una de las razones por las que la Gran Recesión no se ha convertido en otra Gran Depresión. El problema es que los déficits no han mostrado indicios de reducirse cuando ya llevamos dos años en fase de recuperación y los niveles de deuda siguen disparándose. Los déficits fiscales actuales son en gran medida estructurales (Gráfico II.7), lo que sugiere que las administraciones públicas no han hecho lo suficiente para restaurar las posiciones fiscales. Además, es posible que se haya sobrestimado el componente cíclico de los déficits fiscales si, como afirmábamos anteriormente, las medidas del producto potencial contienen un sesgo al alza.

Este cuadro de déficits estructurales elevados y endeudamiento galopante contrasta con los superávits y la reducción del déficit de antes de la crisis. Efectivamente, varios países aprovecharon los años de bonanza para reducir su deuda pública. En Canadá, Irlanda, España y el Reino Unido, la deuda pública se redujo notablemente entre 2000 y 2007, mientras que en países como Francia y Estados Unidos permaneció estable en líneas generales. Sin embargo, esta tendencia favorable ocultaba vulnerabilidades, sobre todo el hecho de que esas posiciones fiscales aparentemente sólidas dependían de un reducido número de sectores dinámicos como el de la construcción y el financiero. Por ejemplo, Suárez (2010) estima que, en el caso de España,

La deuda pública se ha disparado desde la crisis...

... a medida que los estabilizadores automáticos han incrementado los déficits

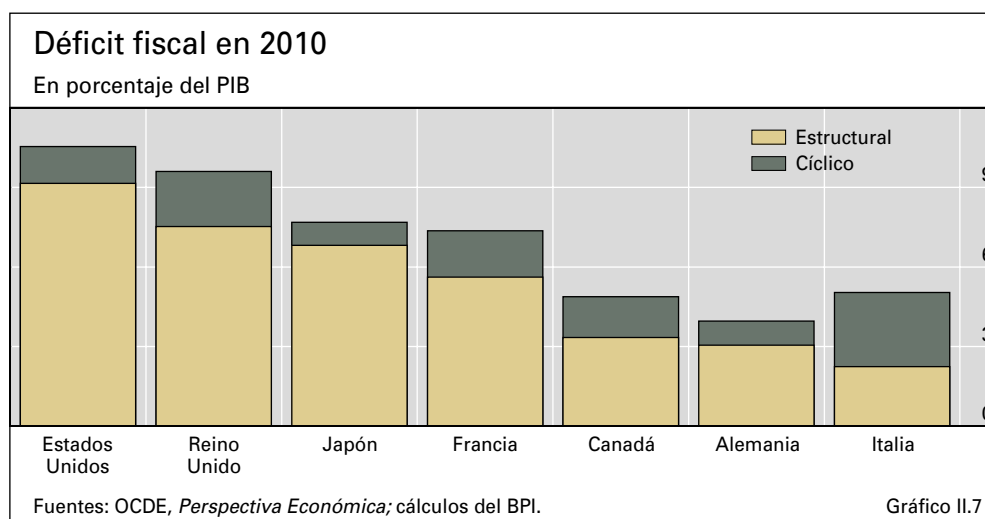
La reducción de la deuda pública antes de la crisis no era sostenible...

... ya que dependía mucho de los sectores financiero y de la vivienda

Deuda pública ¹					
En porcentaje del PIB					
	2002	2007	2010	2011	2012
Estados Unidos	56,8	62,0	93,6	101,1	107,0
Zona del euro	75,2	71,6	92,7	95,6	96,5
Alemania	62,2	65,3	87,0	87,3	86,9
Francia	67,3	72,3	94,1	97,3	100,0
Italia	119,4	112,8	126,8	129,0	128,4
España	60,3	42,1	66,1	73,6	74,8
Países Bajos	60,3	51,5	71,4	74,3	75,2
Bélgica	108,4	88,1	100,7	100,7	100,4
Grecia	117,6	112,9	147,3	157,1	159,3
Portugal	65,0	75,4	103,1	110,8	115,8
Irlanda	35,2	28,8	102,4	120,4	125,6
Japón	152,3	167,0	199,7	212,7	218,7
Reino Unido	40,8	47,2	82,4	88,5	93,3
OCDE total	71,6	73,1	97,6	102,4	105,4

¹ Pasivos financieros brutos del gobierno general; para 2011 y 2012, previsiones.
Fuente: OCDE, *Perspectivas económicas*, vol. 2011/1.

Cuadro II.1



«los sectores inmobiliario y de la construcción pueden haber inflado los ingresos fiscales en un 2,9% del PIB en el momento álgido de la expansión»¹⁶.

La elevada sensibilidad de los ingresos fiscales al sobredimensionado sector de la construcción...

La idea de que las cuentas fiscales pueden depender en gran medida de la evolución de algunos sectores concretos queda corroborada por una investigación más sistemática. En efecto, los ingresos de las administraciones públicas y su posición fiscal total mejoran considerablemente cuando el sector de la construcción se expande, tras corregir las cifras por los determinantes habituales de las posiciones fiscales (Gráfico II.8, panel izquierdo). Se estima, por ejemplo, que un incremento de 1 punto porcentual del peso del sector de la construcción en el valor añadido total mejora la posición fiscal ajustada al ciclo en 0,3 puntos porcentuales del PIB potencial. Por el contrario, los cambios del tamaño relativo del sector de la intermediación financiera no inciden significativamente en las posiciones fiscales netas. Por lo tanto, el efecto concreto de los auges de la construcción es el de incrementar el apartado de ingresos de las cuentas fiscales. En efecto, es probable que este fuerte impulso a la recaudación fiscal proceda de diversas fuentes. Los ingresos pueden aumentar por el componente puntual asociado con los auges de la construcción, pero la sobrestimación del producto potencial también puede contribuir a mejorar la posición fiscal ajustada al ciclo.

Con estos cálculos en la mano, es posible determinar qué posiciones fiscales tendríamos actualmente si no se hubiera producido la fuerte expansión del mercado inmobiliario (Gráfico II.8, panel derecho). En el caso de Irlanda, por ejemplo, el superávit fiscal de 2007 se debía prácticamente en su totalidad al sobredimensionamiento del sector de la construcción; sin el auge de esta industria, el país habría rondado el equilibrio fiscal. En España, cabe atribuir a la construcción aproximadamente un tercio del superávit de 2007, un resultado algo inferior al valor estimado por Suárez por el método de agregación, aunque sustancial en todo caso¹⁷.

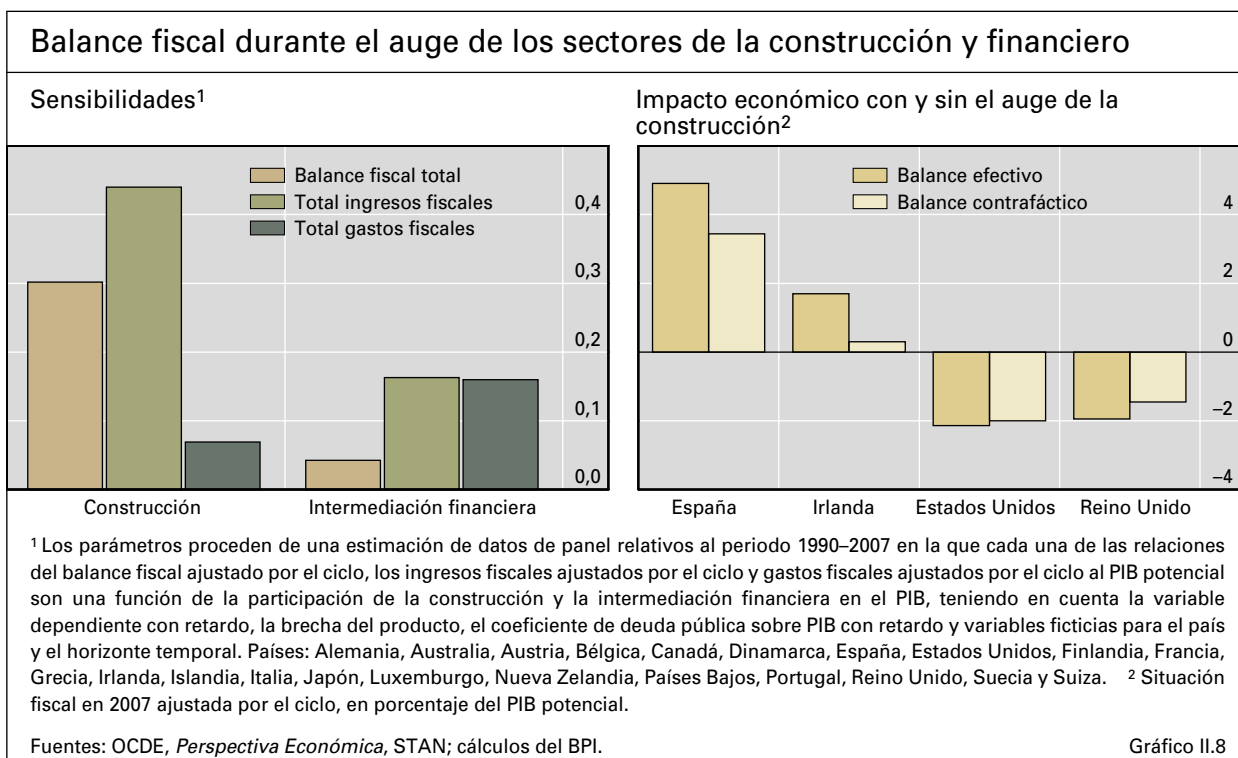
¹⁶ J. Suárez, «The Spanish crisis: background and policy challenges», *CEPR Discussion Papers*, n.º 7909, julio 2010.

¹⁷ Nuestra estimación del efecto en los ingresos se acerca al 2,2% del PIB, frente al 2,9% de Suárez, *op. cit.*

Como consecuencia de la elevada recaudación fiscal procedente de la construcción, la brecha entre ingresos y gastos abierta por la crisis probablemente no se cierre ni siquiera al ir recuperándose la economía. A su vez, esto implica que los gobiernos no podrán eludir la aplicación de medidas contundentes para ajustar sus posiciones fiscales en el corto plazo, además de presentar un plan creíble que abarque el medio plazo. Las distintas circunstancias requieren enfoques diferentes sobre la forma en que podría realizarse dicha consolidación a la vez que se minimizan sus costes a corto plazo para el crecimiento. Con todo, la política fiscal puede influir mucho en las reasignaciones entre sectores aplicando medidas como los recortes de las subvenciones a industrias en declive y el apoyo al reciclaje profesional de los trabajadores, que deberían contribuir tanto a incrementar el crecimiento como a reducir el desempleo. En una perspectiva a más largo plazo, esta evaluación ilustra la necesidad de ir más allá del mero equilibrio presupuestario en el ciclo económico. Además de algunos retos a futuro bien conocidos (como el del envejecimiento de la población), el análisis anterior sugiere que es posible que el verdadero estado de las cuentas públicas únicamente se ponga de manifiesto en las fases bajistas, cuando los desequilibrios sectoriales suelen hacer desaparecer unos ingresos inflados tan solo coyunturalmente.

... puede generar problemas en el futuro

Por último, pero no por ello menos importante, el estado de las cuentas públicas tiene repercusiones fundamentales para la estabilidad financiera, por lo que es preciso proceder aún con mayor cautela. Por ejemplo, las pérdidas de valor de los títulos de deuda pública afectan directamente a la solvencia crediticia de las entidades tenedoras y reducen el valor de las garantías que estas pueden utilizar para tomar prestado. Esto es precisamente lo que parece estar sucediendo en Grecia, cuyos bancos han tenido crecientes problemas



para obtener financiación como consecuencia del temor de los inversores a una reestructuración de la deuda pública del país. Además, como es obvio, el apoyo a gran escala de las administraciones públicas a entidades bancarias con problemas genera enormes costes para la hacienda pública —Irlanda es un buen ejemplo— que no pueden absorberse si la posición fiscal no es sólida.

Conclusiones

Crecimiento insostenible antes de la crisis

El mensaje clave del presente capítulo es que el crecimiento durante los años de auge previos a la crisis era insostenible y que los desequilibrios que se acumularon durante ese periodo amenazan con frenar durante cierto tiempo el crecimiento en las economías avanzadas.

La composición sectorial de la economía debe cambiar

Es poco probable que los sectores inmobiliario y financiero impulsen el crecimiento en el futuro tanto como lo hicieron en los años previos a 2007. Muchos países se enfrentan a la imposibilidad de vender un enorme parque de propiedades inmobiliarias, lo cual implica que se tardará años en absorber dicho excedente. De modo similar, el crecimiento del sector financiero en los años anteriores a 2006–07 se debió en parte a una regulación inadecuada y por ello no es probable que se repita en próximos años (Capítulo V). Por lo tanto, la composición sectorial de la economía ha de modificarse si queremos aprovechar nuevas oportunidades de crecimiento. Apoyar mediante políticas a sectores en declive conlleva el riesgo de producir un efecto expulsión o de desplazamiento de sectores más dinámicos.

Es preciso sanear el sistema bancario para que el crédito vuelva a estar disponible

Las políticas públicas deben estar encaminadas también a poner en orden el sistema bancario, de tal forma que los sectores artífices del crecimiento en el futuro puedan acceder a una adecuada financiación. Esto significa que los bancos han de tener capital suficiente para poder asumir pérdidas y cancelar activos dudosos. El ejemplo de Japón a mediados de los años 90 demuestra que no reconocer pérdidas provoca una mala asignación de recursos, genera incertidumbre y, por ende, dificulta el crecimiento económico. Cuando no se obliga a los bancos a reducir el valor contable de sus préstamos (y adelgazar sus balances), en la práctica se les está incentivando para mantener de forma perenne sus créditos, es decir, para renovar préstamos fallidos a empresas que deberían haber quebrado¹⁸. En Japón, esta «perennización» contribuyó al estancamiento al impedir la reestructuración, reduciendo así las oportunidades de beneficio de las empresas con cuentas saneadas¹⁹. Los bancos japoneses no comenzaron a prestar de nuevo hasta que se llevó a cabo un examen riguroso de sus carteras de préstamos fallidos en 1998 y se inició una segunda ronda de inyecciones de capital.

El crecimiento contribuirá a reducir la deuda

Devolver a la economía a la senda del crecimiento —mediante las medidas de política antes descritas— facilitará enormemente el imprescindible

¹⁸ J. Peek y E. Rosengren, «Unnatural selection: perverse incentives and the misallocation of credit in Japan», *American Economic Review*, vol. 95, n.º 4, septiembre 2005, pp. 1144–1166.

¹⁹ R. Caballero, T. Hoshi y A. Kashyap, «Zombie lending and depressed restructuring in Japan», *American Economic Review*, vol. 98, n.º 5, diciembre 2008, pp. 1943–1977.

proceso de reducción de la deuda pública y privada. Sin embargo, aunque el crecimiento es un elemento esencial del proceso de desapalancamiento, no puede ser el único. Los hogares están dedicando ya una parte significativa de su renta al pago de su deuda.

La deuda pública, por el contrario, sigue aumentando. La existencia de abultados déficits presupuestarios resultaba apropiada durante la crisis y en el periodo inmediatamente posterior, cuando una política fiscal expansiva ayudó a evitar males mayores. Sin embargo, ahora que la recuperación está en marcha, acumular grandes déficits es cada vez más peligroso. El sentimiento del mercado puede cambiar rápidamente, obligando a las administraciones a tomar medidas aún más drásticas que las que habrían sido necesarias en una fase anterior.

La consolidación fiscal no se producirá de la noche a la mañana, pero es preciso que comience ya. Las medidas que se adopten variarán de un país a otro pero, para que sean creíbles, tendrán que abordar las debilidades fundamentales del marco fiscal. Dependiendo del país, los gobiernos se enfrentan a distintos problemas, como las grandes obligaciones que habrán de afrontar en el futuro como consecuencia del envejecimiento de la población²⁰, la existencia de derechos consolidados excesivamente amplios para ser sostenibles o el desequilibrio entre las distintas fuentes de ingresos, por citar tan solo tres factores. Muchos de los cambios estructurales exigibles

Medidas
necesarias:
consolidación
fiscal...

El auge en las economías de mercado emergentes: ¿cayendo en la misma trampa?										
En porcentaje										
	Crecimiento del PIB real	Inflación	Crecimiento del crédito		Crédito/ PIB	Balance fiscal de las administraciones públicas/ PIB ¹	Balance fiscal estructural de las administraciones públicas/ PIB potencial ¹	Deuda pública/ PIB ¹	Crecimiento del precio de la vivienda	
	2010		Media 2006–10		2010				Media 2006–10	
Brasil	7,5	5,0	26,0	24,7	53,4	-2,9	-3,0	66,1
India	10,4	9,6 ²	26,8	21,8	53,5	-9,4	-10,0	72,2
China	10,3	3,3	20,3	20,2	132,0	-2,6	-2,9	17,7	10,6	11,3
	2006		Media 2002–06		2006				Media 2002–06	
Irlanda	5,3	2,7	23,4	20,3	181,4	2,9	-4,2	24,8	13,6	10,7
España	4,0	3,6	24,3	19,2	167,2	2,0	0,7	39,6	10,4	15,0
Reino Unido	2,8	2,3	13,3	10,6	170,8	-2,6	-2,8	43,1	6,3	11,1
Estados Unidos	2,7	3,2	9,6	8,3	58,9	-2,0	-2,0	61,1	7,1	8,1

¹ Estimación de abril de 2011. ² Precios al por mayor.
Fuentes: FMI, *Monitor Fiscal y Perspectivas de la Economía Mundial*; CEIC; datos nacionales.

Cuadro II.2

²⁰ Véase BPI, *80º Informe Anual*, junio 2010, pp. 71–73.

tardarán tiempo en dar sus frutos en la reducción de los déficits y por eso es importante comenzar a ponerlos en práctica desde este mismo momento. Establecer un calendario legal para su aplicación incrementaría la credibilidad de estas reformas y reduciría la incertidumbre sobre las posibles medidas de consolidación. No obstante, las promesas pierden credibilidad si no se puede controlar su aplicación.

... y nuevas
estrategias fiscales

Sin embargo, los retos en el ámbito fiscal no se limitan a la necesidad inmediata de reducir los déficits y los niveles de endeudamiento. Es preciso introducir cambios más estructurales en el sistema fiscal para evitar que se repitan los auges del crédito que en último término provocaron la crisis. El sistema fiscal tiene todavía un sesgo hacia la acumulación de deuda, por ejemplo mediante deducciones fiscales por el pago de algunos intereses. En términos más generales, habida cuenta de que los impuestos y gastos públicos supondrán una parte creciente del producto total en el futuro, las distorsiones generadas por la política fiscal adquirirán una importancia aún mayor e incluso las reformas neutras para la recaudación que reduzcan estas distorsiones podrían resultar beneficiosas.

La crisis ha puesto de manifiesto debilidades importantes en los marcos fiscales que es preciso abordar. En concreto, antes de la crisis la confección de presupuestos no tenía en cuenta la sensibilidad de las finanzas públicas a auges de precios de activos o del crédito. Si no queremos repetir este error, necesitamos mejores medidas de los déficits ajustados al ciclo, que filtren no sólo la incidencia del ciclo económico normal, sino también las consecuencias de los auges de precios de los activos. También precisamos normas fiscales que garanticen que los incrementos temporales de la recaudación se traten como tales y no lleven a pecar de optimismo al evaluar las cuentas fiscales.

Además, la estrecha relación entre la estabilidad fiscal y la estabilidad financiera durante la crisis subraya la importancia de disponer de un margen de maniobra en el ámbito fiscal para abordar futuras crisis, incluso aquellas no causadas por el sector financiero. Los gobiernos que deban hacer frente a desastres naturales, por ejemplo, podrán reaccionar antes y mejor si están en condiciones de movilizar abundantes recursos sin acercarse a sus límites de endeudamiento.

Se están creando
desequilibrios
similares en las
economías
emergentes

A fecha de hoy, numerosas economías de mercado emergentes están experimentando un rápido crecimiento, auges de sus mercados de la vivienda y un aumento del endeudamiento del sector privado. Por ejemplo, Brasil, China y la India registraron incrementos del crédito superiores al 20% anual entre 2006 y 2010, lo cual representa unos niveles iguales o superiores a las tasas de crecimiento registradas en Irlanda y España (Cuadro II.2). Las economías de mercado emergentes eludieron lo peor de la última crisis. Si toman nota de la que probablemente sea la lección más importante de esta —que prevenir es mejor que curar— podrán evitar su propia versión de la crisis.