



Miguel Sebastián

Universidad Complutense de Madrid
[@migsebastiang](#)



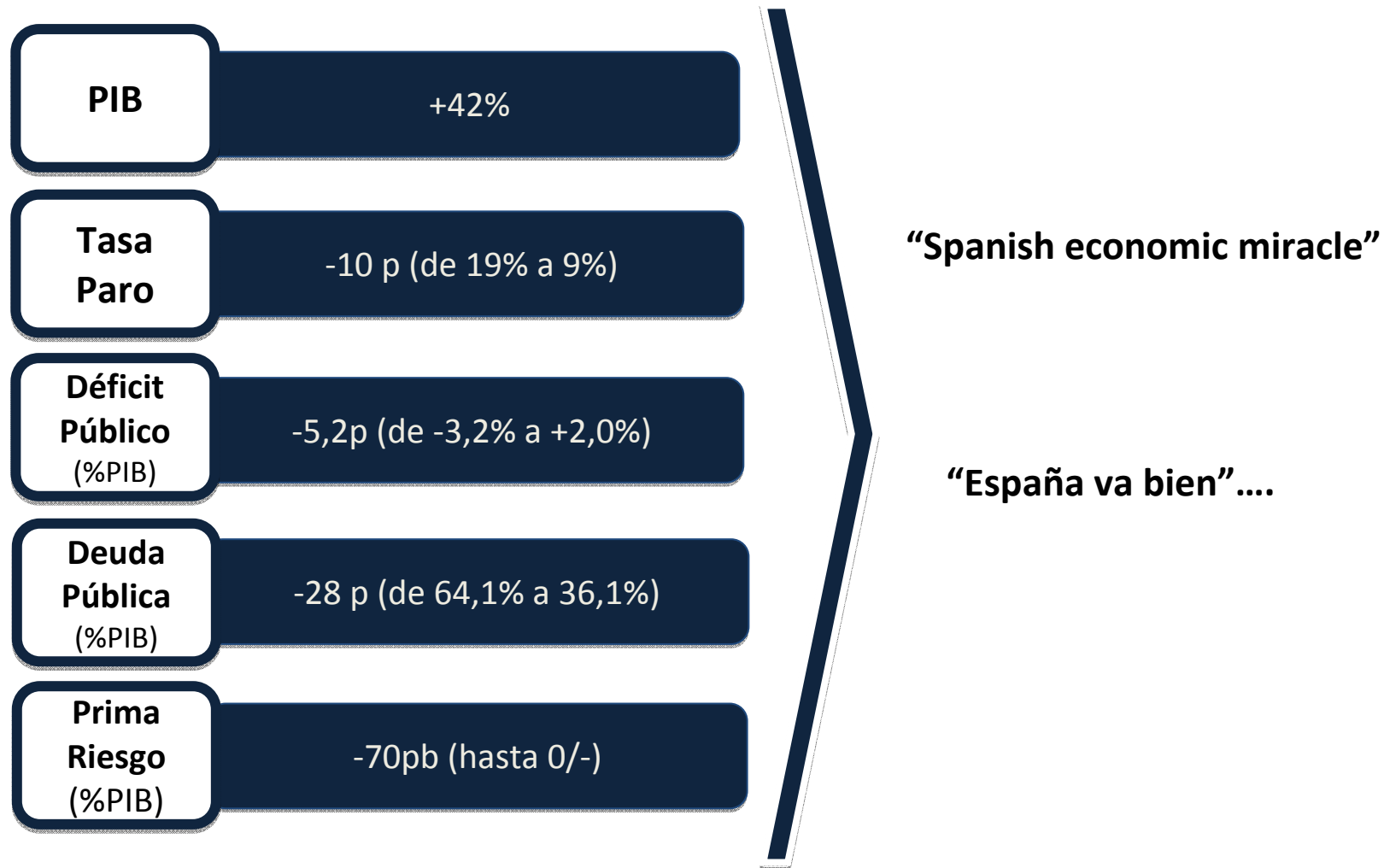
Universidad
de Valladolid

Valladolid, 10 de Noviembre de 2016

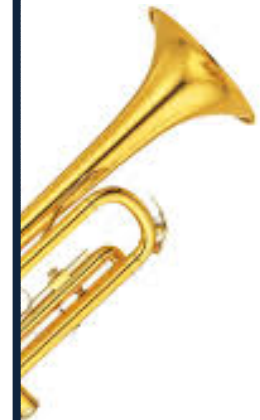
“El milagro económico español”



Resultados de la economía española 1998 a 2008:



Y estos fueron sus artífices...



Nadie, o casi nadie, se quiso dar cuenta de que, en realidad, no era una bonanza, sino un conjunto de excesos que más tarde iban a pagarse muy caros...

La Falsa Bonanza



Excesos que podemos agrupar en las siguientes categorías, no excluyentes:

1.- Los excesos macroeconómicos:
deuda privada y deuda externa

4.- El exceso de **internacionalización**

2.- El **exceso de crédito**

5.- Los excesos **energéticos**

3.- La **burbuja inmobiliaria**

6.- Otros excesos: **infraestructuras públicas y privadas, TDT, billetes**

Los primeros, los excesos macroeconómicos son, en realidad, la síntesis de todos los demás.



1.- Los excesos macroeconómicos: **La deuda privada**

La deuda privada



La deuda privada, que había permanecido estabilizada en la anterior crisis (1992-93) aumentó explosivamente desde 1998

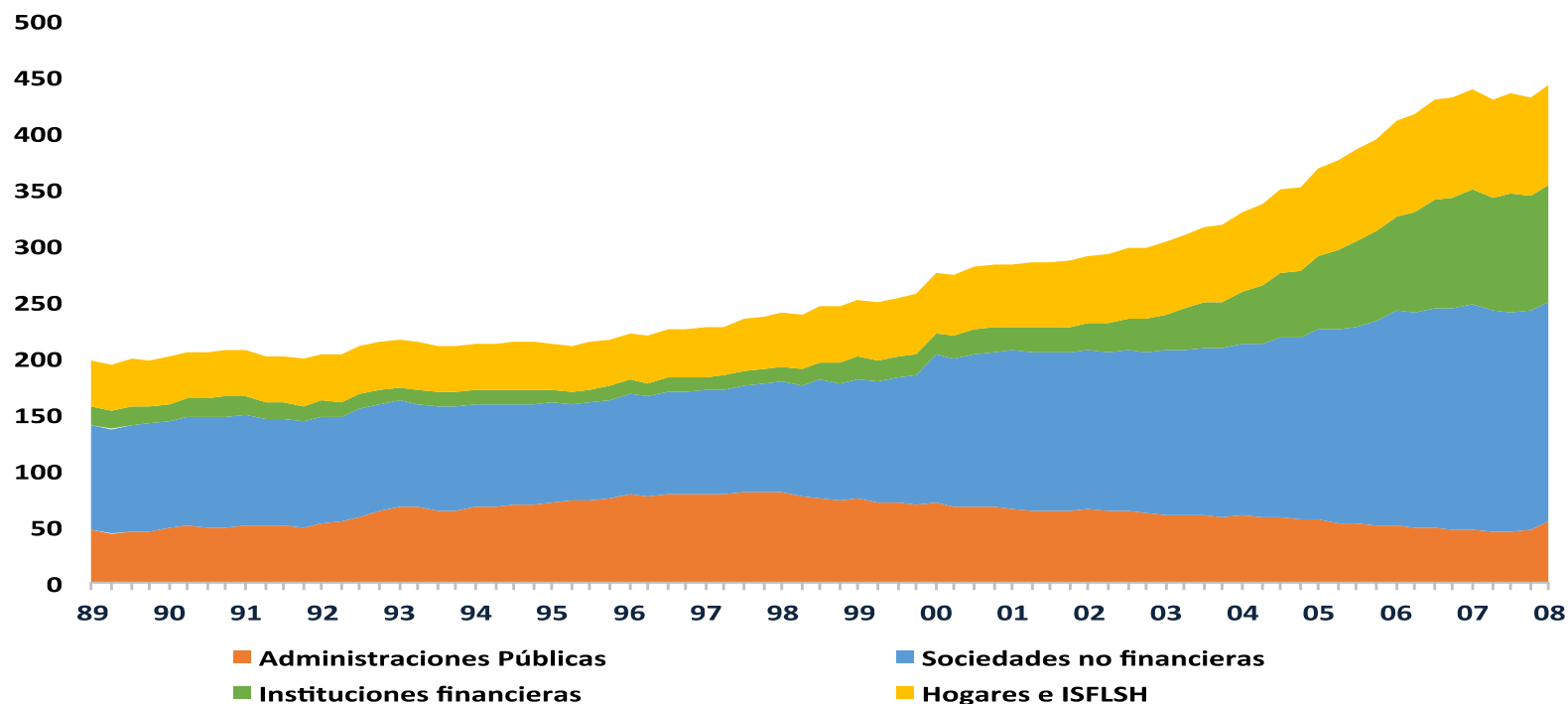
%PIB	Total	Privada	Empresas no financieras	Instituciones financieras	Familias
1989	198	151	94	16	41
1997	226	147	93	11	43
2008	430	385	196	100	89

La deuda nacional casi se duplicó, pero la **deuda privada X 2,6 veces**.
La de las empresas no financieras por lo hizo X 2,1 , las de las familias X 2,0.
Y la de las instituciones financieras X 9,1.

La deuda privada

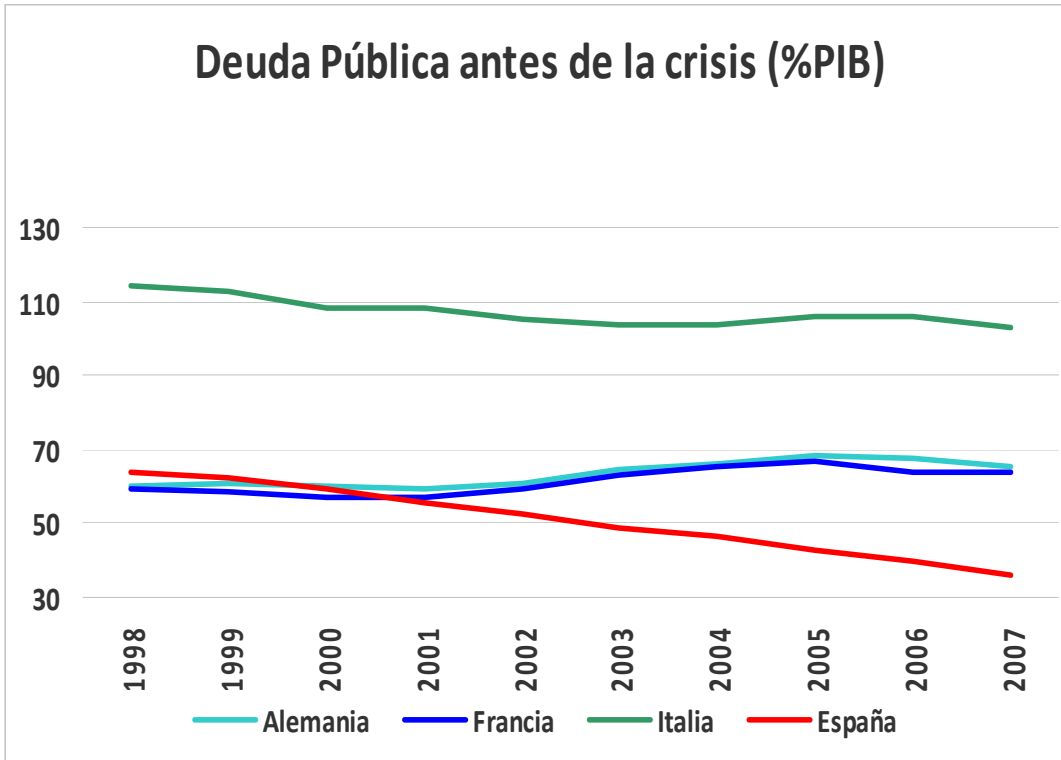


Deuda total (%PIB)



En términos absolutos, el mayor incremento se explica por las empresas no financieras y financieras. De los 430% de PIB de deuda nacional, la de las familias (que podríamos asociar a la burbuja inmobiliaria) solo representa el 90% del PIB.

La deuda privada



Deuda Pública (%PIB)

1998

2007

60

65



59

64



114

103



64

36

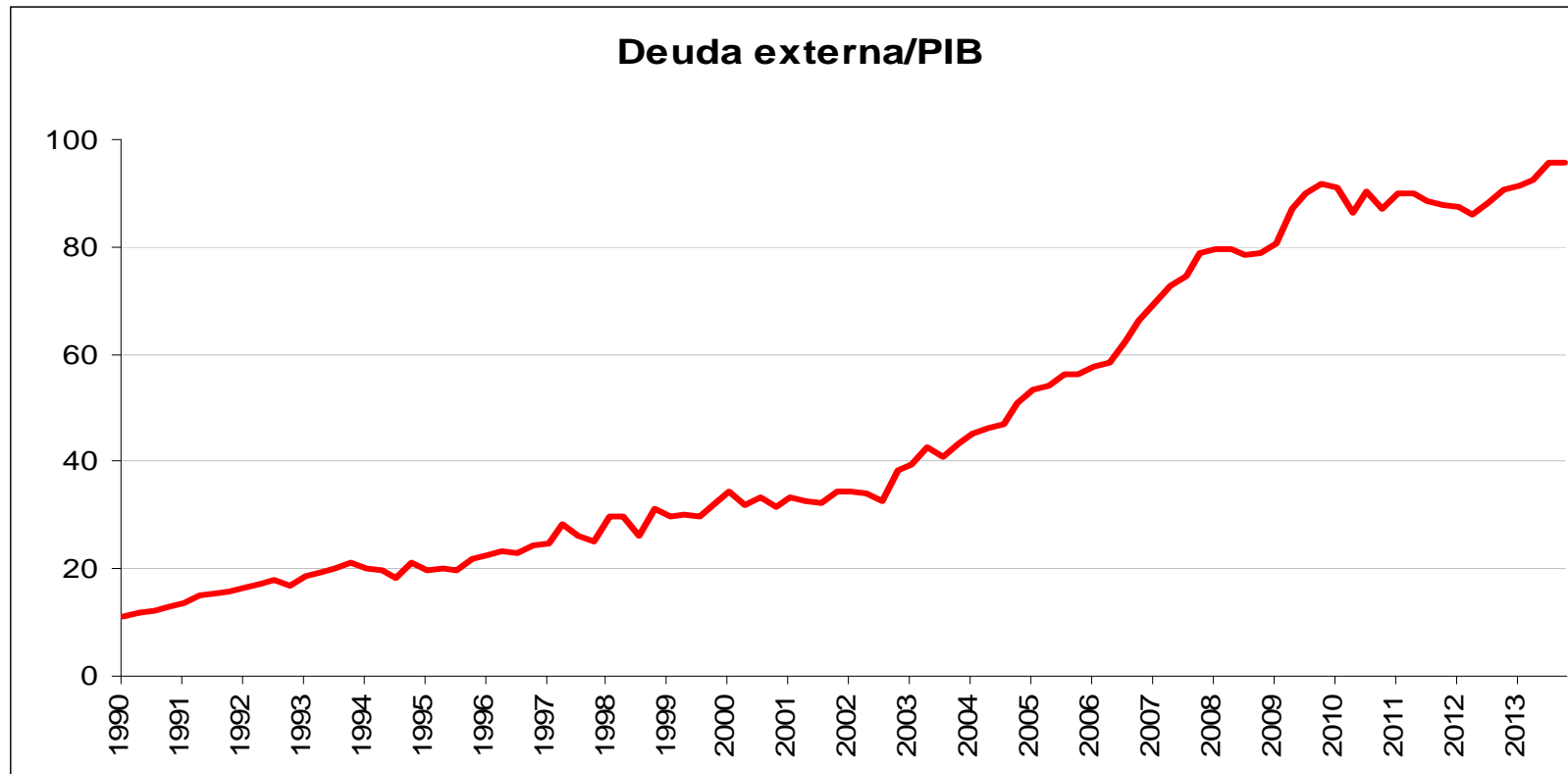


No hubo un problema de deuda pública (“se han gastado lo que no tenían..”).
España fue el país que más redujo su ratio de deuda dentro del euro.



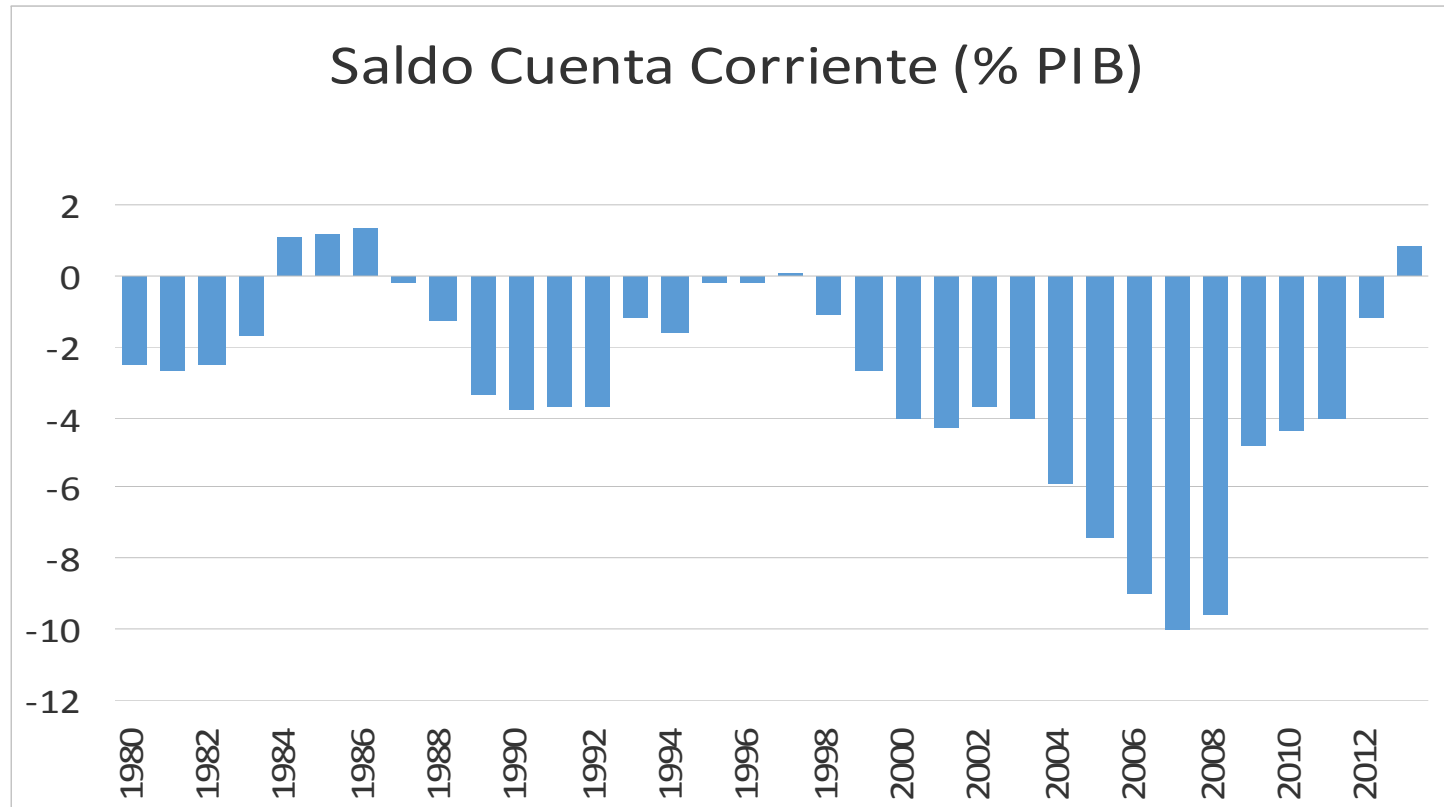
Los excesos macroeconómicos: **La deuda externa**

La deuda externa



En la anterior crisis (1992-93) y previo a las sucesivas devaluaciones, España tenía menos de un 20% de deuda externa sobre PIB. Desde 1998, su deuda externa se multiplicó por 6 en términos absolutos y por 3 en términos de PIB. Actualmente se encuentra en máximos, tanto en niveles absolutos como en % de PIB (90%).

La deuda externa



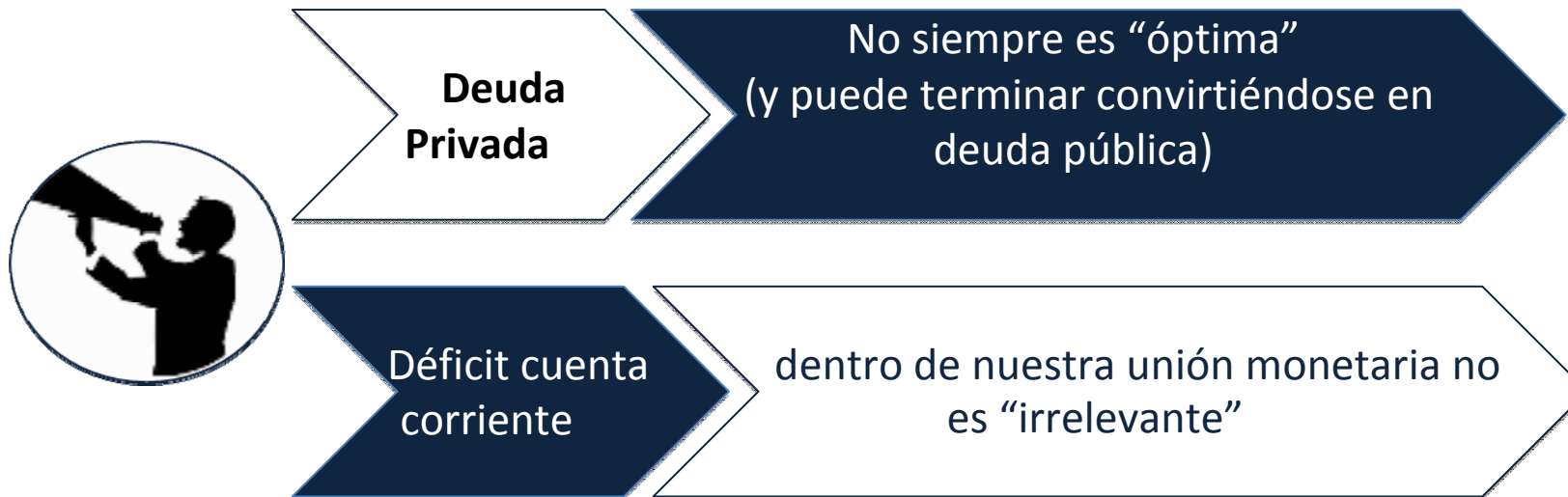
Antes del euro (1980-98), el déficit CC promedio fue 1,4% del PIB.

Tras el euro (1999-08) se situó en el 6% promedio (se cuadruplicó), alcanzando el 10% en 2007.



1.- Los excesos macroeconómicos: **La primera (auto) crítica**

La primera (auto) crítica



“Con la moneda única las restricciones de balanza de pagos desaparecen y no habrá problemas financieros derivados de la existencia de déficit por CC frente a otros estados miembros de la Unión Monetaria” (*Comisión Europea (1990): One market, One money*).

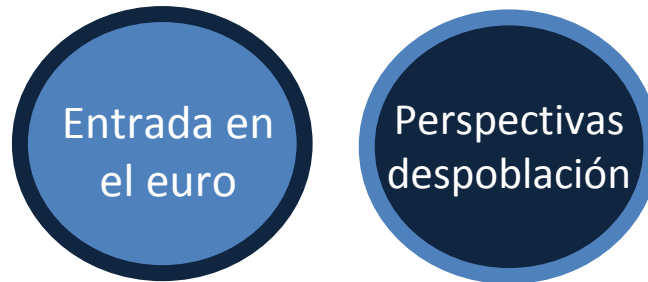


1.- Los excesos macroeconómicos: **Los desencadenantes**

Los desencadenantes



Dos factores independientes que confluyen en el tiempo:

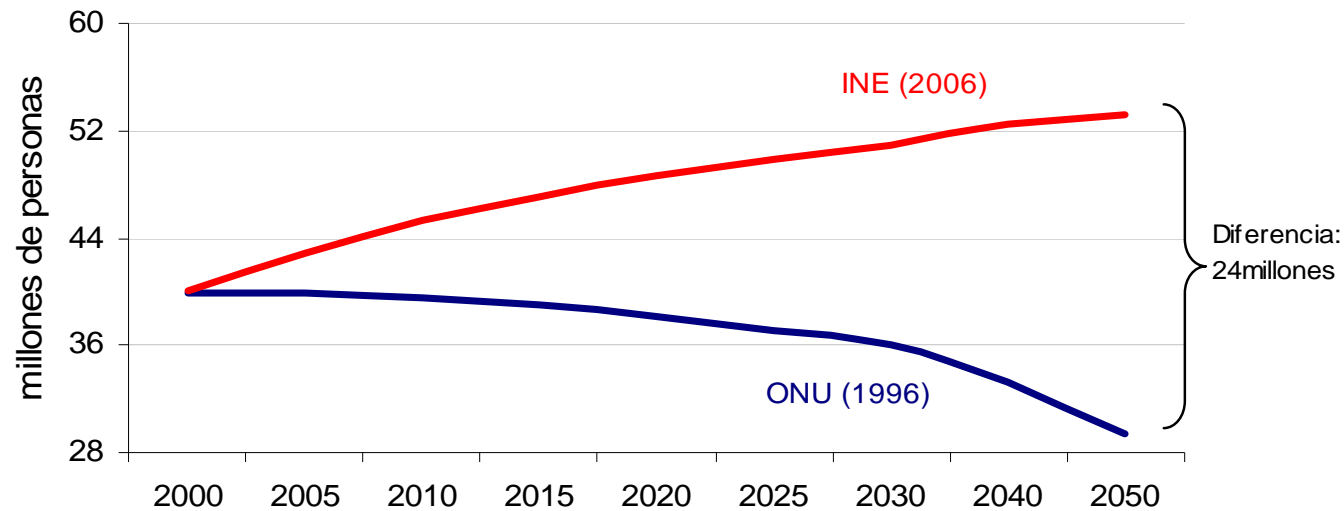


- ❖ La entrada en el euro (1999) hizo que, desde tres años antes, todo el foco de preocupación macroeconómica se centrara en los criterios de acceso (Maastricht): **déficit público, deuda pública e inflación**. El resto de la agenda, se ignoró. **EL EURO NOS “ANESTESIÓ”**
- ❖ Además, la entrada en el euro provocó una avalancha de capital extranjero y una fuerte caída de los tipos de interés, que alimentaron la burbuja de crédito y el endeudamiento privado. **EL EURO NOS DESESTABILIZÓ**

Los desencadenantes



Perspectivas de despoblación: La ONU publica a finales de 1996 sus previsiones para España. que se resumen en:



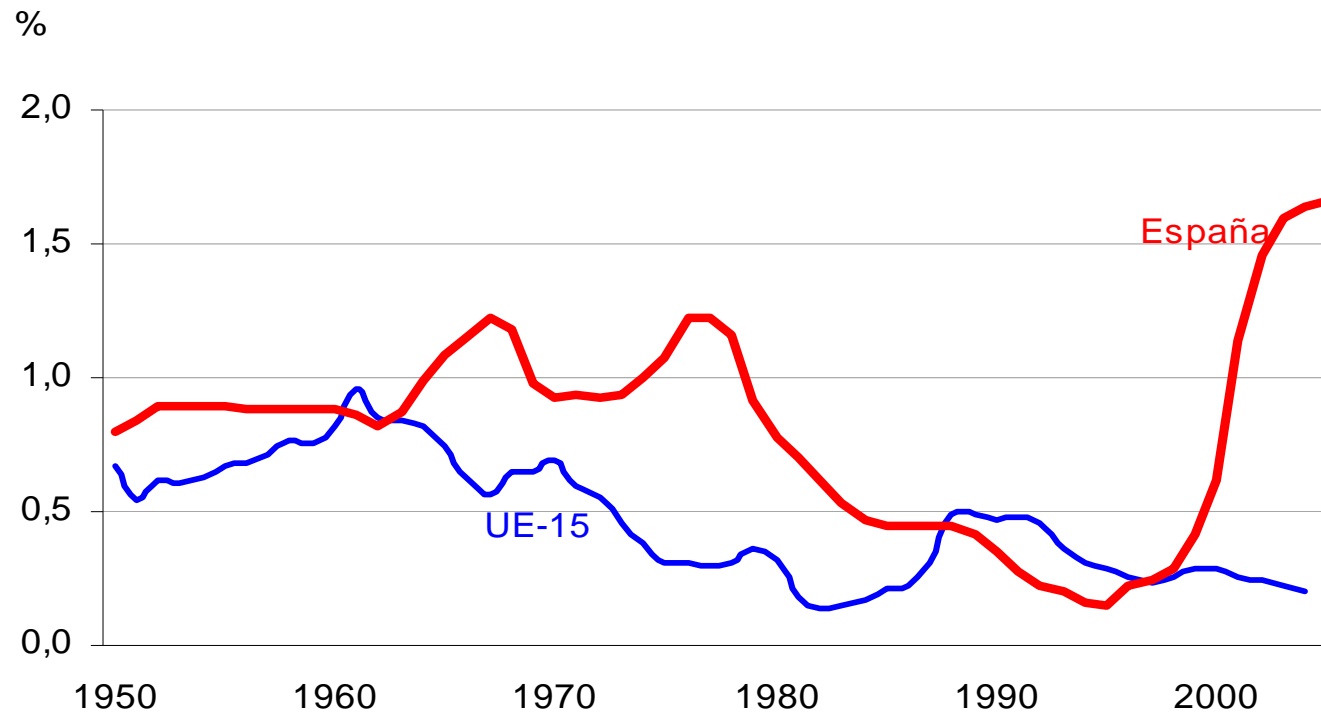
Estas perspectivas fueron un factor de empuje a las empresas líderes españolas (sector servicios) a invertir en el exterior (Latinoamérica), buscando mercados con mucha población.

Además, se abrió la entrada a la inmigración extranjera masiva

Los desencadenantes



El fenómeno de la inmigración masiva



Dos impactos: (1) abaratar los costes de mano de obra de los sectores intensivos en trabajo y (2) elevar la demanda de vivienda. Ambos factores agudizaron la incipiente burbuja y el boom inmobiliario, alimentados por el descenso de los tipos de interés.

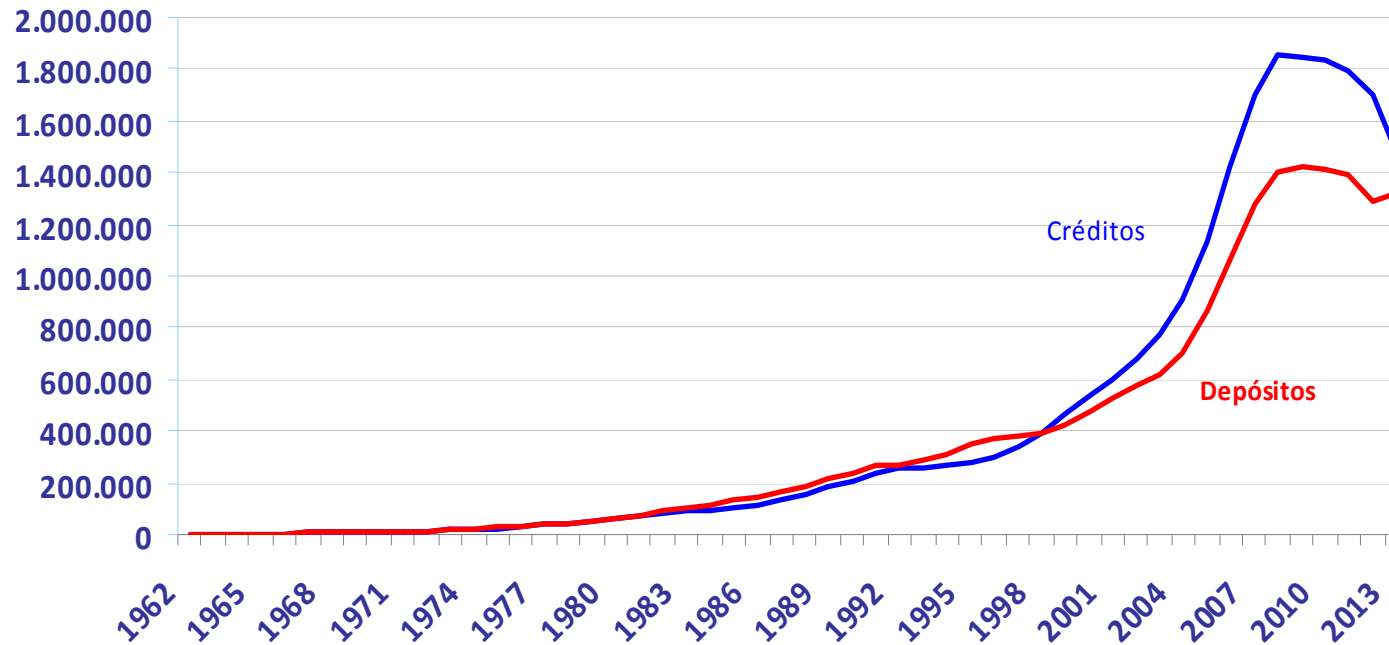


2.- El exceso de **crédito**

El exceso de crédito

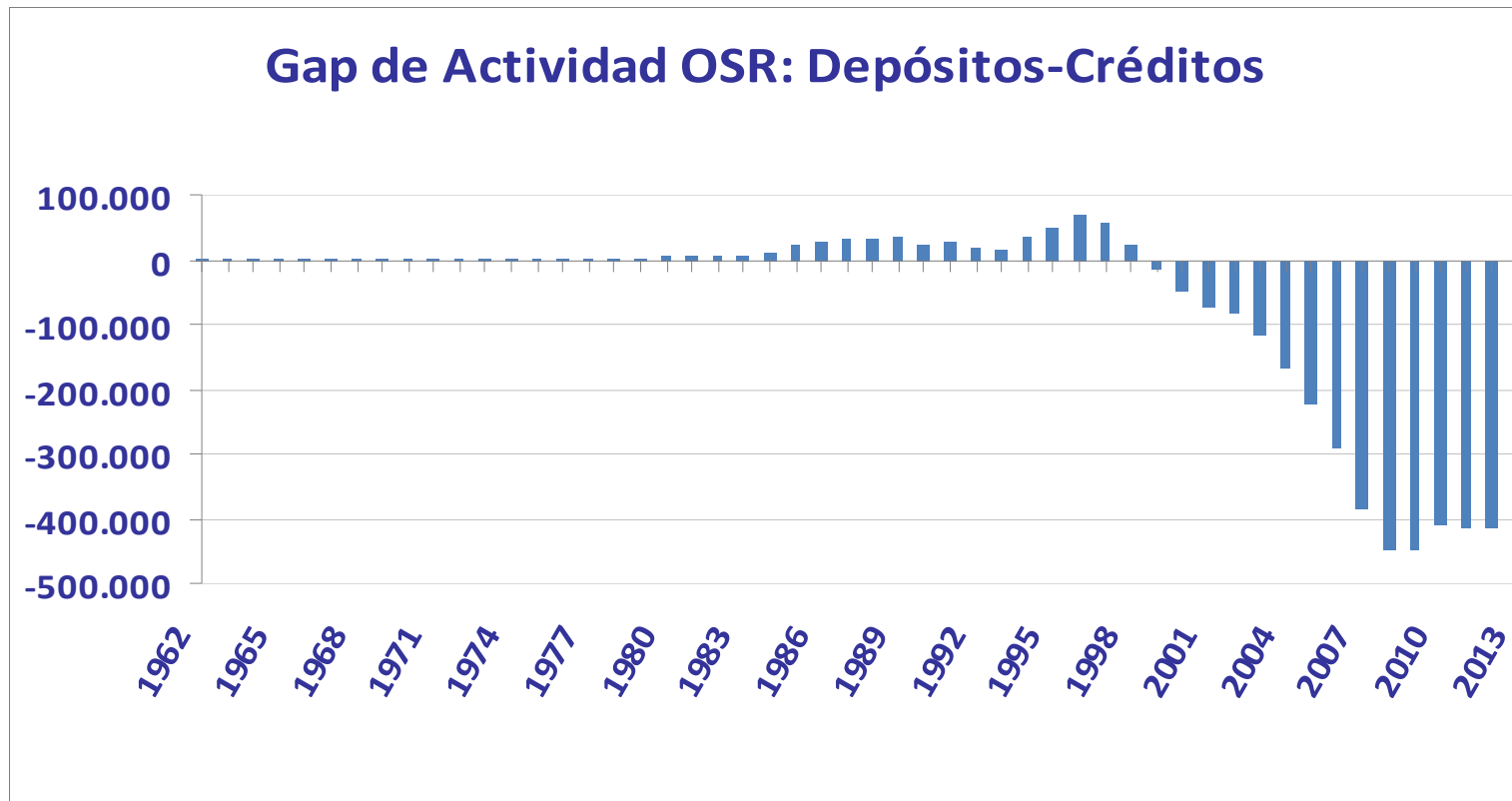


Créditos y Depósitos en España



Desde 1960 hasta 1997, los créditos y los depósitos crecían de la mano, y a unas tasas coherentes con el crecimiento nominal de la economía. A partir de 1998 se produce una explosión crediticia. Los bancos necesitaron compensar las bajadas de tipos de interés (menos margen) con mayores volúmenes.

El exceso de crédito



No sólo aumentó el crédito, también cambió la forma en la que los bancos lo financiaban: además de la captación de fondos por parte de los clientes (depósitos) se acudía a la financiación exterior: mercado interbancario y mercado de capitales.

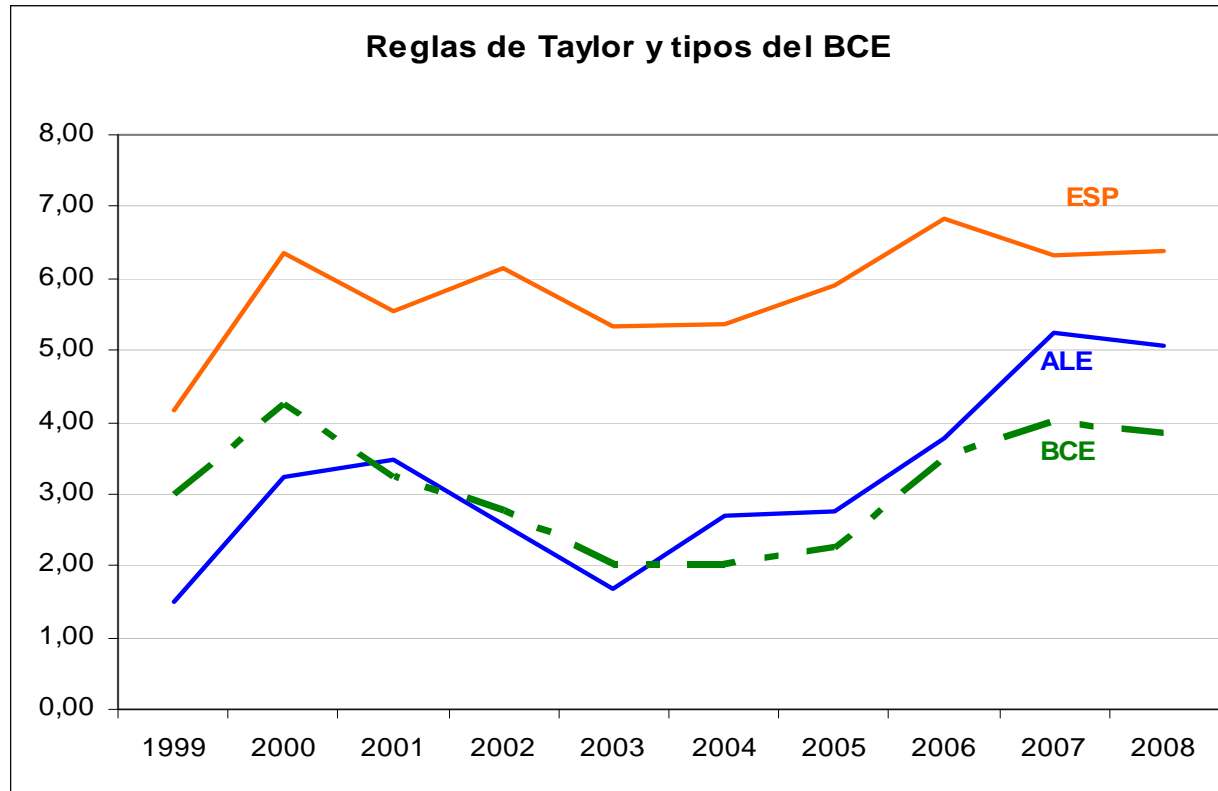


2.- El exceso de crédito: las causas

El exceso de crédito: Las causas (1)



Una política monetaria inapropiada

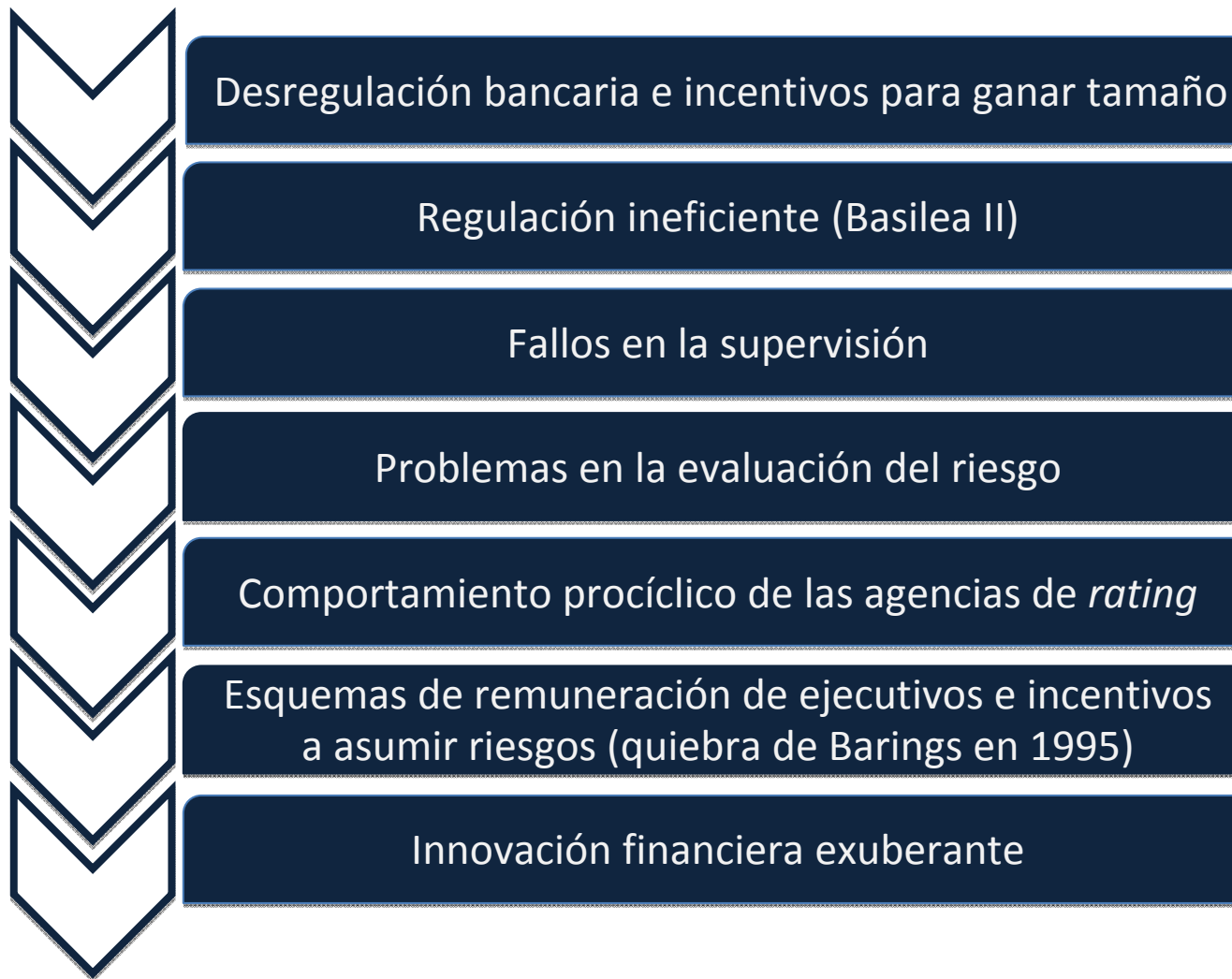


De un problema de “un mismo traje para diferentes tallas” a un traje que era claramente amplio para todos, incluso para Alemania. El BCE aún no ha hecho autocrítica de este período. Ni de la subida de tipos en julio de 2008.

El exceso de crédito: Las causas (2)



Una industria financiera global con serios problemas...



El exceso de crédito: Las causas (3)



Una industria financiera doméstica muy idiosincrática:



El exceso de crédito: la segunda (auto)crítica



- ❖ No ha habido el menor atisbo de auto crítica por parte del BCE (política monetaria).
- ❖ Tampoco por el BdE (regulación/supervisión/alerta), pese a que suele dar lecciones y recomendaciones sobre una variedad de temas relacionados con la economía (mercado laboral, política fiscal, Cataluña...).
- ❖ Ni tampoco por parte del sector financiero, pese a las ayudas recibidas, tanto explícitas como implícitas (LTRO, AFD...).

En cuanto a la auto crítica: no se nos ocurrió proponer medidas regulatorias que enfriaran el exceso de crédito, dada una política monetaria demasiado laxa.

Por ejemplo, la dación en pago.

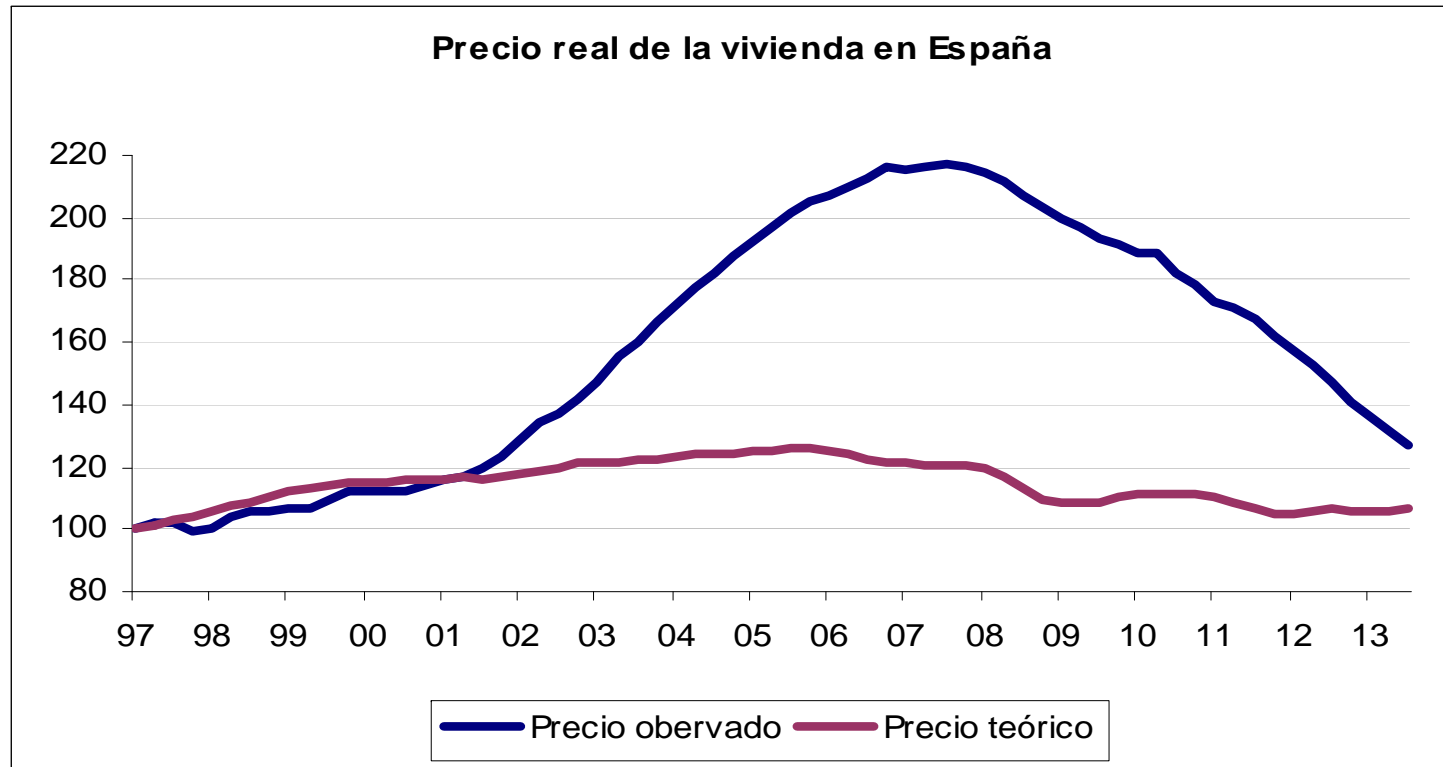


3.- La Burbuja Inmobiliaria

“La Burbuja Inmobiliaria”



Distinción entre “burbuja” (precios) y “boom” (cantidades)



Una “burbuja” (de precios) tiene lugar cuando la demanda (y el precio) se dispara por las propias expectativas de revalorización, no por factores “fundamentales”. Las burbujas tienen un problema de medición, y no se confirman hasta que no se pinchan.

La Burbuja Inmobiliaria



¿Qué hacer ante una burbuja de precios?:

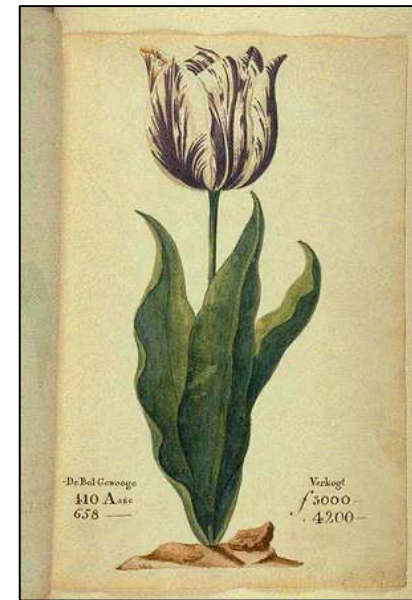
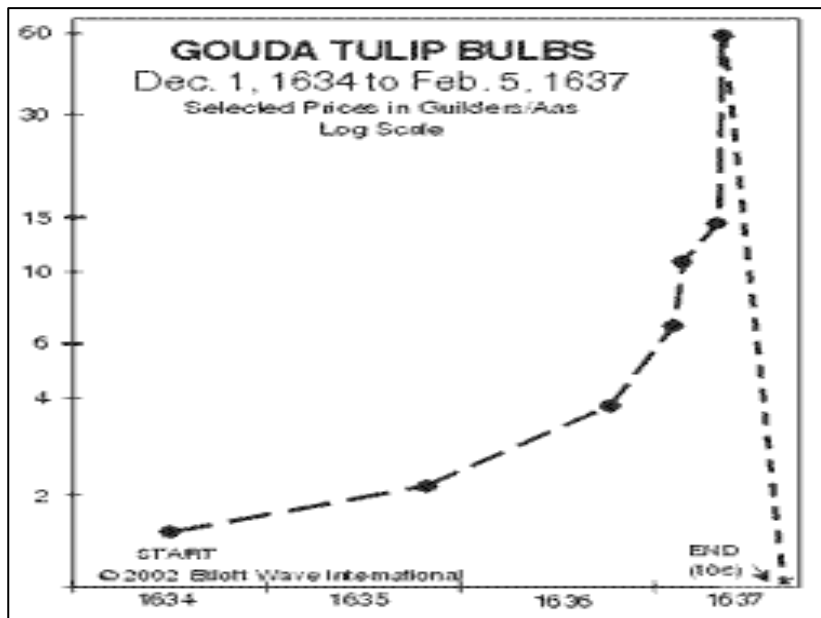
- ❖ Nada, esperar a que se pinche sola.
- ❖ Tratar de pincharla con herramientas monetarias, fiscales o regulatorias.
- ❖ Tratar de contrarrestarla con más oferta (“boom”)

El peor de los mundos es elegir la tercera opción. Es tratar de solucionar un problema creando otro mayor: el boom inmobiliario.

La Burbuja Inmobiliaria



Los tulipanes (1636-37): burbujas (de precios) sin boom.

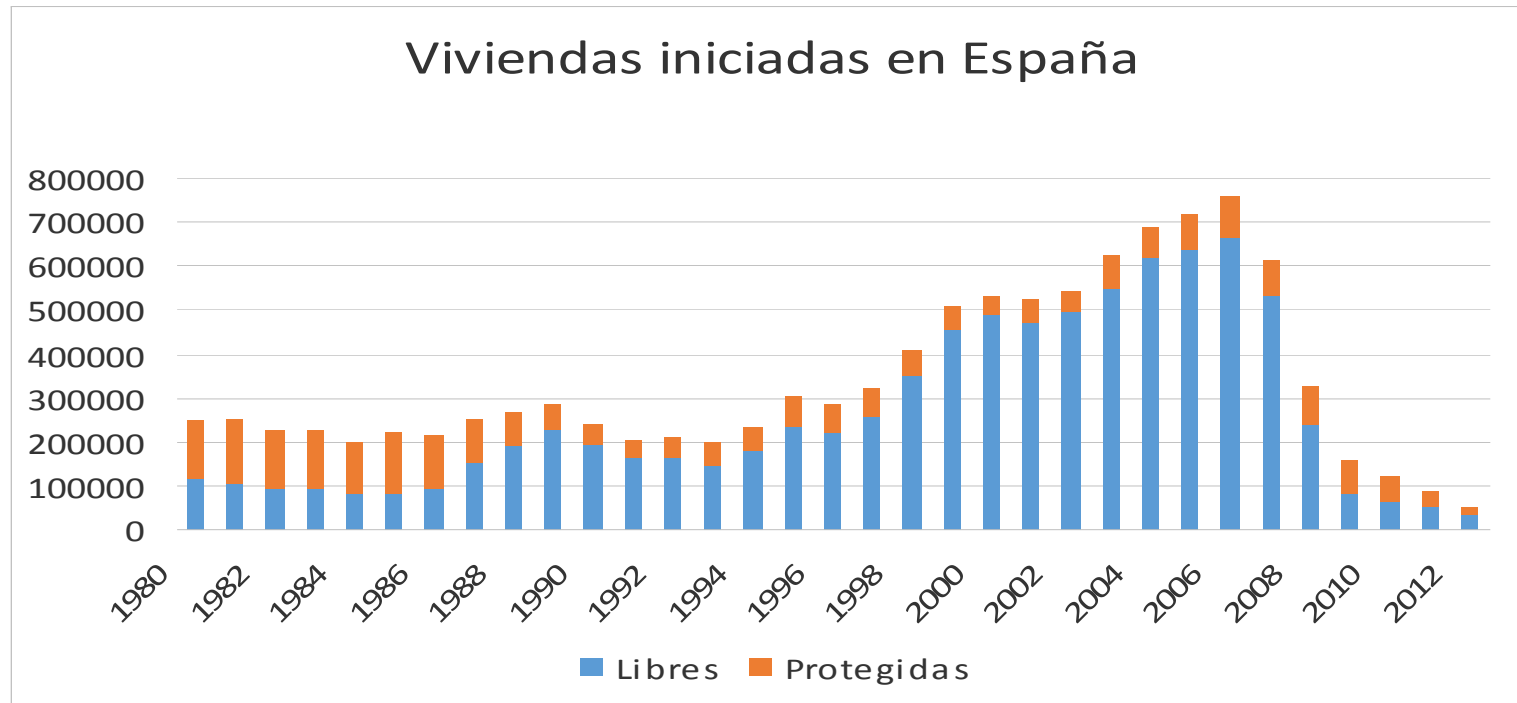


En Holanda en el siglo XVII tuvo lugar una burbuja de precios de los bulbos de tulipanes, que al pincharse provocó enormes efectos riqueza. Pero afortunadamente, no se les ocurrió contrarrestarla con un cultivo masivo de tulipanes.

La Burbuja Inmobiliaria



Por el contrario, en España se optó por el “boom inmobiliario” (Ley del suelo y su extensión posterior a las CCAA)



En 2003 el número de viviendas construidas en España fue mayor que el número de viviendas que se edificaron ese año en Alemania, Francia, Italia y Reino Unido juntos (600.000). ¿Motivo de preocupación? En absoluto. Fue motivo de orgullo patrio.

La Burbuja Inmobiliaria



Al pincharse, no sólo un efecto riqueza y financiero. También un fuerte impacto sobre el empleo y la actividad económica.

Aparatos domésticos	62%
Artículos de cerámica	86%
Madera	25%
Comercio al por mayor	20%
Comercio al por menor	21%

El efecto arrastre del sector inmobiliario, tanto en el boom como en la crisis afecta a TODOS los sectores: construcción, sector financiero, industria auxiliar, comercio, servicios (arquitectos, agencias, notarios...), energía, restauración. Y, por supuesto, a todas las AAPP. (sobre todo CCAA y Ayuntamientos)

La Burbuja Inmobiliaria: tercera (auto)crítica



¿Por qué no pinchasteis la burbuja? (pregunta clásica):

¿“Teorema de imposibilidad”?

Quizás es exagerado hablar de “imposibilidad”, pero es muy difícil pinchar una burbuja por:

- ❖ Dificultad en el diagnóstico (sólo se “confirman” cuando estallan) (Newton)
- ❖ Dificultad en los instrumentos (unión monetaria, fiscal, bancaria....)
¿Instrumentos domésticos?
- ❖ Dificultad política (los costes de “aguar la fiesta”)

Por ello, lo mejor es: tratar de evitar que se formen, actuar preventivamente con políticas macro y microeconómicas. Hablar de ellas (no negarlas). Y nunca responder a una “burbuja” creando un “boom”.

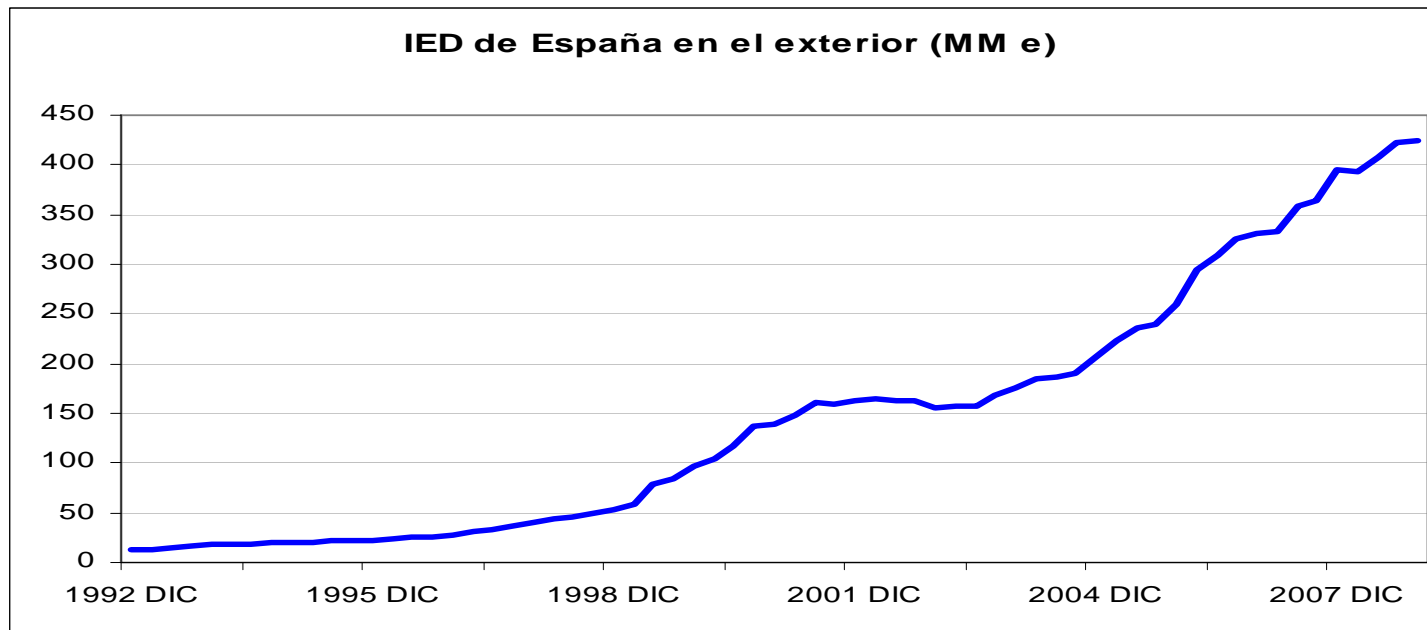


4.- El exceso de **internacionalización**

El exceso de internacionalización



Por internacionalización se entienden muchas cosas diferentes: exportaciones, traslado de producción al exterior, accesos a contratos en el exterior e **inversión española directa en el exterior**. Me refiero sólo a este tipo.



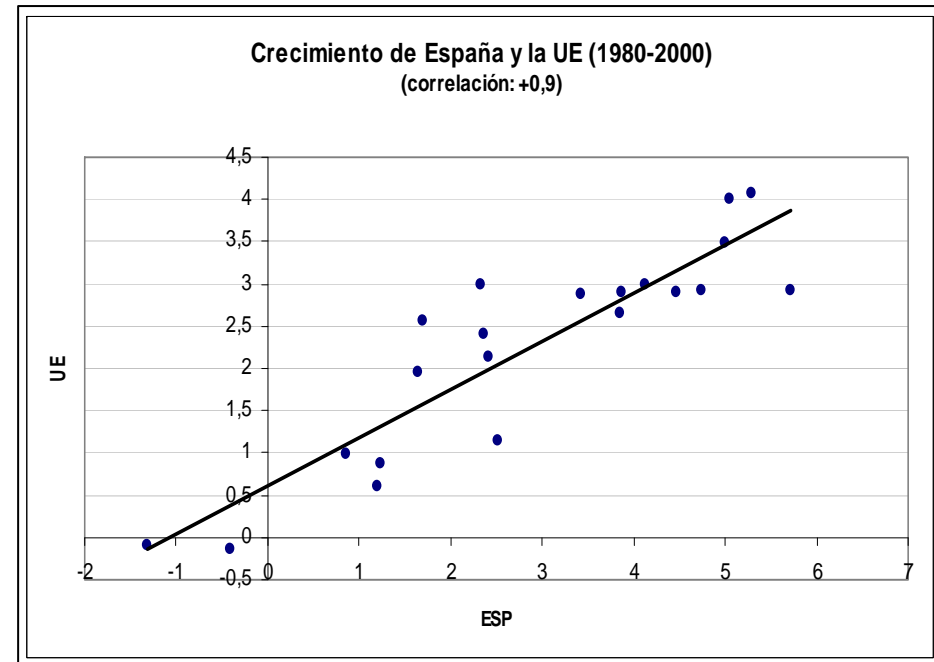
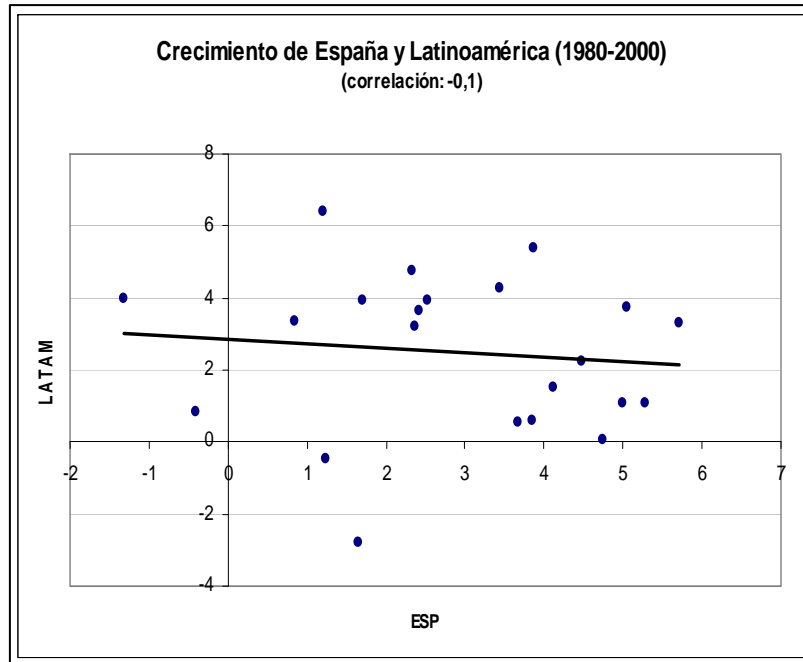
Dos etapas de boom de inversión española en el exterior:

1. Coincidiendo con la entrada en el euro, y dirigida a Latinoamérica, fundamentalmente
2. Coincidiendo con el pico de deuda corporativa, y dirigida a países de la OCDE.

El exceso de internacionalización



La 1ª es la que llamo “internacionalización razonable”: Estratégica, barata, rentable, coordinada, duradera y que aprovecha el potencial de diversificación económica (correlación cíclica negativa entre España y Latinoamérica)

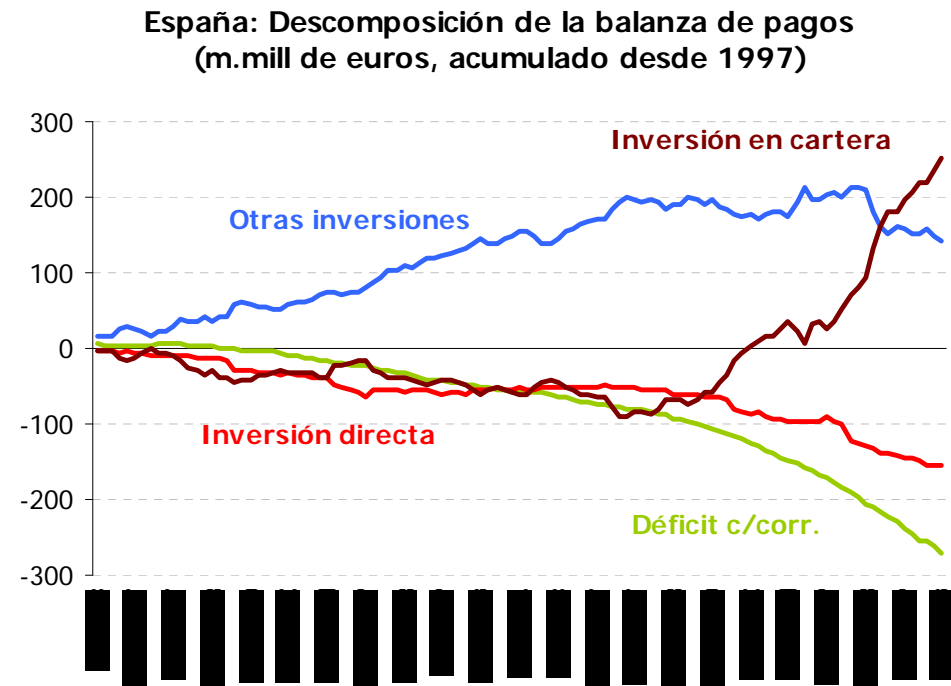
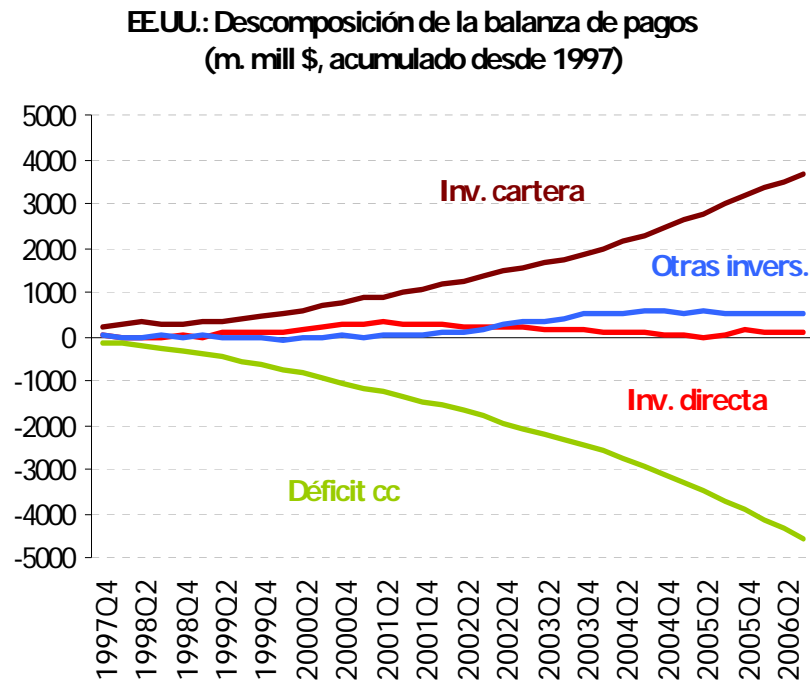


Por el contrario, la 2ª, dirigida a países de la UE, con los que no hay posibilidad de diversificación, ha sido: cara, descoordinada, de ida y vuelta y financiada con deuda. Explica en torno a los 300.000 M € del aumento de deuda corporativa.

El exceso de internacionalización



Para ilustrar que ha habido un “exceso”, podemos comparar las balanzas de pagos de España y EE.UU., otro país con fuerte déficit por cuenta corriente:



La economía EEUU financia su déficit corriente con inversión en cartera. No realiza apenas IED en el exterior y no tiene que acudir a préstamos bancarios.

En España, ocurre lo contrario, para el mismo déficit CC, la IED explica el endeudamiento corporativo (“otras inversiones”)



5.- Los excesos energéticos

Los 3 excesos energéticos



- ❖ El despilfarro energético y las resistencias al ahorro y eficiencia energética
- ❖ El déficit tarifario, otra fuente de deuda privada
- ❖ **El despliegue de las renovables, sobre todo la fotovoltaica**

Coste de la energía fotovoltaica



Al ser un país pionero, no aprovechamos el abaratamiento de la curva de costes tecnológicos. No fuimos “demasiado lejos”, pero sí “demasiado rápido”.

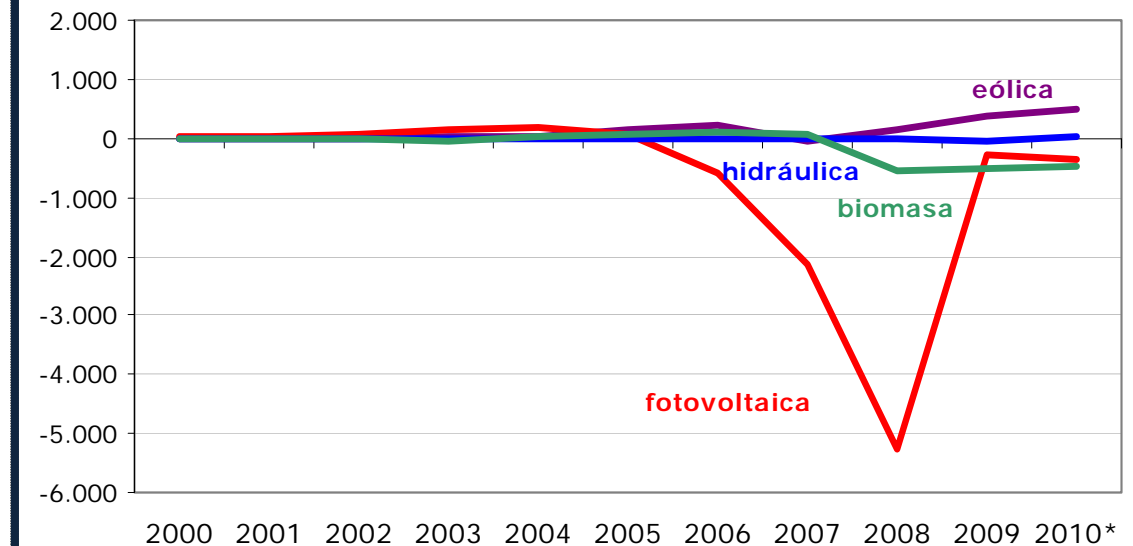
Los excesos energéticos



Además, al ser un país pionero, cometimos una serie de errores regulatorios, que deben servir de lección para otros:

- ❖ Suelos (huertos) en lugar de techos.
- ❖ Primas fuera del Presupuesto público.
- ❖ Ausencia inicial de topes en la remuneración.
- ❖ A más oferta, más precio.
- ❖ Energía como producto financiero (especulación)

Saldo comercial de bienes generadores de energías renovables (M€)



El resultado fue que se instalaron 3000MW (el objetivo eran 480MW) con un coste de 75.000 M, a costa de los consumidores, y provocando un notable déficit externo



6.- Otros excesos: infraestructuras públicas y privadas,
TDT, billetes

Los otros excesos



❖ Aeropuertos vacíos y deficitarios

	Mantenimiento anual*	Deuda*	Pasajeros (en-nov 14)
Badajoz	3.2	33.15	36.934
Lleida	N.D	N.D	25.800
León	5.35	120.41	21.041
Burgos	3.33	82.33	20.709
Salamanca	5.1	53.61	16.682
Logroño	6.58	78.84	11.272
Vitoria	12.23	152.55	6.496
Córdoba	4.46	126.75	6.186
Albacete	3.58	33.68	1.311
Huesca	3.37	75.32	259
Ciudad Real	18	N.D	0
Castellón	4.75	N.D	0
Murcia	N.D	N.D	0

*Millones de €

Otros:

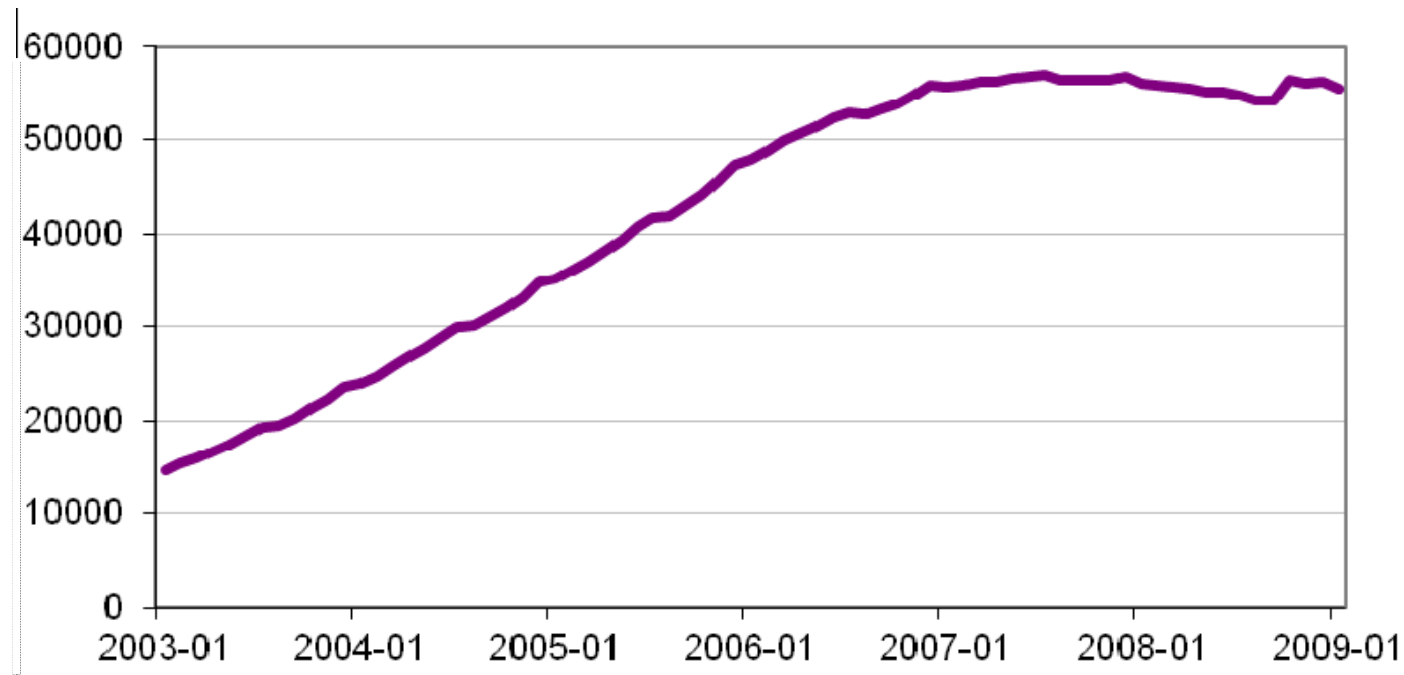
- ❖ Puertos sin barcos
- ❖ AVEs sin pasajeros
- ❖ Ciclos combinados parados
- ❖ TDT: canales por un tubo

Los otros excesos



Exceso de billetes en circulación

Valor billetes de 500 en circulación en ESP (M de €)



España tiene el 10% de los billetes de 50€ de la zona euro, algo que es coherente con su peso económico relativo, pero llegó a tener el 30% de los billetes de 500. Con un valor cercano a los 60.000M (el rescate financiero fue por 40.000M).
¿Cómo aflorarlo?



7.- Los retos pendientes

Los retos pendientes



Si releemos lo que se decía hace 10-12 años sobre los retos que tiene la economía española, resulta llamativo que la lista se mantiene, e incluso se ha ampliado (a 16):



Los retos pendientes



Entorno empresarial poco competitivo

El déficit por cuenta corriente crónico

Una fuerte dependencia energética

El tamaño empresarial

La excesiva bancarización

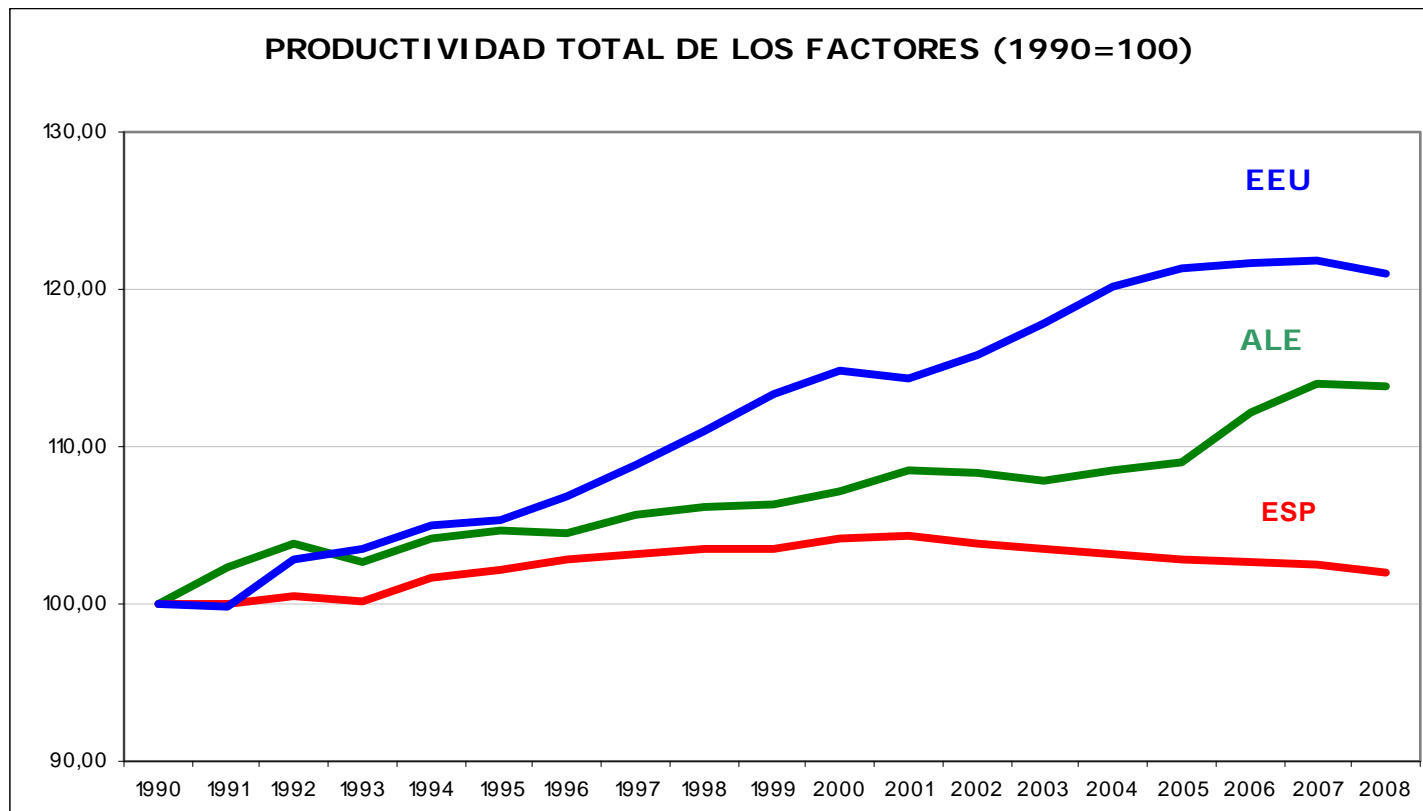
Un exiguo espíritu emprendedor

La pérdida de peso del sector industrial

Un sistema fiscal injusto y complejo

Todas estos retos se pueden sintetizar en uno solo, que refleja hasta que punto el “milagro económico” español fue una “falsa bonanza”:

Los retos pendientes: la productividad



En la “década milagrosa”, la PTF de ESP no creció NADA (-1%), frente a un crecimiento del 7% en Alemania y del 9% en EEUU. Y desde 1990 apenas lo hizo en un 5%, frente al 14% de Alemania y el 27% de EE.UU.



8.- La Falsa Bonanza: **Conclusiones**

La Falsa Bonanza: Conclusiones



1.- No hubo “milagro económico”, sino una acumulación de excesos que estallaron con la crisis financiera global.

2.- Estos excesos se producen sobre variables que, de entrada, son “buenas”, lo que dificulta su diagnóstico. ¿Se pueden repetir?

3.- Tenemos problemas con los instrumentos para atajar dichos excesos a escala doméstica.

4.- Y hay un problema de “economía política”: los costes de actuar contra los excesos (“aguafiestas”).

5.- Tras el boom y la crisis, nos damos cuenta de que los retos estructurales siguen vigentes. ¿realmente ha habido reformas? ¿Cuándo hay que hacerlas?



Miguel Sebastián

Universidad Complutense de Madrid
[@migsebastiang](https://twitter.com/migsebastiang)



Universidad
de Valladolid

Valladolid, 10 de Noviembre de 2016

Anexo



Propongo la creación o refuerzo de 4 agencias clave:

- ❖ La Agencia de Evaluación de Políticas Públicas, dependiente del Parlamento (que incluya informes vinculantes sobre los proyectos de inversión en infraestructuras).
- ❖ La Autoridad Fiscal Independiente, vinculada al Parlamento, y que valore la posición cíclica y estructural de la política fiscal, y evalúe las reformas fiscales llevadas a cabo por las AA.PP.
- ❖ La Agencia Estatal de Innovación, de nueva creación, dependiente del Parlamento, que gestione todos los recursos públicos destinados a I+D+i con criterios científicos y de excelencia.
- ❖ Una Unidad de Vigilancia de la Estabilidad Macroeconómica, dependiente del Parlamento (vigile la deuda privada, el déficit por cuenta corriente, el exceso de crédito, los precios inmobiliarios y los riesgos del sistema financiero).