

La doble recesión: un breve apunte

por Jesús Fernández-Villaverde
(University of Pennsylvania y Fedea)

Con cierta frecuencia, se observan en las economías de mercado dobles recesiones (o en “W”). Con ello nos referimos a situaciones donde una primera recesión es seguida por una segunda recaída poco tiempo después, normalmente con una breve y tímida recuperación intermedia de solo unos trimestres. El ejemplo más clásico son las recesiones gemelas de EE.UU. en 1980 y 1981-82.

Estas dobles recesiones suelen estar causadas porque la política económica no ha sabido resolver los problemas subyacentes a la primera recesión o porque las decisiones que se acometieron para afrontar la crisis han tenido consecuencias contraproducentes. Las dobles recesiones normalmente ocurren, además, en situaciones en las que la crisis original era particularmente profunda.

La actual situación de la economía española es un reflejo de este patrón casi de libro de texto. Hemos entrado en una segunda recesión en buena medida por errores en la política económica pero también porque la profundidad de la primera recesión era tal que casi nos condenaba a ello.

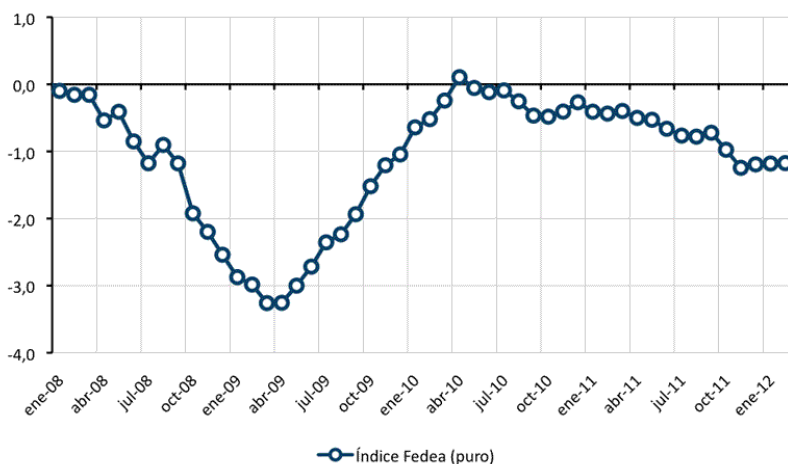


Figura 1: Índice Fedea de actividad económica desde enero de 2008 hasta la actualidad

En la figura 1 aparece el Índice Fedea de actividad económica desde enero de 2008 hasta la actualidad. Este índice, actualizado semanalmente, intenta capturar la situación cíclica de la economía española por medio

de la síntesis de distintas series (PIB trimestral, matriculaciones, afiliaciones a la seguridad social, índice de confianza, etc.). Esta síntesis no descansa en ningún modelo económico o en el juicio subjetivo de los analistas sino simplemente en métodos estadísticos de extracción de señal. El índice está normalizado a cero: valores superiores a cero indican que la economía crece por encima de su media histórica y valores por debajo indican que crece menos que esta media. Las unidades son varianzas: así un valor de -2 se interpreta como que la economía está en una situación peor que en el 97.5% de los trimestres de la serie histórica.

La figura 1 nos muestra como la economía entró en una fuerte caída en la primera mitad de 2008 que se convirtió en un desplome en la segunda mitad de ese año. El índice tocó fondo a principios de 2009 por debajo de -3, un nivel nunca visto desde que tenemos contabilidad nacional moderna. Este número resume, mejor que ningún otro, lo profundo del estallido de la burbuja inmobiliaria. 2009 fue un año de recuperación: los mercados financieros se estabilizaron, la política monetaria mundial se tornó muy expansiva y, en el caso de España, la política fiscal tiró notablemente de la demanda agregada. Por ello, a principios de 2010, el índice de la economía española recuperó valores positivos. Como esta recuperación iba unida a una reducción de nuestro déficit comercial (y por tanto de los bienes y servicios a los que teníamos acceso), los españoles la sintieron aún menos.

A partir de ese momento, sin embargo, la economía se estancó y comenzó a perder fuerza. Y aunque de una manera más lenta que en la primera recesión, también de forma inexorable. El proceso se agudizó en el otoño de 2011 y coincidió con una nueva oleada de problemas en los mercados de deuda soberana. Así, a principios de marzo de 2012, la economía española se encuentra de nuevo en el medio de una segunda recesión que se prolongará, con alta probabilidad, al menos varios trimestres más.

¿Por qué hemos tenido esta recaída? España entró en recesión en 2008 como consecuencia de una crisis financiera causada por el estallido de la burbuja inmobiliaria. Desafortunadamente, estas crisis financieras son bastante comunes en el mundo: entre 1970 y 2002, hubo 88. ¿Qué ocurrió en estos 88 casos

en los años siguientes a la crisis? Lo primero es que, de media, la caída del PIB se prolongó tres años y la recuperación fue lenta y dolorosa. Lo segundo es que estas largas caídas y anémicas recuperaciones son peores cuando, al comienzo de sus problemas, el país afectado estaba invirtiendo un porcentaje alto de su PIB y el déficit exterior era grande. Esto era justo la situación de España en 2008, con un altísimo porcentaje de inversión y un grandísimo agujero comercial. Es decir, que a comienzos de 2008, España se enfrentaba a un doloroso y largo proceso de ajuste. Que en 2012 sigamos en una situación similar no es pues de extrañar ni atípico dada la experiencia histórica. Los desequilibrios de la economía española eran tan serios que no se iban a curar ni en 1 ni en 2 años.

La segunda razón es que la salida de las crisis bancarias se facilita si las instituciones financieras se reestructuran a fondo, lo que sanea los balances y facilita el flujo de nuevo crédito. Japón, en los años 90 del siglo pasado, es una prueba lapidaria: hasta que sus bancos no empezaron a limpiar sus balances de verdad, su economía estuvo estancada. El problema en España es que las cajas de ahorros, por problemas directamente vinculados con sus estructuras de gobernanza, decidieron no aceptar la realidad. En vez de sanear su situación, se dedicaron por muchos meses a la acrobacia contable y a unas fusiones que solo generaron entidades más sistémicas pero igual de mal gestionadas y con tan poco futuro como las anteriores.

La tercera razón es que el tirón de la demanda agregada que efectuó la política fiscal no era sostenible. Aunque España había entrado en la crisis con una deuda pública reducida y una situación presupuestaria aceptable (aunque menos favorable que la que parecía pues si descontábamos la cantidad de ingresos tributarios asociada la burbuja, seguíamos teniendo déficit estructural), la rápida caída de los ingresos y la fuerte subida del gasto nos llevó a déficits por encima del 11% del PIB. Estos déficits y la ausencia de un proceso de reestructuración financiera causaron una fuerte inquietud entre los inversores, especialmente en una situación de alta aversión al riesgo y profunda incertidumbre. Mientras que el gobierno repetía una y otra vez nuestros bajos niveles de deuda pública, los inversores miraban con temor tanto los déficits futuros como los potencialmente gigantescos costes de rescatar el sistema financiero. Es más, y quizás no sin

falta de razón, los inversores tampoco veían un plan claro que garantizara la solvencia futura de las cuentas públicas. La actitud del BCE y de la Unión Europea, con constantes titubeos y su falta de liderazgo profundizaban estas preocupaciones pues, en el marco de una unión monetaria, los países miembros están expuestos a crisis auto-confirmadas de liquidez en sus mercados de deuda incluso cuando su solvencia esta garantizada. 2009 fue mucho mejor de lo que hubiera sido porque pedimos prestado masivamente. En otras palabras: en 2009 nos comimos parte de nuestra renta futura. Esto, sencillamente, no podía continuar y ahora tenemos que pagar por ello. La situación es más compleja de lo que debería ser como consecuencia de los errores en el diseño de la eurozona pero esto no nos debe servir de excusa para olvidar nuestros propios errores de cálculo.

En resumen: la combinación de la profundidad de la crisis inicial, el no haber reestructurado lo suficiente el sistema financiero y una consolidación fiscal impuesta por haber agotado los márgenes de actuación de España en los mercados financieros nos han llevado a la difícil situación actual. Una mala coyuntura internacional y las tensiones en el mercado de petróleo de las últimas semanas no han hecho más que incrementar los riesgos.

España, en Marzo de 2012, se enfrenta a dos grandes “vientos de cara”. El primero, es que el desapalancamiento privado apenas ha comenzado. El segundo es la consolidación fiscal pendiente. Ambos procesos, a los que como hemos explicado estamos obligados por una sencilla razón de sostenibilidad, van a pesar sobre la demanda agregada por muchos años, al menos hasta el 2015-2016. Las únicas alternativas para combatir estos malos vientos son profundizar el proceso de reformas estructurales para incrementar la productividad de la economía española y con ello, la demanda de consumo e inversión interna de aquellas familias y empresas menos afectadas por la deuda e incrementar nuestras exportaciones.

Este proceso de reformas estructurales es el que nos permitirá efectuar la consolidación fiscal con más tranquilidad. Mientras que es cierto que España tiene que limpiar sus cuentas públicas, tampoco debemos hacerlo con una excesiva prisa, pues esto agravaría la recesión innecesariamente y podría hacer peligrar el necesario consenso de la sociedad. La política fiscal es y deber ser empleada como un instrumento clave

en la estabilización macroeconómica de la economía española. A la vez debemos ser conscientes que, una vez que nos hemos endeudado, los grados de flexibilidad de la misma son muy pequeños. Una política exitosa deberá saber navegar entre la Escila de una consolidación demasiado rápida, que nos hunda en una espiral de recesión y deterioro presupuestario adicional, y la Caribdis de un continuo retraso en el proceso de ajuste.

Finalmente, una reflexión. Aunque desde 2009 hasta hoy se ha hecho mucho (incluida una reforma constitucional), España sigue encarando problemas económicos graves. Las dos recientes subastas de liquidez del BCE nos han otorgado unos meses de tranquilidad en los mercados de deuda para completar, de una vez por todas, los deberes que debimos hacer hace mucho tiempo. El estar en medio de esta segunda recesión es el mejor argumento para perseverar en nuestros esfuerzos.