

## Interrogantes sobre la recuperación económica en España

Los datos de los últimos meses han sido esperanzadores para la economía española. Se han registrado las primeras cifras positivas de crecimiento intertrimestral y el impulso, que inicialmente provenía solo del sector exterior, se empieza incluso a notar en algunos componentes de la demanda interna.

Entre los analistas, nacionales e internacionales, estos indicadores positivos plantean diversos interrogantes: ¿A qué velocidad se podrá reducir la tasa de paro? ¿Cuán frágil es el proceso de recuperación? Y, finalmente, ¿se trata de una recuperación suficientemente sólida para corregir los desequilibrios de deuda que aún atenazan al sistema económico español?

La cuestión del vigor de la salida de la recesión se debe abordar desde dos perspectivas. En primer lugar, el crecimiento del PIB que es plausible esperar y, a continuación, en qué medida dicho crecimiento puede ser generador de puestos de trabajo. Con relación al ritmo de expansión del PIB, la experiencia nos dice que, tras recesiones de deuda como la que hemos sufrido, las reactivaciones son muy débiles. En el caso que nos ocupa esperamos una expansión muy moderada, que para 2014 se cifra en el 0,8% interanual. A pesar de su moderación, este crecimiento debería ser suficiente para cambiar el tono del mercado de trabajo español. Tras la reforma laboral introducida en 2012, el mercado ha ganado en flexibilidad. Las nuevas reglamentaciones laborales han permitido a las empresas acomodarse mejor al ciclo económico con un uso más eficiente de sus plantillas. Si el cambio de ciclo se consolida, a mediados del año que viene ya se podría registrar una tasa de crecimiento interanual positiva de la ocupación.

La segunda gran cuestión es la fragilidad del proceso de recuperación. Y ahí, claramente, las noticias son menos esperanzadoras. La reactivación española se fundamenta en los ajustes de precios, costes y presupuestos que se han llevado a cabo, pero es también el resultado en gran medida de la intervención del Sr. Draghi el año 2012, asegurando a los inversores internacionales que haría todo lo que estuviera en su mano para garantizar la integridad de la zona euro. La política europea está, en parte, detrás de la reactivación y explica el retorno a España de flujos de capitales muy significativos, tanto en inversión directa como financiera y de cartera. Estos flujos, sin embargo, pueden ser volátiles y a lo largo de los próximos meses la evolución de los mercados financieros internacionales será determinante. Si se mantiene una situación de calma y baja volatilidad, la creciente liberación de la restricción de liquidez puede incluso llevar a la economía a tasas de crecimiento en torno al 1%. Si por el contrario las turbulencias, tal vez originadas por la política monetaria norteamericana, asolan los mercados e incrementan la aversión al riesgo será difícil que una economía vulnerable como la española evite los efectos adversos. El crecimiento, entonces, sería prácticamente nulo.

Finalmente, algunos analistas cuestionan que la recuperación económica española pueda ser suficiente para sobrellevar la pesada carga de deuda acumulada durante los últimos diez años. Sobre esta cuestión es preciso advertir que la deuda más relevante es la exterior, es decir, aquella en manos de no residentes. Si bien la deuda bruta es importante en términos de liquidez, cuando hablamos de capacidad de devolución, el concepto más importante es la deuda neta, es decir, descontando los activos que los residentes poseen en el exterior. Para España, esta deuda se sitúa en aproximadamente el 90% del PIB. Su reducción hasta cifras cercanas al 30% del PIB, más sostenibles a largo plazo, va a exigir durante bastantes años elevados saldos positivos por cuenta corriente, del orden del 2% en media. ¿Es esto posible? Algunos pensamos que sí, que el cambio del sector exterior es estructural, que permanecerá en el tiempo, puesto que se ha logrado sin recurrir como antaño al mecanismo artificial de la devaluación nominal. Pero conforme la reactivación económica se vaya consolidando existe el riesgo de que se produzca un nuevo deterioro del saldo exterior debido al crecimiento de las importaciones. Por ello, para culminar con éxito el proceso de restablecimiento del equilibrio externo, será necesario persistir en las mejoras de competitividad exterior que se basan en el control de costes y precios y las mejoras de productividad.

**Jordi Gual**  
Economista Jefe  
30 de noviembre de 2013