

ESADE

DEPARTAMENTO
DE ECONOMÍA

ABRIL 2010

INFORME ECONÓMICO



Con la colaboración de:



INFORME ECONÓMICO

<http://itemsweb.esade.edu/biblioteca/archivo/informeeconomicoabril2010.pdf>



Departamento
de Economía
ESADE



ESADE

INFORME ECONÓMICO

Abril 2010

Departamento de Economía ESADE

Av. Pedralbes, 60-62
08034 Barcelona
Tel. 932 806 162
Mateo Inurria, 27E
28036 Madrid
Tel. 913 597 714
Av. del Libertador
17.165
Buenos Aires
www.esade.edu

Coordinación editorial y maquetación

Sintagma, edicions corporatives
Tuset, 19, 4t 3a
08006 Barcelona
tel. 93 241 32 70
www.edisintagma.net

INFORME ECONÓMICO

Departamento de Economía ESADE

Abril 2010

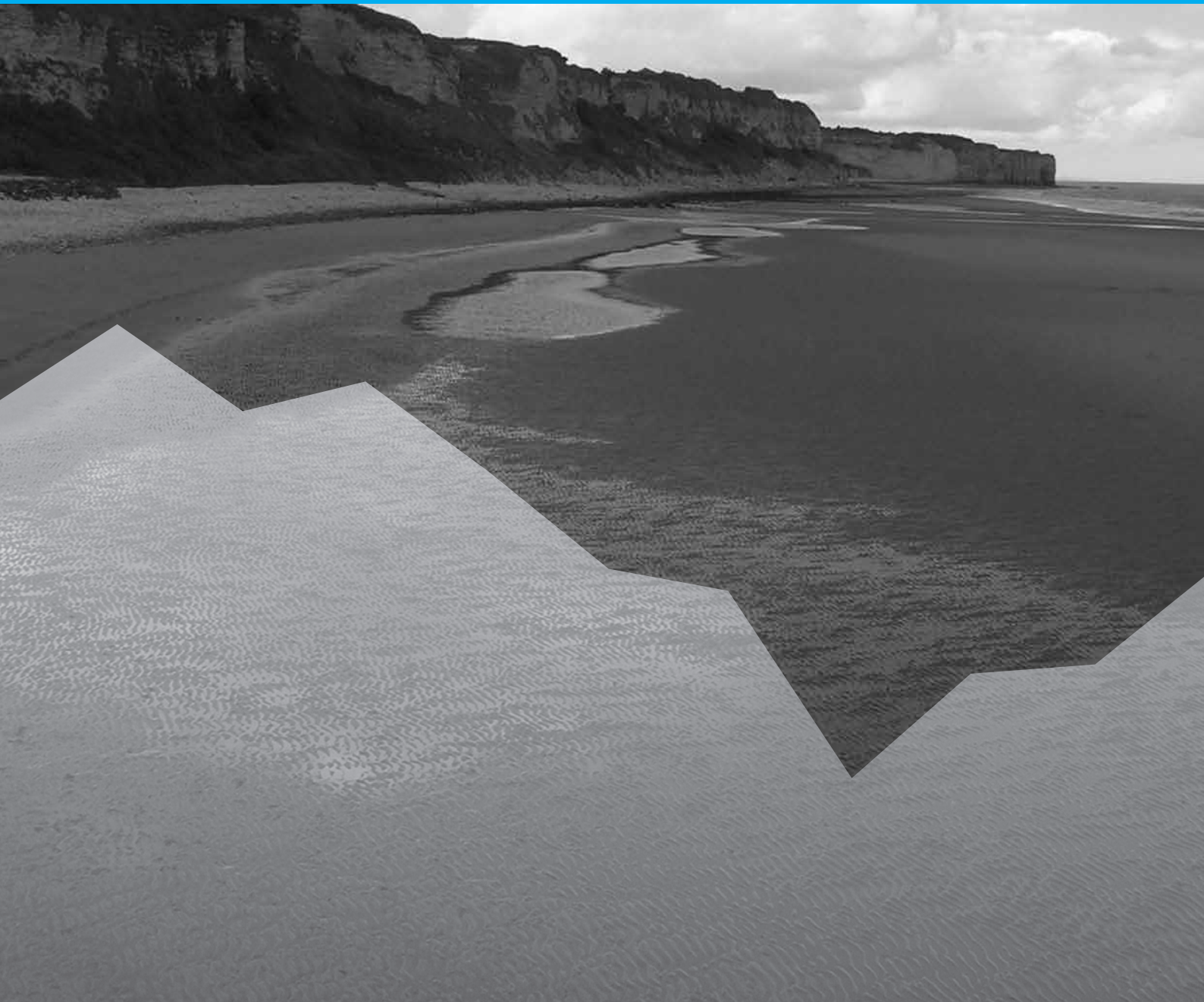
EDITORIAL 5

ANÁLISIS Y PREVISIÓN
DE LA COYUNTURA ECONÓMICA 7

Economía mundial 9
Economía de la zona euro 22
Economía española 32

Prof. Fernando C. Ballabriga
Prof. Josep M. Comajuncosa

Editorial



La hora H de la economía española



La economía mundial ha entrado en 2010 con perspectivas de recuperación después del colapso del periodo 2008-2009. La recuperación es incipiente y dispar y viene de la mano de un estímulo fiscal y monetario sin precedentes, cuyo calendario de retirada constituirá el tema de debate coyuntural durante 2010. Pendientes de solución quedan los dos temas básicos subyacentes en el estallido de la crisis: el sistema financiero y su reforma y la corrección de los desajustes globales en las cuentas externas, con Estados Unidos y China como países centrales en este último caso. Ambos temas estarán en el centro del debate económico en el futuro próximo, y de su solución satisfactoria dependerá la recuperación duradera de la actividad económica mundial.

En este contexto global, la Unión Europea debate sobre la reparación de la primera grieta en su Unión Económica y Monetaria. Desde su introducción en 1999 la moneda única ha desplegado sus ventajas, pero actualmente, algo más de una década después, comienza a desplegar sus inconvenientes. El problema se concreta en la existencia de fuertes desajustes en las cuentas externas de los distintos Estados Miembros para cuya corrección ya no pueden recurrir a la política monetaria y cambiaria propias. La tensión generada ha levantado nuevamente dudas sobre la viabilidad del proyecto de moneda única, el más ambicioso de los acometidos en el proceso de integración europea. Evidentemente, el tema no es menor, y también será centro de debate en el futuro próximo.

España lucha por restablecer sus constantes vitales en este contexto europeo y global. Superados al menos temporalmente los peores pronósticos sobre la economía mundial, el recurso a la crisis internacional como causa de nuestros problemas ya no sirve y España trasluce con claridad la identidad propia de su crisis. El diagnóstico es muy serio: país altamente endeudado con su modelo de generación de renta dañado. Frente a este diagnóstico el tratamiento no ha estado ni está a la altura. El recurso al endeudamiento por parte de las Administraciones Públicas está agravando el endeudamiento externo y conduciendo a la economía española hacia zonas de alto riesgo. Las medidas fiscales y estructurales que reconduzcan la evolución de la deuda hacia zonas de solvencia son ya ineludibles. No hacerlo sería una irresponsabilidad social. Es la hora H de la economía española.



COYUNTURA ECONÓMICA



**Análisis y previsión
de la coyuntura económica**

Prof. Fernando C. Ballabriga
Prof. Josep M. Comajuncosa
Departamento de Economía ESADE



Análisis y previsión de la coyuntura económica

ECONOMÍA MUNDIAL: UNA RECUPERACIÓN PENDIENTE DE CONSOLIDACIÓN (Y CON PELIGROS)

ALGUNAS BUENAS NOTICIAS (Y OTRAS NO TAN BUENAS)

La peor parte de la crisis parece haberse superado, pero existen diferencias importantes entre las distintas economías y se mantiene la incertidumbre sobre la fragilidad de la recuperación.

La economía mundial volverá a crecer en el año 2010 después de haber experimentado en 2009 un retroceso sin precedentes desde la Segunda Guerra Mundial. Este inicio de la recuperación debe atribuirse a las políticas públicas llevadas a cabo de forma generalizada en toda la economía global. El rescate del sistema financiero, el decidido recorte de los tipos de interés por parte de los principales Bancos Centrales y los importantes paquetes de impulso fiscal llevados a cabo en las economías desarrolladas y en un buen número de economías en desarrollo han surtido efecto y propiciado la recuperación. Estas medidas han contribuido a aumentar la confianza, a mantener la demanda a nivel global y han servido también para normalizar en parte las condiciones financieras.

Sin embargo, esta recuperación se distribuirá de forma muy dispar entre las distintas regiones del planeta e incluso entre distintos países de una misma región. La zona que más contribuirá a ese crecimiento serán las economías emergentes y

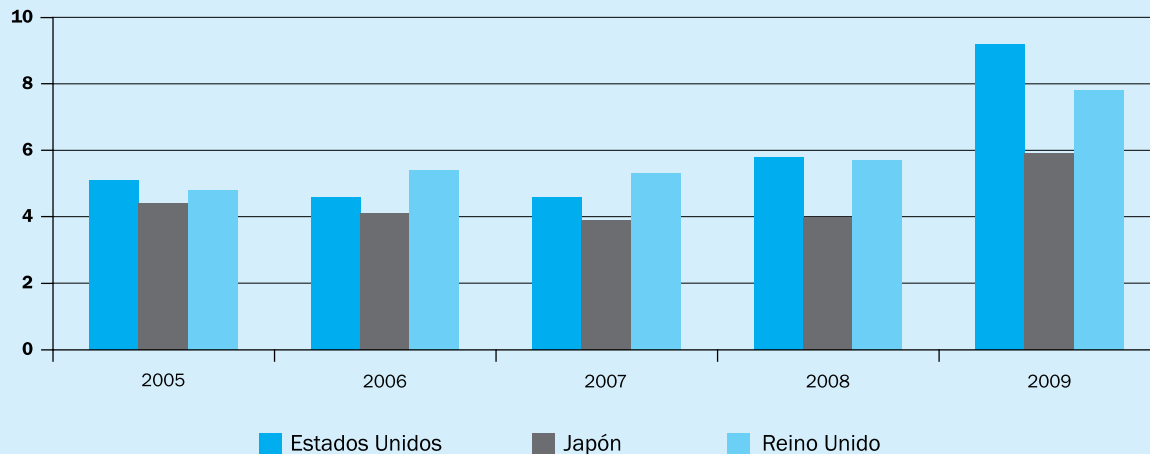
en desarrollo, sobre todo las grandes economías emergentes asiáticas. En cambio, en los países desarrollados la recuperación será bastante más lenta, hasta el punto de que en muchos de ellos las débiles tasas de crecimiento del PIB serán insuficientes para crear nuevos puestos de trabajo.

El relevo del impulso fiscal por la demanda del sector privado constituye el reto inmediato para la recuperación de la economía mundial, mientras que la reforma del sector financiero y la corrección de los desajustes externos constituyen retos de fondo

A nivel global, las condiciones crediticias distan aún de ser las habituales, lo cual contribuye a una evolución de la demanda un tanto aletargada e incierta en muchos países. El importante número de quiebras empresariales y las tasas de paro situadas a niveles históricamente altos constituyen serios obstáculos para la recuperación.

Las decisiones respecto a la retirada progresiva del enorme soporte desplegado durante los ejercicios 2008 y 2009 por la política monetaria y fiscal, las medidas para la normalización de las condiciones financieras y la corrección de los desajustes en las cuentas externas son elementos centrales del debate económico global.

TASA DE PARO (%)



Fuente: FMI

EL DEBATE SOBRE LA NUEVA REGULACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO



La crisis de los dos últimos años ha puesto en evidencia la necesidad de profundas reformas en la regulación y supervisión del sistema financiero para evitar futuras crisis como la actual.

Hasta ahora, la regulación se ha basado en la premisa de que se puede conseguir un sistema financiero global más seguro si se consigue que cada institución financiera individual sea más segura. Esta premisa ha resultado ser una falacia: durante una crisis, intentando preservar su solvencia individual, los bancos pueden comportarse de forma que sea contraproducente para el sistema como un todo. Es decir, se ignora la posibilidad

de una crisis sistémica, algo que unas décadas atrás, con un sistema financiero global menos interconectado e interdependiente, quizá era muy poco probable, pero que en la actualidad es perfectamente posible, como ha demostrado la crisis actual.

Por tanto, se deberá combinar una regulación micro-prudencial que garantice que las instituciones financieras individuales son solventes con una regulación macro-prudencial que minimice o evite la posibilidad de una crisis sistémica. En algunos casos, las medidas que resultan útiles para uno de los objetivos no lo son para el otro. Al tratar un banco de garantizar su solvencia puede comportarse de manera negativa para todo el sistema. Por ejemplo, si el banco inicia un proceso de venta de activos que considera de riesgo demasiado alto es probable que otros bancos actúen de la misma forma y el resultado sea el desplome del pre-

cio de esos activos, generando un problema sistémico. Un componente básico de la regulación macro-prudencial es, por tanto, actuar como fuerza compensadora del efecto pro-cíclico de la regulación a nivel de institución (la micro-prudencial).

Un ejemplo de ello es el requisito de capital constante en el tiempo derivado de Basilea II, que en su naturaleza micro-prudencial resulta inadecuado a nivel macro. Utilizando un símil, el actual sistema sería equivalente a obligar a las familias a que guarden una determinada cantidad de dinero para el caso de enfermedad grave y cuando esa enfermedad grave se produce, en lugar de dejarles utilizar ese dinero para curar sus males, se les obligara a aumentar las cantidades a guardar para caso de enfermedad. La medida puede tener alguna justificación a nivel contable pero es totalmente contraproducente si el objetivo final es curar las enfermedades. Una solución sería aumentar el requisito de capital en los periodos de bonanza, pero permitir que éste disminuya temporalmente en caso de crisis.

Toda esta problemática está generando un intenso debate a nivel teórico, pero mientras este debate se desarrolla las autoridades económicas han empezado ya a plantear un proceso de reformas que no se puede postergar, dada la magnitud de esta última crisis y los peligros de crisis sistémica que ha conllevado.

En la UE, el Grupo de Alto Nivel sobre Supervisión Financiera ha sido el encargado de realizar recomendaciones a la Comisión Europea. Ha propuesto que el BCE tenga un papel primordial en la supervisión macro-prudencial aunque bajo el mandato de un Consejo Europeo de Riesgo Sistémico de nueva creación. La supervisión micro-prudencial se encargaría a otro organismo de nueva creación, el Sistema Europeo de Supervisión Financiera, puesto que se considera que los acuerdos actuales de cooperación entre los comités de cada uno de



Protestas en Main Street

los bancos centrales de cada economía no son suficientes para garantizar la estabilidad financiera.

El Grupo de Alto Nivel ha realizado también un considerable número de recomendaciones más, a partir de la revisión a fondo del actual marco regulador Basilea II. Así, se propone aumentar los requisitos mínimos de capital pero al mismo tiempo introducir un sistema dinámico de provisiones que evite su carácter pro-cíclico. También realizar una revisión profunda del modelo de negocio y de financiación de las agencias de *rating*, separando claramente su actividad de calificación crediticia de la de asesoramiento. Se propone también la revisión de los principios de contabilización de activos a precios de mercado.

Otro de los aspectos considerados es la regulación y supervisión del sistema de 'banca paralela', pues la reciente crisis ha mostrado su potencial para generar

una crisis sistémica. Por ejemplo, los *hedge funds* deben ser más transparentes, estableciéndose mejores requisitos de información. Los mercados de productos estructurados y derivados deben simplificarse y obligar a las instituciones emisoras de esos productos a que mantengan en su cartera una parte suficiente del riesgo subyacente no cubierto. Los fondos de inversión de la UE deben tener reglas comunes. La remuneración de los ejecutivos financieros debe vincularse más estrechamente con la rentabilidad a largo plazo de la entidad. Debe desarrollarse en la UE un marco regulador de la gestión de crisis que sea coherente y claro y los Estados Miembros deberán ponerse de acuerdo en los criterios de reparto de la carga.

En la otra vertiente atlántica, Estados Unidos se plantea la creación del Consejo de Supervisión de los Servicios Financieros, presidido por el Tesoro, que tendrá entre sus objetivos básicos mejorar la regulación y supervisión de las empresas financieras, al tiempo que se ocupa de la supervisión del riesgo sistémico, evitando las ineficiencias, lagunas y solapamientos existentes con la actual diversidad de agencias federales encargadas de estas funciones.

Se prevé una regulación más estricta y transparente de las entidades financieras grandes e interconectadas. Se revisarán los estándares contables de todas las entidades financieras y se les requerirán unas mayores provisiones adelantadas sobre pérdidas futuras debidas a créditos. También se pretende aumentar los requisitos de capital y de gestión de todas las entidades bancarias.

Los *hedge funds* y otros fondos privados, como *private equities* y fondos de capital riesgo, deberán suministrar una información más transparente para que el regulador pueda establecer si representan algún riesgo para la estabilidad financiera.

Además, no sólo se llevarán a cabo reformas en las instituciones financieras sino también en los mercados. Entre otros, los mercados de títulos garantizados por hipotecas y los de títulos garantizados por otros activos, los de préstamos de acciones y otros títulos y los mercados de CDS van a experimentar un aumento de la regulación para evitar que puedan contribuir negativamente a una futura crisis. Se obligará a las instituciones que originan o patrocinan titulaciones a mantener en sus balances un 5% del riesgo de crédito a que se exponen dichos títulos. En los mercados *over the counter* se aumentarán los requisitos de transparencia y se obligará a tener un sistema centralizado de compensación y liquidación similar al que tienen otros mercados transparentes, como por ejemplo las bolsas.

Se crea la Agencia de Protección Financiera del Consumidor para reforzar la deficiente protección de los consumidores en el mercado de productos financieros. La Agencia promoverá la información concisa y clara sobre los productos y protegerá a los consumidores de prácticas abusivas o ilícitas.

Finalmente, se dotará al gobierno de las herramientas necesarias para poder gestionar de forma más eficiente futuras crisis financieras. Existirá un sistema ordenado, planificado con antelación, para la resolución de quiebras de las grandes entidades financieras. Además, el Tesoro tendrá poder de emergencia para liquidar cualquiera de esas grandes entidades de forma ordenada siempre que el sistema financiero esté amenazado, previa autorización del Presidente del país y de dos tercios de los miembros del Consejo de la Reserva Federal.

El debate sobre la reforma del sistema financiero no ha hecho más que empezar y nos acompañará durante los próximos años como uno de los retos básicos de la economía global.

ESTADOS UNIDOS:

EL GIGANTE SE LEVANTA Y EMPIEZA A ANDAR

(AUNQUE NO SE PUEDEN DESCARTAR NUEVOS TROPIEZOS)

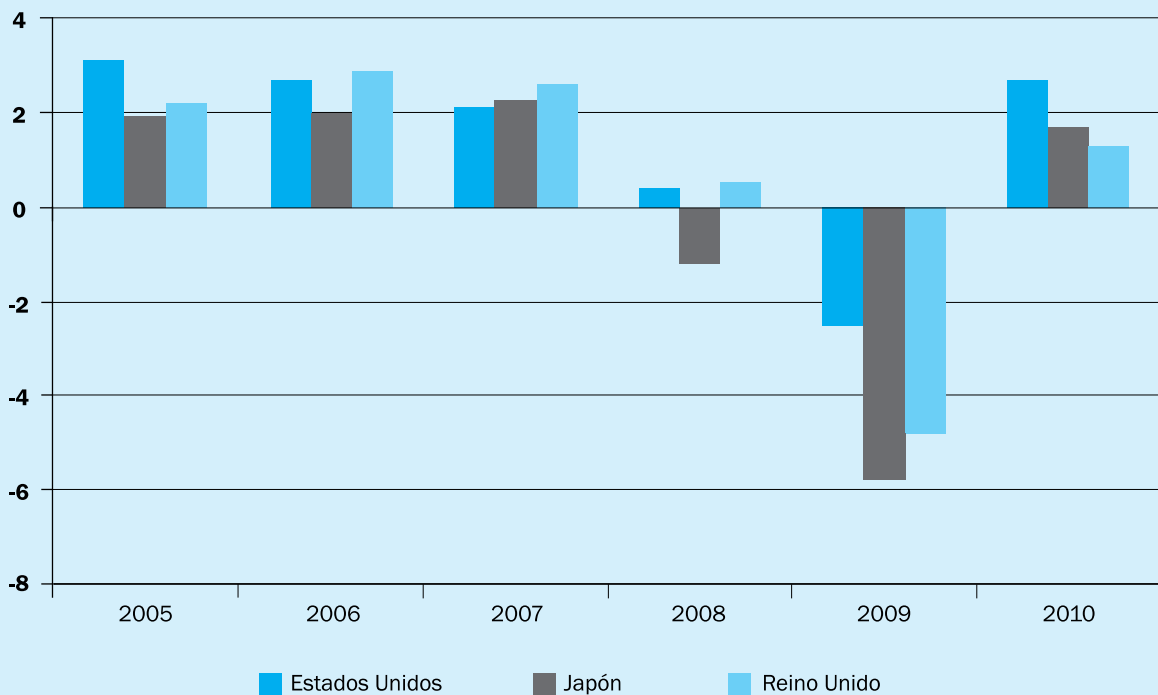
Aunque la cifra de crecimiento para la economía norteamericana fue negativa para el conjunto del año 2009 (-2,5%), ya en el segundo semestre se dieron algunos signos de estabilización que indicaban la entrada en una fase de recuperación, dejando atrás la caída del 6,4% en la primera mitad del año. En 2010, el crecimiento será positivo, pero la magnitud de la crisis y las heridas que permanecen a medio sanar en el sector financiero y en la economía real dibujan un panorama en el que Estados Unidos crecerá en torno al 2,5%, por debajo de su potencial.

El sector financiero parece haber evitado el peligro de una crisis sistémica, pero su funcionamiento dista de ser aún el necesario. El crédito a familias y empresas sigue disminu-



Barack Obama, presidente de los Estados Unidos, y Paul Volcker, director del *President's Economic Recovery Advisory Board*

CRECIMIENTO DEL PIB (%)



Fuente: FMI

yendo y los mercados de capitales (venta de bonos, *securitization*, etc.), la otra posible fuente de financiación de las empresas, se mantienen en niveles de actividad inferior a la normal. Mientras el sector financiero siga sin cumplir adecuadamente su función de intermediación entre el ahorro de las familias y la inversión de las empresas, la economía norteamericana no recuperará su ritmo de crecimiento potencial.

Estados Unidos está de hecho inmerso en el proceso de reforma de su sistema financiero para evitar que en el futuro pueda repetirse una crisis de la misma naturaleza que la presente. Para ello deberá controlarse el riesgo, aumentar la transparencia, evitar entidades sobredimensionadas y controlar las interconexiones para reducir la posibilidad de crisis sistémicas. Pero también será importante que una parte de ese sistema financiero pueda seguir asumiendo riesgos, pues en caso contrario la economía estadounidense no podrá recuperar su papel de liderazgo en el desarrollo de la innovación tecnológica y de su aplicación a los procesos productivos.

Estados Unidos ha desplegado el mayor impulso fiscal y monetario frente a la crisis

El extraordinario despliegue llevado a cabo por la Reserva Federal y el Tesoro Público evitaron en su momento el escenario de depresión, pero la recuperación puede ser renqueante. La alta tasa de paro seguirá muy probablemente aumentando durante el 2010, llegando al máximo del 10% en la segunda mitad del año, con el consiguiente efecto negativo que ello tiene sobre la evolución general del consumo, sobre todo si las familias siguen priorizando la reducción de su endeudamiento.

La naturaleza inevitablemente temporal de las políticas expansivas requiere que sea la demanda privada la que cuanto antes vuelva a ser el motor de la economía. La retirada al

ritmo y tiempo adecuados del extraordinario apoyo proporcionado por la política macroeconómica será de hecho uno de los retos clave de los próximos meses. Otro reto clave será que la recuperación del ritmo de actividad no se base de nuevo en el recurso al endeudamiento externo, lo que trasciende fronteras y requiere coordinación a nivel global.

JAPÓN: ¿SEGUNDA DÉCADA PERDIDA?

El muy alto grado de apertura de la economía japonesa fue la causa de que recibiera el mayor impacto inicial de la crisis entre las economías desarrolladas. Su PIB se contrajo en un 1,2% en 2008 y en un 5,3% en 2009. Pero la recuperación más rápida de lo previsto del comercio internacional ha posibilitado que haya sido también de las primeras en salir de la recesión. Se espera que en el 2010 crezca en torno al 2% (una de las tasas más elevadas entre las economías desarrolladas).

Sin embargo, algunos hechos hacen temer que esta recuperación sólo sea puntual y que en el peor de los casos la economía japonesa vuelva a la situación de estancamiento en la que estuvo inmersa durante una década, en lo que fue un anticipo a pequeña escala de la recesión global iniciada el 2007: estallido de las burbujas inmobiliaria y bursátil, crisis y quiebras en el sector financiero, pérdida de confianza generalizada de los consumidores y atonía persistente del consumo, deflación pertinaz, incapacidad de la política monetaria para reactivar la economía...

Japón sigue en 'modo de reposo' y a la espera de la recuperación de la demanda externa

Los factores que amenazan la recuperación son varios. El rebrote de la actividad industrial se ha debido sobre todo a la recomposición de existencias del sector exportador. La evolución de las exportaciones dependerá estrechamente de la

evolución de las economías norteamericana y europea, sus principales clientes, y por tanto está sometida a las incertidumbres que afectan a estas economías. Por su parte, la demanda interna sigue mostrando la misma debilidad de los últimos quince años, fruto de las restricciones crediticias, el

aumento del paro, el efecto que el elevado endeudamiento público tiene sobre las expectativas de los agentes económicos y una deflación (entre 1999 y 2005 y de nuevo en 2009) que lleva ya dos décadas, por su presencia o por su amenaza, desbaratando los planes de familias y empresas japonesas.

BURBUJAS EN CHINA

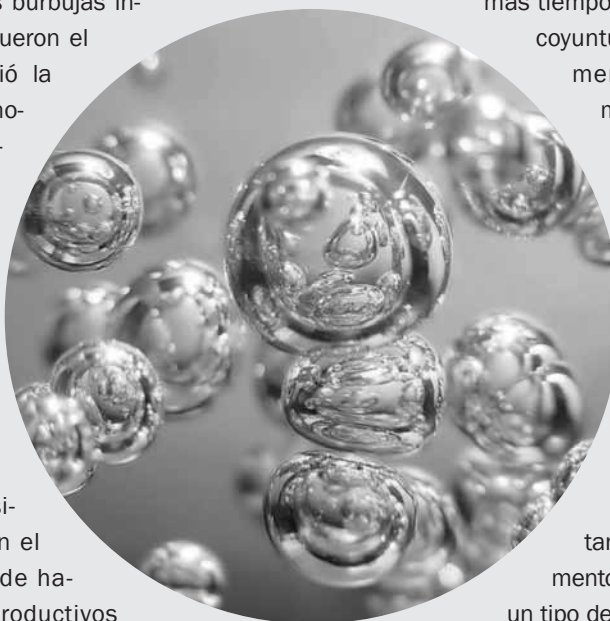
La economía china ha sido la primera en recuperarse de la crisis y ha arrastrado con ella a otras economías emergentes de la zona. Sin embargo, en esta fase de crecimiento aparecen algunos peligros y amenazas que pueden restar fortaleza a ese crecimiento y comprometer su viabilidad futura. Las burbujas inmobiliarias y financieras que fueron el caldo de cultivo que favoreció la aparición de la crisis en economías tan dispares como Estados Unidos, España, Irlanda, Reino Unido, Japón o Nueva Zelanda, se pueden también estar gestando en la economía china.

El peligro radica en que China quiera mantener las tasas pasadas de crecimiento económico aumentando considerablemente su inversión en el sector inmobiliario en lugar de hacerlo invirtiendo en activos productivos que garanticen el mantenimiento del crecimiento a largo plazo.

Hay una serie de factores que empujan en esa dirección. El rendimiento de los gobiernos locales y regionales se mide mediante la evolución del PIB y de la recaudación fiscal. Estos gobiernos locales y regionales

aprovechan que la inversión inmobiliaria produce efectos muy evidentes a corto plazo en un contexto de precios al alza y optimismo comprador y dejan de lado inversiones más eficaces para mejorar la productividad de la economía pero que por naturaleza tardan más tiempo en dar resultado y que en una coyuntura de aumento de los costes y menores beneficios en el sector manufacturero proporcionan una menor rentabilidad.

Otro factor a tener en cuenta es que la política monetaria está muy condicionada por el deseo de las autoridades chinas de mantener su moneda débil respecto del dólar americano, siguiendo la estrategia de crecimiento liderado por las exportaciones que tanto éxito ha tenido hasta el momento. Ello obliga a China a mantener un tipo de interés oficial bajo, siguiendo la pauta de la Reserva Federal. En realidad, como consecuencia del aumento de la inflación, el tipo de interés real puede llegar a cifras negativas a mediados de este 2010. Esto conlleva una fuerte expansión del crédito, que en 2009 ya aumentó más de un 30%. Y en una economía con buenas tasas de crecimiento como la china este crédito abundante y barato está financiando proyec-



tos productivos, pero también grandes cantidades de inversión inmobiliaria y compras en bolsa. Y, por tanto, está contribuyendo a hinchar estas burbujas.

Adicionalmente, hay que tener en cuenta que en 2009 el crédito a las familias aumentó aún más, un 43%, lo cual dibuja un escenario en que una parte del crecimiento económico está sostenido por el endeudamiento de las familias. Esto supondrá una vulnerabilidad potencial para el sector financiero en el caso de que una desaceleración del crédito acabe dificultando la refinanciación de préstamos de poca calidad, lo cual aumentaría la tasa de morosidad.

De hecho, existen indicios de que desde mediados de 2009 una parte importante de los nuevos créditos están financiando créditos morosos, con lo cual el sistema financiero se estaría adentrando en una fase más avanzada y peligrosa del ciclo de las burbujas financieras.

Conscientes de este riesgo y para reducir el exceso de crédito, el pasado mes de enero las autoridades económicas aumentaron del coeficiente mínimo de reservas del sistema bancario. Pero la medida no ha sido suficiente para frenar la expansión crediticia, por lo

cual serán necesarios aumentos adicionales en el futuro si se quiere forzar a los bancos a anotar en sus balances los créditos morosos en lugar de refinanciarlos y desplazar el problema hacia adelante, al estilo de lo sucedido en los países desarrollados en los años previos al estallido de la crisis.

Pese a que los índices bursátiles se encuentran por debajo de su máximo de finales de 2007, las cotizaciones bursátiles aún son altas si se tienen en cuenta los beneficios futuros esperados. Aunque más peligro se está acumulando en algunas de las grandes ciudades de la costa del Pacífico, donde el precio de los inmuebles se encuentra claramente en niveles propios de una burbuja.

Si en los próximos meses la economía china sigue una pauta de crecimiento que favorece al aumento de estas burbujas, estaría aumentando el peligro de que la economía experimente a medio plazo algún paro repentino en su actividad. Si esto sucediera, sería muy negativo para toda la economía global, que tiene en estos momentos uno de sus puntales para la recuperación precisamente en el crecimiento económico de China y de los países de su entorno.

LAS ECONOMÍAS EMERGENTES: NO ESTABAN INVITADAS A LA FIESTA Y VIENDO EL PANORAMA HAN SIDO LAS PRIMERAS EN ABANDONARLA (DE MOMENTO)

El hecho de que el sistema financiero de los países en desarrollo estuviera menos contaminado por los activos tóxicos que el de los países desarrollados hacía prever que la crisis no afectaría a estas economías (el llamado *decoupling*). En la segunda mitad de 2008, sin embargo, los problemas se extendieron a estas economías a través de la importante disminución del comercio internacional y, en aquellas dependientes de las entradas de capital

(sobre todo las latinoamericanas), por el colapso del flujo internacional de capitales.

Sin embargo, ya en la primera mitad de 2009 se hizo evidente que las economías en desarrollo, y sobre todo las asiáticas, encajaron el golpe razonablemente bien. A ello contribuyeron los decididos impulsos fiscales tomados por los gobiernos, la recuperación más rápida de lo prevista del comercio internacional y el buen comportamiento de la demanda interna, menos expuesta a las restricciones de crédito que las de los países desarrollados.

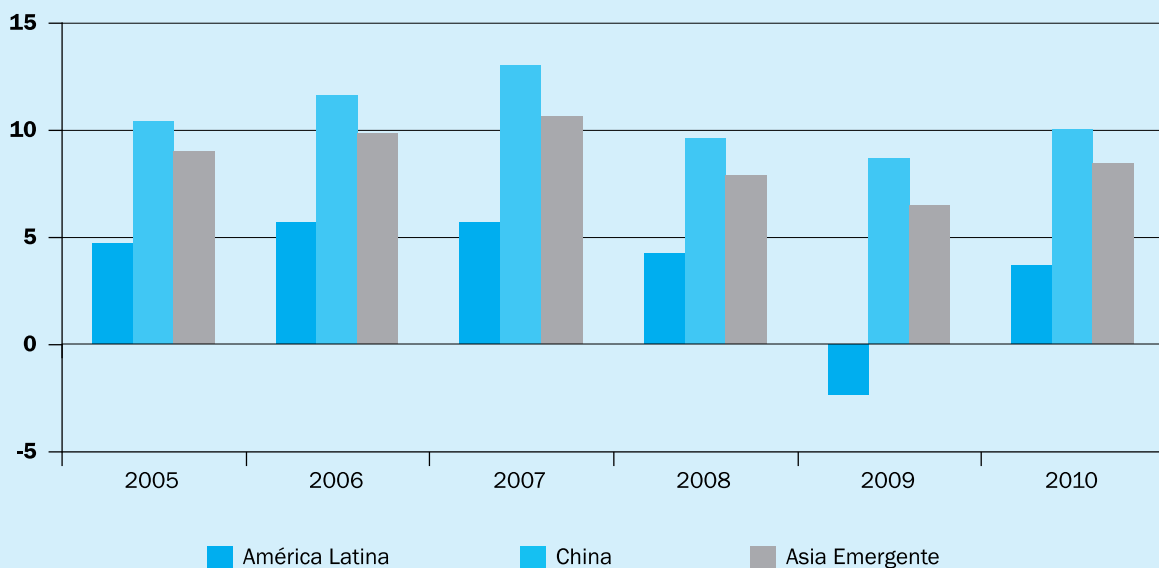
La contribución de Asia a la demanda global debe aumentar de forma sustancial para que la recuperación de la economía mundial vaya en paralelo a la corrección de los desequilibrios externos y pueda así ser duradera

La economía de China, que había crecido un 13% en 2007, perdió unos 4 puntos en 2008 y 2009, pero en 2010 su crecimiento alcanzará de nuevo los dos dígitos. India había crecido un 9,4% el 2007 y perdió también varios puntos en los dos siguientes ejercicios, pero en 2010 su crecimiento se aproximará al 7%. Algo mayor fue el impacto de la crisis en las economías

del Sudeste asiático, que crecían un 6,7% por término medio en 2007 y prácticamente se estancaron en 2009. Pero aprovechando el tirón de las importaciones chinas de sus productos, crecerán por encima del 4% en 2010.

Latinoamérica experimentó un mayor impacto de la crisis. El motivo es su mayor dependencia de las entradas de capitales en un momento en que éstos dejaron prácticamente de circular, y su mayor interrelación con la economía norteamericana (sobre todo en el caso de México). Así, Brasil se contrajo un 0,7% en 2009 y México experimentó un colapso del 7,3% ese mismo año. Sin embargo, el impacto habrá sido corto, pues su crecimiento se situará por encima del 3,5% en 2010. Una cifra parecida a la anterior a la crisis.

CRECIMIENTO DEL PIB (%)



Fuente: FMI

LOS DESAJUSTES EN LAS CUENTAS GLOBALES



La explicación primera y más utilizada de esta última crisis nos dice que se originó en el mercado hipotecario *subprime* norteamericano y se extendió al resto del sistema financiero a través de la titulación de estas hipotecas en sofisticados instrumentos financieros

poco transparentes. Al producirse el estallido de la burbuja inmobiliaria norteamericana, estos títulos dejaron de pagar intereses, al hacerlo las hipotecas en que estaban basados, y perdieron valor. Esto originó pérdidas, el colapso de muchas instituciones financieras y una caída de la confianza en los mercados financieros que se tradujo en un recorte del crédito y una pérdida de confianza de consumidores y empresarios.

Pero para comprender la crisis en toda su extensión hay que tener en cuenta algún factor más. Uno de los más importantes, entre los menos evidentes, son los llamados desajustes globales. Sin estos desajustes la crisis no habría tenido la magnitud que ha tenido y, lo que es más importante, si no se reducen considerablemente seguirán siendo una fuente de futuros problemas que puede dar paso a otras crisis.

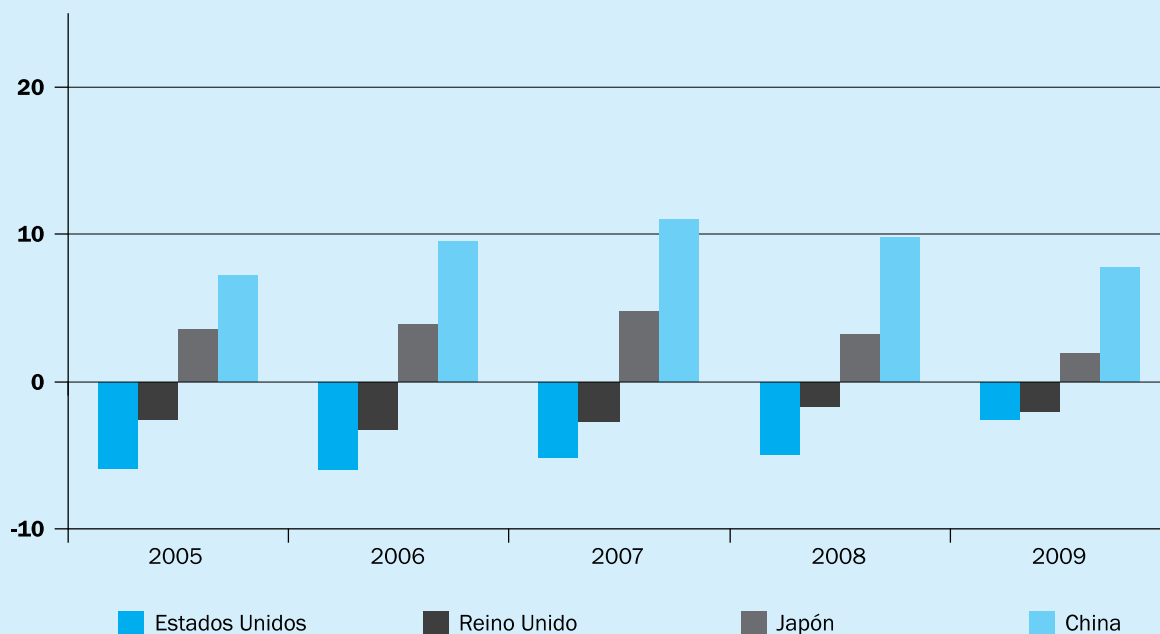
A grandes rasgos estos desajustes globales los conforman el gran déficit por cuenta corriente de la economía norteamericana y su contrapartida, el enorme superávit por cuenta corriente de la economía china (y de algunas otras economías asiáticas emergentes). En su punto culminante, a principios de 2006, el déficit por cuenta corriente norteamericano era de tal magnitud que superaba el 1,5% del PIB global. Esta situación

sólo es posible si la misma China y otros países con superávit por cuenta corriente aportan capitales a la economía norteamericana para financiar su déficit. En última instancia, si le dan crédito. Algo que China está dispuesta a hacer, pues es en el mercado norteamericano donde vende una gran parte de sus exportaciones. No es más que la vieja estrategia de dar crédito al comprador de los productos propios para incentivar las exportaciones, con la peculiaridad de que ahora la están llevando a cabo economías en desarrollo en lugar de economías ya desarrolladas.

Pero la situación tiene otros puntos clave. Si los tipos de cambio se movieran de forma libre según la oferta y la demanda en los mercados de divisas, el dólar perdería valor respecto del yuan chino, lo cual incentivaría las exportaciones americanas y desincentivaría las chinas hasta alcanzar una situación en la que las balanzas por cuenta corriente se acercaran al equilibrio. Pero para mantener el ritmo de sus exportaciones las autoridades chinas (y de otras economías emergentes asiáticas) mantienen un tipo de cambio fijo respecto del dólar con un valor considerablemente por debajo del que fijarían la oferta y la demanda en los mercados. Para conseguirlo deben intervenir en el mercado de divisas comprando grandes cantidades de activos denominados en dólares. A principios de esta década China compraba bonos o acciones de empresas norteamericanas que en un contexto de crecimiento económico ofrecían una buena rentabilidad. Pero en los últimos años ha comprado mayoritariamente deuda pública para financiar el déficit público norteamericano.

Esta entrada de capitales ha permitido que la economía norteamericana haya gastado por encima de lo que ha producido (el déficit por cuenta corriente). Sirvió para alimentar la compra de viviendas que finalmente desencadenó la burbuja inmobiliaria. Sin la ingente entrada

BALANZAS POR CUENTA CORRIENTE (% PIB)



Fuente: FMI

de capitales procedentes de China y otros países no se podría explicar la disponibilidad de crédito necesario para financiar la euforia compradora necesaria para aumentar la burbuja.

Es evidente que el mercado hipotecario norteamericano y el de generación y venta de instrumentos financieros no estaban correctamente regulados, pero también es cierto que la regulación existente no había sido diseñada para poder hacer frente a una entrada de capitales de tal magnitud y para controlar los incentivos perversos (riesgo moral, facilidad para el endeudamiento, etc.) que esa entrada pueda generar.

La crisis de los dos últimos años ha reducido estos desajustes globales. Han disminuido las importaciones estadounidenses por la caída del consumo y con ello se han reducido las exportaciones chinas. Pero una vez se vaya superando la crisis, si no se produce un cambio estructural, estos desequilibrios globales reaparecerán. Y supondrán de nuevo un riesgo para la economía global, quizá no en términos del sector financiero o de la aparición de burbujas en Estados Unidos, donde lo sucedido está motivando reformas para evitarlo, pero sí por ejemplo en el mercado de divisas. Si China y el resto de países emergentes que sostienen el dólar en un valor artificialmente elevado deja-



ran de hacerlo de forma repentina se produciría una caída rápida y desordenada del dólar, lo cual supondría problemas graves para la economía real a nivel global. Un tipo de crisis que se temía incluso antes del inicio de la que ha golpeado a la economía mundial en los dos últimos años.

Para conseguir la reducción de los desequilibrios globales es punto de partida imprescindible que las autoridades chinas dejen flotar de forma más flexible el valor del yuan, algo a lo que de momento se siguen mostrando reticentes pese a las fuertes presiones que reciben en esa dirección por parte de Estados Unidos y de Europa.

Pero más que por las presiones occidentales, las autoridades chinas pueden decidir que van a permitir la

apreciación de su moneda por otras razones internas. Ha llegado un punto en que seguir acumulando activos en dólares les resulta contraproducente. Por mucho que sirva para estimular sus exportaciones, supone cada vez una mayor presión inflacionaria y se trata de activos que ofrecen una rentabilidad muy baja, que se convertirá en negativa en cuanto el dólar pierda algo de valor. Se estima que si éste se deprecia un 20-30% respecto del yuan, una caída en la línea de la que producirían los mercados, el Banco Central de China puede acumular pérdidas por valor del 15-20% del PIB, pérdidas que irán a cuenta del presupuesto público.

Sin embargo, puede que el factor más importante para determinar el cambio de política de tipo de cambio de las autoridades chinas acabe siendo la necesidad de cambiar su modelo de crecimiento en favor de un mayor consumo interno, que permita un aumento del nivel de vida de los millones de ciudadanos que apenas han experimentado los beneficios de la pujante nueva economía china.

En definitiva, la economía mundial necesita unas pautas de consumo y producción entre países desarrollados y emergentes radicalmente distintas a las de la última década si quiere eliminar una fuente constante de conflictos.

UN PROBLEMA EN ASCENSO: LA DEUDA SOBERANA (UNA SOBERANA DEUDA)

Uno de los posibles lastres para la salida de la crisis puede ser el volumen de endeudamiento público de la práctica totalidad de las economías desarrolladas y de un buen número de economías en desarrollo. De acuerdo con la ortodoxia económica keynesiana, y siguiendo las directrices del FMI, todas estas economías iniciaron importantes programas de impulso

fiscal, en un primer momento para evitar el colapso de los sistemas financieros y posteriormente para sostener o impulsar las demandas internas. Estos programas han contribuido a frenar la profundidad de la crisis, pero han dejado una herencia de endeudamiento en todas las regiones del planeta. Según el FMI, el déficit público medio de las economías desarrolladas, que era del 2% del PIB en 2007, aumentará por encima del 8% del PIB en el periodo 2009-2010 y se espera

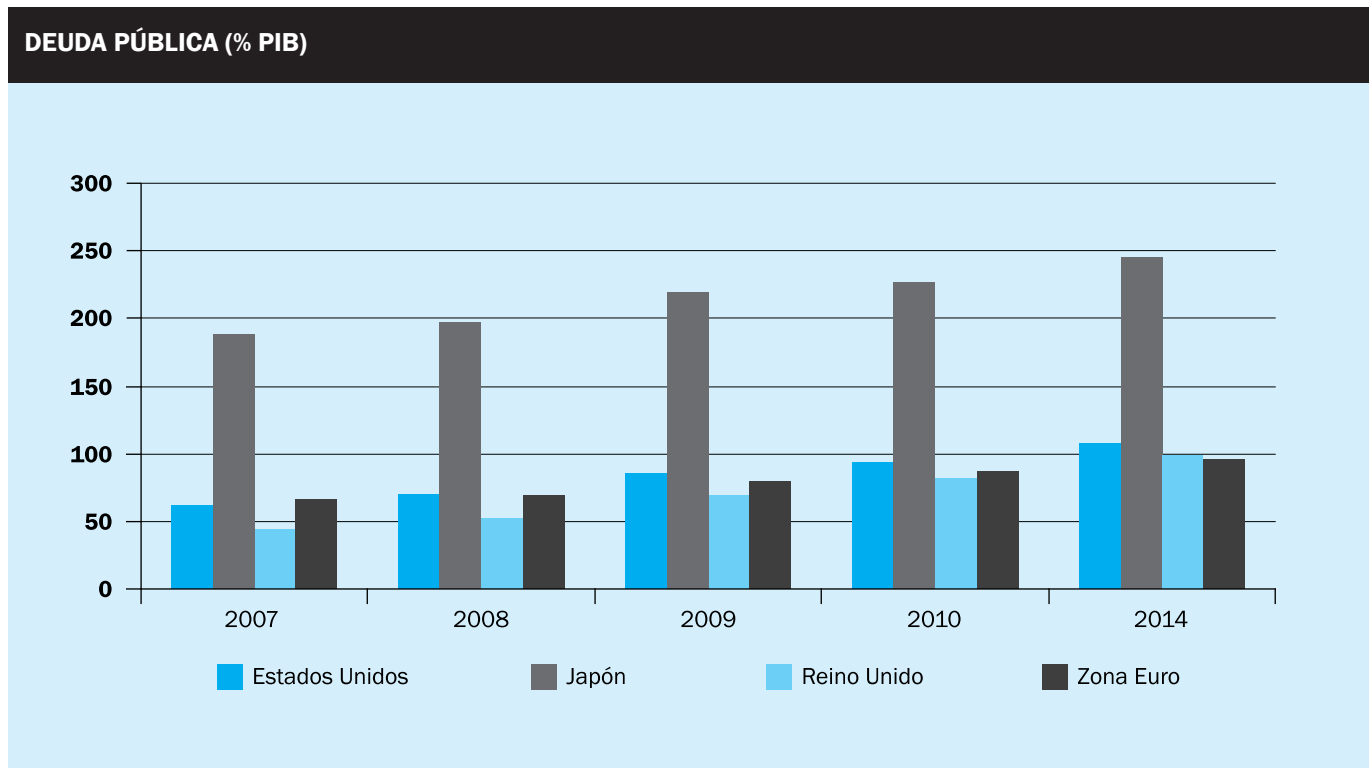
que en 2014 se encuentre aún en el 5%. Economías como Estados Unidos, Reino Unido, España, Italia, Japón, Francia, Irlanda o Grecia han experimentado un deterioro progresivo de su posición fiscal.

Como consecuencia de ello, el crecimiento de la deuda pública en los países desarrollados será muy considerable. En los próximos años, grandes cantidades de deuda pública inundarán los mercados y los países deberán competir entre sí para captar financiación, lo que presionará al alza los intereses y la carga financiera.

El aumento de la deuda pública añade riesgos a la ya deteriorada estabilidad financiera y complica el proceso de salida de la crisis

La magnitud del problema puede ser muy variable y dependerá del volumen del impulso fiscal utilizado en el último año y medio y de la situación de partida en cuanto a endeudamiento público. Pero hay una serie de economías que generan dudas respecto a su capacidad para hacer frente a las obligaciones de esta deuda. En algunos casos pueden ser necesarios programas de ayuda procedentes del FMI que eviten que el impago de deuda soberana introduzca otro elemento problemático en el sistema financiero internacional e impida que estas economías queden estancadas en una prolongada y dolorosa recesión.

En todo caso, los programas de ajuste fiscal que permitan volver a una senda de endeudamiento sostenible deben poner el énfasis en las partidas que determinan su evolución a medio plazo a fin de evitar que supongan un lastre para la salida de la crisis.



Fuente: FMI

LA ZONA EURO: UNA SALIDA DEL TÚNEL MUY LENTA (Y NO PARA TODOS)

UNA RECUPERACIÓN MODERADA Y DISPAR

En la segunda mitad de 2009 se inició la recuperación económica en la zona euro. Como en el resto del mundo, la recuperación ha llegado antes de lo esperado, dadas las muy pesimistas expectativas de finales de 2008 y principios de 2009. Los motores de esta recuperación han sido el soporte de las políticas públicas y el comercio exterior.

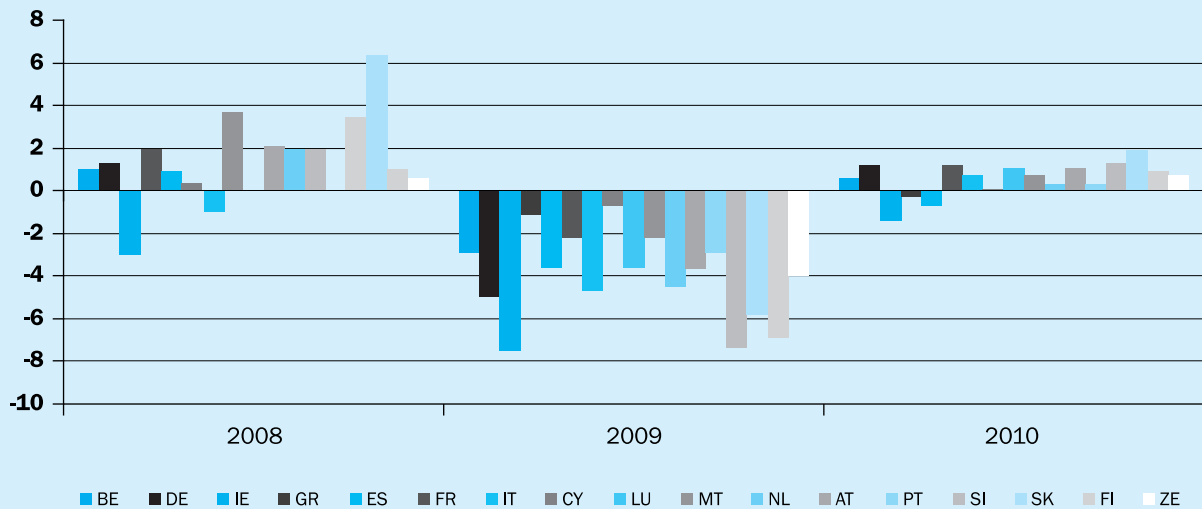
Durante la segunda mitad de 2009 el PIB de la zona euro tuvo un crecimiento trimestral ligeramente positivo, dejando la caída para el año 2009 en el 4,0%. El crecimiento en 2010 se situará en torno al 0,5%, aún muy moderado, y sólo en el 2011 es previsible que alcance cifras más cercanas al potencial de la zona, entre el 1,5% y el 2%.

La recuperación es moderada y presenta grandes diferencias en la evolución de los distintos países miembros de la zona

Las razones de esta evolución tan moderada son diversas e incluyen las restrictivas condiciones crediticias de un sistema financiero muy basado en los bancos, la debilidad de la inversión empresarial debida a los bajos beneficios, el freno que supondrá sobre el consumo privado el mantenimiento o incluso aumento de las tasas de paro, o las dificultades que siguen causando en algunos países los pinchazos de las burbujas inmobiliarias. La tasa de paro media ha alcanzado el 10% en 2009 y aumentará en 2010.

Las dos economías que mejor han reaccionado hasta el momento han sido Alemania y Francia. La primera sufrió un se-

CRECIMIENTO DEL PIB EN LA ZONA EURO (%)



Fuente: Comisión Europea

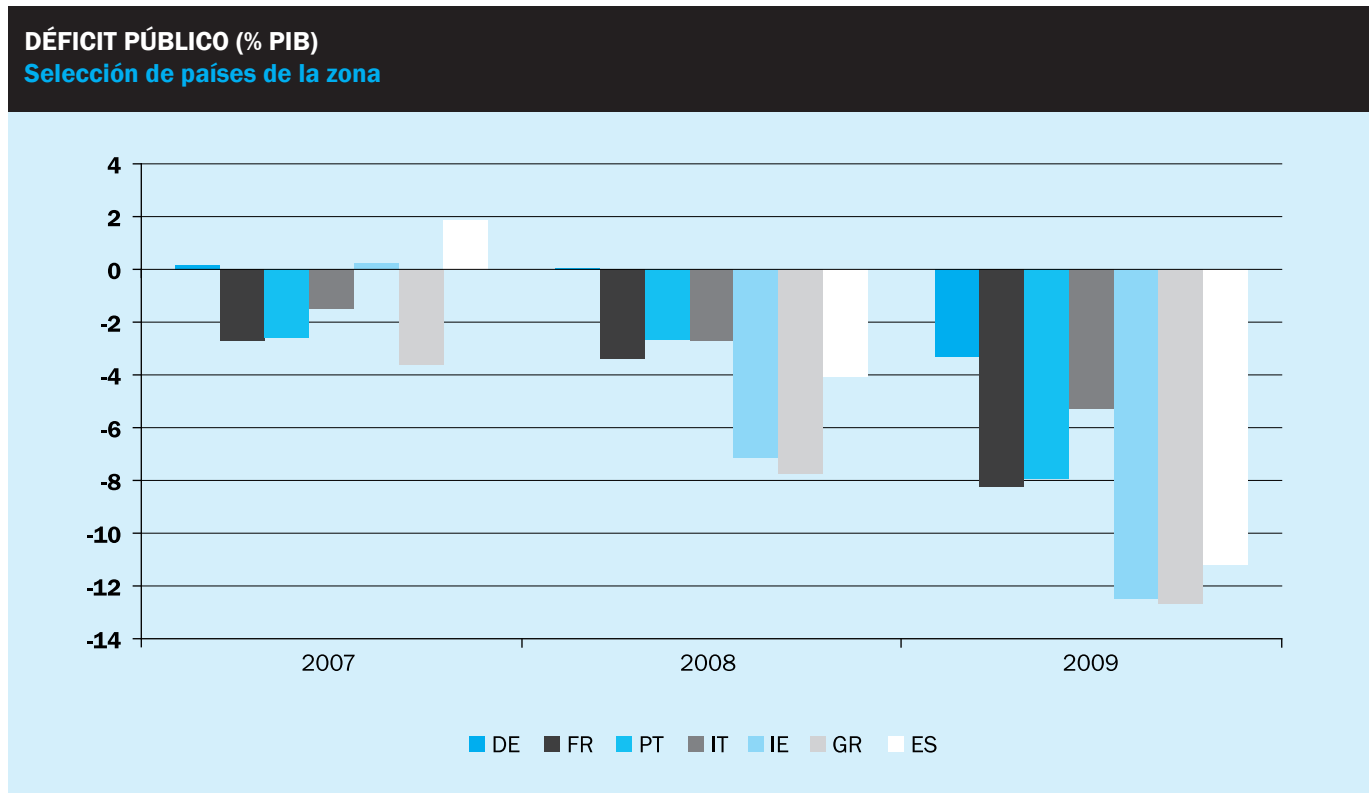
vero impacto inicial de la crisis debido al importante descenso de sus exportaciones motivado por la caída de la demanda global y la fortaleza del euro, pero también ha sido la primera en aprovechar la recuperación del comercio internacional a nivel global. Francia, con un sector público algo mayor, amortiguó mejor el impacto inicial de la crisis y está basando su recuperación en mayor medida en la demanda interna.

En general, las economías que partían con menor déficit externo se están recuperando mejor (Alemania, Francia, Holanda, Austria...), con crecimientos esperados para 2010 que oscilan entre el 0,5% y el 1,5%. En cambio, las que habían experimentado un crecimiento más basado en el sector de la construcción con el consiguiente pinchazo de sus burbujas, como es el caso de España o de Irlanda, o las que tenían

unas cuentas públicas menos saneadas, como es el caso de Grecia, se enfrentan a mayores dificultades y seguirán con crecimiento negativo en 2010.

Las economías endeudadas de la zona euro arrastran un pesado lastre que paraliza sus constantes vitales

A ello hay que añadir que en los últimos meses de 2009 y los primeros de 2010 varias economías de la periferia han visto como los mercados ponían en duda la solidez de sus cuentas públicas y la posibilidad de que éstas cumplan el objetivo previsto para el año 2013, cuando la Comisión Europea ha establecido que el déficit público de los países miembros vuelva a cumplir la restricción de no superar el 3% del PIB



Fuente: Comisión Europea

exigida por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Este problema ha afectado en primer lugar a Grecia, que ha visto como el tipo de interés de su bono a 10 años ha llegado a superar los 400 puntos básicos por encima del alemán. Pero también Portugal, Irlanda, España e Italia han visto como los mercados y la misma Comisión Europea han puesto en tela de juicio sus cuentas públicas.

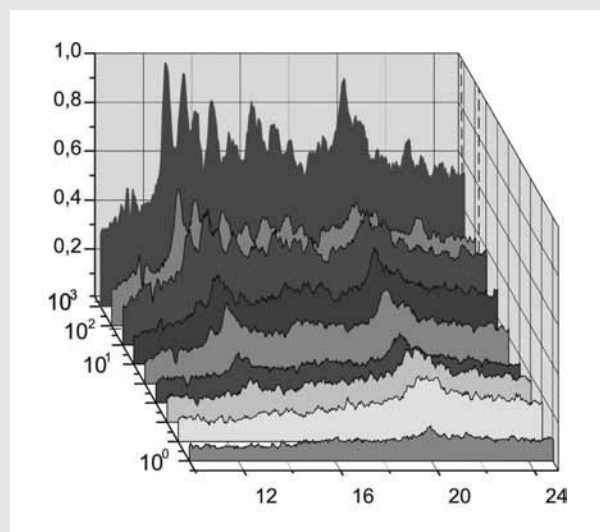
El debate generado se centra en la posible necesidad de que el resto de los países de la zona euro deban contribuir a

pagar la deuda de un Estado miembro o en la hipotética necesidad de que alguno de ellos abandone el euro para poder devaluar su moneda, poniendo sobre la mesa, por primera vez desde su creación, la posibilidad de ruptura dentro de la zona euro. Los importantes planes de ajuste, que implican recortes del gasto público y aumentos impositivos, tienen una naturaleza restrictiva. La necesidad de llevarlos a cabo antes de que se consolide, o incluso se inicie, la recuperación económica mantiene vivo en esas economías el fantasma de la recesión o de un prolongado periodo de estancamiento.

PERTURBACIONES ASIMÉTRICAS Y UNIÓN MONETARIA

Al crearse la moneda única europea los países que se incorporaban al proyecto obtenían un importante número de ventajas, pero también se mostraban dispuestos a aceptar determinados inconvenientes. Durante los años de la fase de crecimiento las ventajas se hicieron más evidentes: desaparición de la incertidumbre de tipo de cambio y de los costes de transacción entre monedas, creación de un entorno con inflación y tipos de interés a niveles bajos que favorecerían la inversión, consolidación de un mercado único que favorecía las estrategias de crecimiento de las empresas, una mayor integración financiera que aumentaba la eficiencia de los proyectos de inversión, rigor presupuestario y un largo etcétera.

Sin embargo, con la llegada de la crisis, los inconvenientes que habían permanecido de alguna forma soterrados han salido a la superficie durante los dos últimos años haciendo tambalear todo el entramado político y económico de la moneda única, hasta el punto que aquellos más críticos con la viabilidad del proyecto de la moneda única insisten en que las dificultades que implica pueden obligar a algún país a abandonar el euro y, en última instancia, poner en peligro la existencia misma de la unión monetaria europea. El problema gira en torno a las denominadas perturbaciones asimétricas.



Desde la teoría económica siempre se han señalado los peligros que las perturbaciones asimétricas suponen para el correcto funcionamiento de una unión monetaria. Éstas se producen cuando alguna de las economías de la zona experimenta problemas importantes, como por ejemplo una fuerte recesión, mientras que los demás países no tienen ese problema. Es lo que le ha sucedido desde principios de este año a Grecia. Todas las economías de la zona euro experimenta-

ron una importante recesión en 2009, pero la magnitud no ha sido la misma y lo que supone una verdadera perturbación asimétrica para la economía griega es que sus cuentas públicas han experimentado un deterioro muy superior al del resto de países de la zona euro, hasta el punto de que existen serias dudas sobre su capacidad para afrontar por sí sola el problema del pago de su deuda pública.



Cuando una economía se encuentra en una situación tan delicada, los instrumentos de los que dispone dentro de la unión monetaria son escasos. No tiene una política monetaria propia, con un banco central que ajuste los tipos de interés al nivel que sería ideal para la economía. Al no existir el antiguo banco central de Grecia tampoco se puede recurrir a él para que monetice parte de la deuda, aunque fuera a costa de generar inflación. No se puede devaluar la moneda para estimular las exportaciones y favorecer con ello el crecimiento económico. La política fiscal está fuertemente limitada por el Pacto de Estabilidad en circunstancias normales, y si bien la excepcionalidad de la crisis ha hecho relajar temporalmente estas condiciones, el equilibrio deberá recuperarse en un futuro no muy lejano. Además, para el caso concreto de Grecia una política fiscal expansiva no es en absoluto la solución, pues precisamente su problema ha sido que el uso abusivo y descontrolado del instrumento ha llevado a generar un déficit público demasiado elevado y con ello un excesivo endeudamiento.

Podemos preguntarnos qué hacen otras áreas monetarias en una situación parecida. Sin ir más lejos, es del todo posible que en Estados Unidos uno de los estados

de la unión reciba una perturbación asimétrica que afecte negativamente a su economía en un momento en que la economía del resto del país evoluciona de forma positiva. Un pequeño estado norteamericano tampoco dispone de ninguno de los instrumentos que los miembros de la zona euro han perdido. Pero en Estados Unidos existe un gobierno federal con total soberanía fiscal que puede tomar medidas presupuestarias para acudir en ayuda de ese estado. En cambio, en la zona euro las opiniones públicas de los países con mayor peso específico no son partidarias de pagar los impuestos adicionales necesarios para una actuación de este tipo.

Es posible que a largo plazo la solución a nuevas perturbaciones asimétricas incluya en parte un mayor margen de maniobra fiscal de las instituciones europeas o la creación de un fondo de ayuda, una especie de FMI para la zona euro, tal como se ha barajado últimamente. Pero no parece una buena idea crear mecanismos de este tipo bajo las prisas acuciantes de la actual crisis. Instrumentos de este tipo deben diseñarse de manera que tengan un amplio apoyo de las opiniones públicas, debe hacerse de forma reflexionada para tener en cuenta de antemano toda la posible casuística futura, a fin de evitar las reformas frecuentes. Además, es de vital importancia que no generen incentivos perversos que contribuyan a disminuir el autocontrol de cada gobierno, confiando en la ayuda externa en caso de dificultades. Pero las dificultades para su creación a corto plazo no deben hacer olvidar que será necesario dar pasos en esa dirección para mejorar el funcionamiento y la capacidad de reacción de la unión monetaria europea en futuras crisis.

**PELIGROS: LA DEMANDA PRIVADA,
EL PARO Y EL CRÉDITO**

La consolidación y velocidad de la recuperación en la zona dependerán de la evolución de una serie de factores. El primero de ellos será la gestión de los tiempos en la implementación de la política macroeconómica. Por un lado, la idoneidad del momento en que los gobiernos decidan invertir la tendencia de sus políticas fiscales: si lo hacen demasiado pronto, el crecimiento puede ralentizarse; si tardan demasiado, pueden provocar un exceso de endeudamiento público que aumente las primas de riesgo de la deuda y presione los tipos de interés al alza. En cambio, la fragilidad de la demanda mantendrá las tasas de inflación bajas, de tal forma que el BCE tendrá más margen para replantearse el ritmo de normalización de su política monetaria, tanto en términos del nivel del tipo de interés oficial actual (1%), como del recurso a las medidas no convencionales para estimular el crédito que mantienen un importante flujo de financiación hacia las

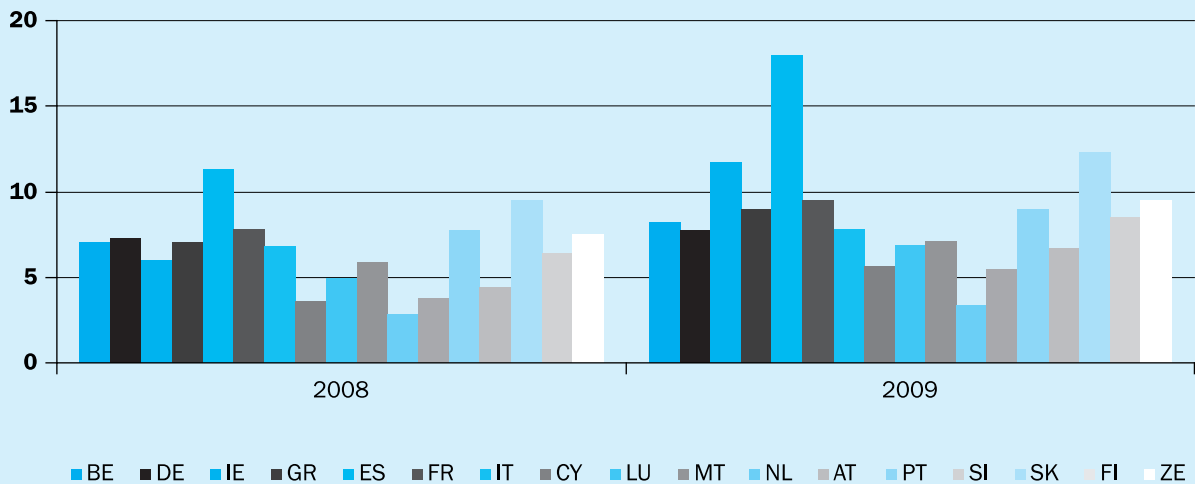


Jean-Claude Trichet, presidente del Banco Central Europeo

instituciones financieras aceptando como garantía una amplia variedad de activos bancarios.

Otro factor importante es la evolución del paro. En los próximos meses se reducirán los programas fiscales de apoyo al

TASA DE PARO EN LA ZONA EURO (%)



Fuente: Comisión Europea

empleo. Si la tasa de paro aumenta por encima de lo previsto, el consumo privado y, en consecuencia, la recuperación se verán afectados.

Finalmente, será importante un control atento de la evolución del sector financiero para corregir las actuales dificultades y evitar la aparición de nuevas que sigan restringiendo el crédito a familias y empresas.



lación del sueldo de los funcionarios, el aumento de los impuestos sobre los carburantes y la introducción de un plan para prolongar la edad de jubilación. Pese a ello, el apoyo concertado del FMI y de la UE ha sido finalmente necesario.

Se insiste además en la necesidad de tomar medidas urgentes para evitar que la desconfianza de los inversores alcance a otras economías como la portuguesa, la española o la italiana. La Comisión Europea ha instado también a esas economías a iniciar decididos planes de ajuste,

pues si bien pagar parte de la deuda griega sería factible (Grecia sólo supone un 3% del PIB de la zona euro), hacer algo parecido con economías mucho mayores como son la española o la italiana resultaría inviable tanto desde el punto de vista económico como político.

DEUDA PÚBLICA:

CÓMO EVITAR LA PUESTA EN ESCENA DE UNA TRAGEDIA GRIEGA

A mediados del 2009 el gobierno griego reconocía un déficit público del 3,5% del PIB, que subía en noviembre del mismo año al 6%. A finales de año el déficit público griego resultó ser del 12,7% del PIB. Los mercados venían anticipando que las cifras oficiales no eran realistas y a lo largo del último año la deuda pública griega a diez años ha visto como su tipo superaba los 400 puntos básicos por encima del bono alemán.

La Comisión Europea ha obligado al gobierno griego a llevar a cabo un fuerte plan de ajuste que será controlado de cerca durante la primera mitad de 2010. El plan plantea la conge-

Por primera vez desde su creación, vuelven voces que cuestionan la viabilidad de una unión monetaria sin una mayor unión política que permita disponer de instituciones paneuropeas para gestionar con más agilidad situaciones como la actual



El presidente del Consejo Europeo, Herman Van Rompuy, con el primer ministro griego, George Papandreou

La alternativa de abandonar el euro para devaluar la moneda propia es un escenario que debe intentar evitarse. No sólo podría minar el proyecto de moneda única, sino que probablemente sumiría a la moneda o monedas restauradas en un contexto de inestabilidad monetaria y de recurso a la devaluación que anularía la posibilidad de que las economías pudieran llevar a cabo una política monetaria independiente, obligándolas a subidas de los tipos de interés que podrían dejarlas en situación de estancamiento crónico.

DÉFICIT PÚBLICO, PRODUCTIVIDAD Y AJUSTE EN LA ZONA EURO

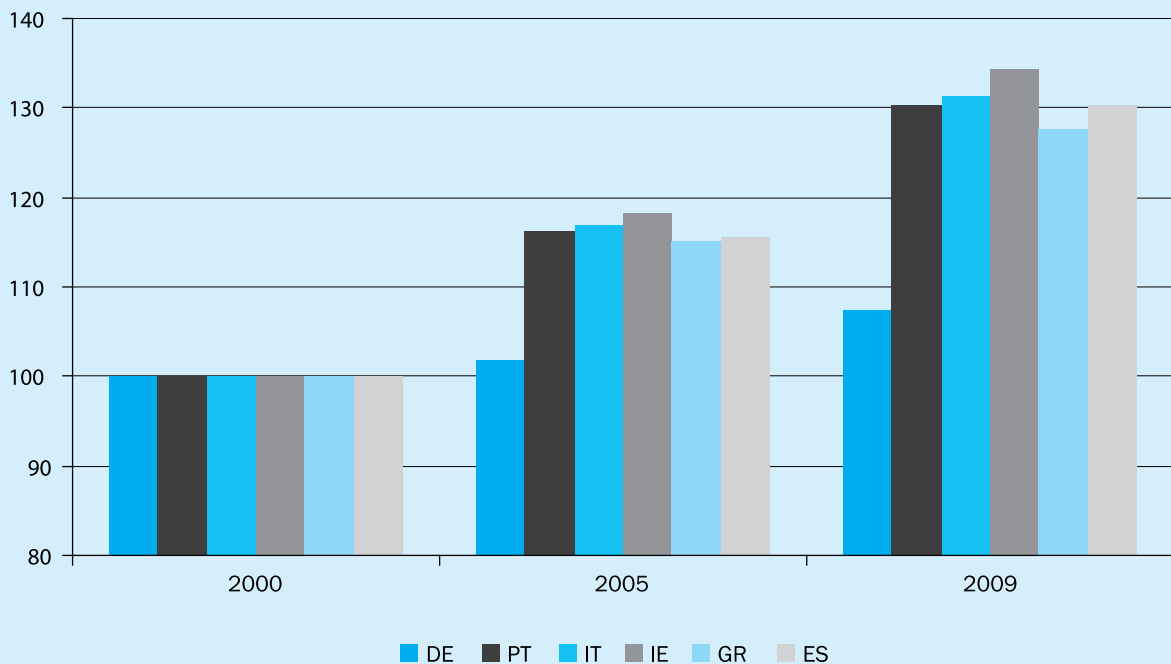
Como consecuencia de las políticas fiscales expansivas utilizadas en 2008 y 2009, actualmente todos los países de la zona euro tienen sus cuentas públicas en cifras rojas. Pero detrás de esas cifras se encuentran situaciones muy dispares y algunas de las economías de la zona están mostrando una evolución preocupante.

El caso más destacable ha sido el de Grecia que ha necesitado finalmente el apoyo concertado entre el FMI y la UE para poder hacer frente a sus obligaciones y reestructurar su deuda con el fin de intentar minimizar el riesgo de poner en peligro su recuperación económica. Las diversas medi-

das de ajuste fiscal adoptadas por Grecia desde inicios de 2010 a instancias de las autoridades europeas no fueron suficientes para calmar a los mercados y el diferencial del bono griego respecto al alemán alcanzó niveles alarmantes en febrero. Al estar en riesgo no sólo Grecia sino la imagen y la fortaleza de la moneda única y hasta su misma viabilidad, las autoridades europeas dieron muestras de su voluntad de promover y controlar estrechamente el severo ajuste fiscal necesario.

Lo que hacía dudar a los inversores era que la misma magnitud de los ajustes dejara a la economía griega su-

COSTE LABORAL UNITARIO
(2000 = 100)



Fuente: Comisión Europea

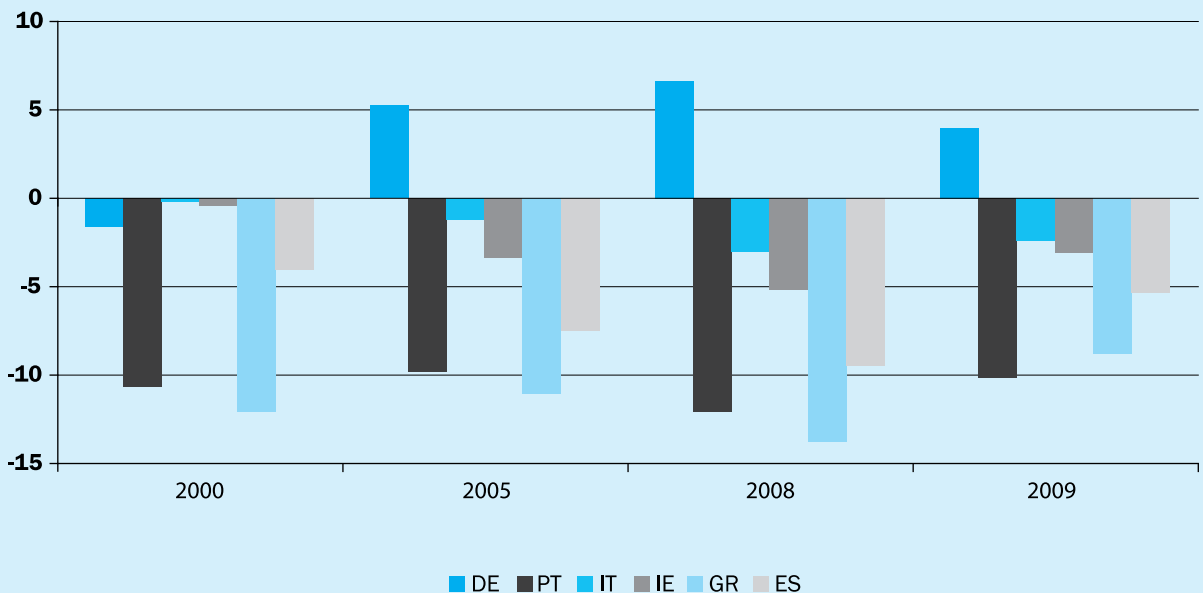
mida en la atonía. Al encontrarse en recesión, las medidas de ajuste consistentes en reducciones del gasto y de las transferencias del sector público a las familias y en aumentos impositivos podían impedir el inicio de la recuperación económica y con ello perjudicar seriamente la capacidad del gobierno griego para aumentar su recaudación y también hacer socialmente inviables algunos de los recortes del gasto. Es decir, existía el peligro de que la economía griega quedara en una situación de “muerte lenta” en la que ni el ajuste fiscal le permitiera hacer frente a sus obligaciones externas. Esta es la razón por la que finalmente ha sido necesario el rescate de parte de la deuda, por alto que haya sido

el coste en términos de imagen y por nociva que sea la intervención en términos de incentivos futuros.

Pero también otras economías tienen problemas con sus cuentas públicas, aunque de menor magnitud. Problemas que en algún momento han disparado las alarmas y las han puesto en el punto de mira de los inversores y especuladores.

Es el caso de Portugal, Italia, España e Irlanda que también combinan un serio problema de deuda pública y externa. La causa profunda de esos problemas no está en las políticas que han sido necesarias durante la última crisis, que

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (% PIB)



Fuente: Comisión Europea

evidentemente sí han sido la última gota (chorro en algunos casos) que ha colmado el vaso. Las causas de fondo debemos buscarlas en defectos estructurales acumulados durante el largo periodo anterior de crecimiento. Estos defectos las dejaron en una situación de vulnerabilidad cuando fue imprescindible el uso de políticas fiscales expansivas para apoyar a los sistemas financieros y sostener la alicaída demanda del sector privado.

En todas estas economías, la expansión del crédito en la última década posibilitó un consumo excesivo y una caída del ahorro. En un contexto de fuerte presión de la demanda, los márgenes y salarios aumentaron por encima de las ganancias de productividad generando una constante erosión de su competitividad externa que las llevó a acumular un importante déficit en su balanza por cuenta corriente, acrecentado además por la competencia de las economías emergentes asiáticas y por la extrema fortaleza del euro durante todo el periodo.

Es por esto que el ajuste fiscal a secas no será suficiente para restablecer la confianza de los inversores. También

será necesario tomar medidas y realizar reformas estructurales que permitan la recuperación de la competitividad externa a través del aumento de la productividad de las economías y de la flexibilización de sus canales de ajuste de mercado (precios, salarios y movilidad).

Para la futura viabilidad y buen funcionamiento de la moneda única, no sólo es necesario crear las instituciones y protocolos apropiados para la solución de futuras crisis. Resulta tanto o más importante crear las condiciones que eviten que en el próximo periodo de crecimiento se repitan esos problemas. Para que el euro sea viable en el futuro es necesario que se produzca una convergencia en productividad y una activación de los mecanismos de ajuste de mercado que reduzcan la magnitud del déficit por cuenta corriente y la necesidad de endeudamiento externo de las economías más débiles. Se trata de un proceso lento, pues implica cambios y reformas en las economías que requieren tiempo, pero ha de ser a la vez un fin y un medio de la moneda única. Un extremo que las autoridades económicas europeas deben guardar en mente.

EL BANCO CENTRAL EUROPEO:

NI DEMASIADO PRONTO NI DEMASIADO TARDE

El BCE ha anunciado ya el inicio de la retirada gradual de las fuentes extraordinarias de inyección de liquidez en el sistema bancario una vez superado el riesgo de crisis sistémica en el sistema financiero. La retirada de estas fuentes extraordinarias acrecentarán los problemas de financiación de la deuda pública de los países con más déficit pues durante el 2009 una parte importante de la deuda pública nueva era comprada por entidades financieras que aprovechaban esa liquidez. Esta estrategia, equivalente a la monetización de parte de la deuda, era aceptable en un momento de fuerte contracción de la actividad económica y pre-



siones deflacionistas, pero una vez mejorada la situación y alejado el fantasma de la deflación, resulta negativa para el control de los precios en el futuro, supone un incentivo incorrecto que evita la necesidad de adoptar posiciones presupuestarias más sostenibles, y podría incluso inducir la aparición de nuevas burbujas en los mercados financieros (excesivo aumento de los índices bursátiles).

En cambio, no es previsible que el BCE inicie una senda alcista del tipo oficial de interés durante 2010, y deberá tomar esa decisión siguiendo muy de cerca la evolución de las distintas economías.

PAÍSES DE LA ZONA EURO



UNIÓN EUROPEA:

EXTRAMUROS DE LA ZONA EURO

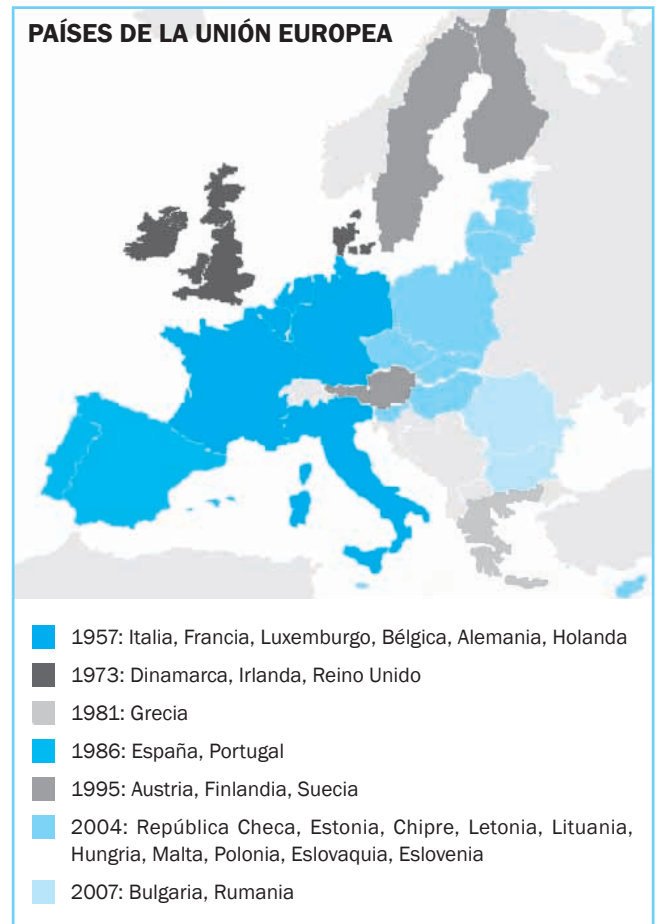
El Reino Unido experimentó un importante descenso de su actividad económica en 2009 por estar entre los países que vieron coincidir la crisis económica global con el pinchazo de su burbuja inmobiliaria. Sin embargo, en 2010 crecerá en torno al 1%.

El gobierno británico ha llevado a cabo uno de los impulsos fiscales más importantes. Como en otros casos, la capacidad para sustituir este impulso de la demanda pública por el de la demanda privada será el factor clave para consolidar la recuperación, sobre todo si tenemos en cuenta que la capacidad de endeudamiento público puede estar tocando techo,

razón por lo que no se pueden posponer por mucho más tiempo los planes de ajuste fiscal.

Entre el grupo de las emergentes, las economías del este de Europa son las que muestran una mayor resistencia a retomar la senda del crecimiento económico. Estos países sufrieron especialmente la crisis debido a la repentina caída del flujo de capital extranjero. Algunas de ellas han necesitado apoyo procedente del FMI para compensar los desequilibrios aparecidos en sus balanzas de pagos. La recuperación será más lenta que en otras regiones emergentes porque los capitales internacionales aún muestran una excesiva aversión al riesgo hacia esa zona.

PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA



ECONOMÍA ESPAÑOLA: LA RECUPERACIÓN QUE NO LLEGA (EN EL FURGÓN DE COLA DE LA ZONA EURO)

UNA EVIDENTE FALTA DE IMPULSO

La economía española acabó el año 2009 con una disminución del PIB del 3,6% y se contraerá entre el 0,5% y el 1% en 2010. La primera cifra está en línea con lo experimentado por la mayoría de economías desarrolladas, pero el crecimiento negativo en el año 2010 delimita una situación diferencial. Entre las economías desarrolladas, la economía española será de las muy pocas que va a seguir decreciendo en el 2010, y la única que lo hará entre las pertenecientes al G-20. Además, nadie se atreve a pronosticar en qué momento se recuperarán cifras de crecimiento superiores al 2% que permitan de nuevo la creación de puestos de trabajo.

Ni el consumo de las familias ni mucho menos la inversión empresarial parecen en disposición de despegue. El sector de la construcción, aunque ha visto moderada su caída por el efecto sobre la inversión no residencial del Fondo Estatal de Inversión Local, sigue fuertemente condicionado a la baja por el creciente deterioro de la inversión residencial. No es de esperar que este sector pueda aportar nada al crecimiento en los próximos tres o cuatro años, y cuando lo haga no volverá a tener (ni debería tenerlo, en realidad) el papel de motor que desarrolló durante el último ciclo expansivo.

La moderada aportación positiva del sector exterior es, desafortunadamente, debida a la caída de las importaciones y no a un mejor comportamiento de las exportaciones. La competitividad de nuestros productos en el exterior se mantiene como una de las asignaturas pendientes de nuestra economía.

La política fiscal del gobierno ha servido para paliar el primer impacto, pero se ha diseñado a rastras de los acontecimientos

y con un punto de mira a corto plazo. El hecho de que la evolución de la actividad se mantenga en cifras negativas en el 2010 parece consolidar el escenario de la crisis en forma de "L".

CONSUMIDORES Y EMPRESARIOS NO RECUPERAN LA CONFIANZA (SE MANTIENEN A LA EXPECTATIVA)

Si la economía decreció un 3,6% en el 2009, la demanda interna lo hizo aún más: un 6%. Una diferencia atribuible al comportamiento del sector exterior.

La evolución del consumo, con tasas de variación negativas ya desde el segundo trimestre del 2008, hace evidente que las familias siguen bajo los efectos negativos de la dificultad de acceso al crédito, de la pérdida de puestos de trabajo y del efecto riqueza negativo causado por el descenso del valor de la vivienda. Algunos factores positivos como la baja tasa de inflación, la reducción del tipo de interés de los créditos o el aumento de la riqueza financiera debido al aumento de los índices bursátiles sólo han servido hasta el momento para ralentizar esta caída, pero no para recuperar la confianza de los consumidores.

Como consecuencia de ello la tasa de ahorro ha aumentado hasta niveles históricamente altos (un 17,5% de la renta disponible en 2009). Lamentablemente, este ahorro sólo empieza a canalizarse muy modestamente hacia inversión productiva. La mayor parte se queda en efectivo o en cuentas bancarias: el saldo neto hacia fondos de inversión sigue siendo negativo, y tan sólo la bolsa atrae algunas ráfagas.

La inversión empresarial en bienes de equipo sigue disminuyendo a tasas muy elevadas, aunque con una cierta ralentización. La caída fue superior al 20% en el tercer trimestre de 2009 y por encima del 12% en el último trimestre. Las expectativas negativas sobre la evolución de la economía española siguen pesando como una losa sobre los empresarios, que siguen reduciendo su inversión en bienes de equipo ante



Elena Salgado, ministra de Economía y Hacienda

una demanda interna en plena atonía y una demanda internacional que se recupera con cierta debilidad. La percepción sobre la cartera de pedidos sigue siendo mala. Y tampoco ayuda el mantenimiento de las restricciones al crédito. En este terreno las instituciones financieras españolas están entre las más reticentes de la zona euro, lo cuál crea problemas sobre todo a las pequeñas y medianas empresas. Las de gran tamaño, en cambio, disponen de un margen algo mayor para su financiación porque pueden acudir a entidades extranjeras y a los mercados de capital donde la situación empieza a experimentar una cierta mejoría.

La restricción crediticia que sufren empresas y familias con proyectos viables es consecuencia de mala gestión en el sector financiero

UNA POLÍTICA FISCAL CORTA DE MIRAS

El gobierno reaccionó a la crisis, de acuerdo a la ortodoxia keynesiana y a las directrices del FMI, con un importante estímulo fiscal. La buena situación de partida concedía un cierto margen: en 2007 el presupuesto público presentó un

superávit del 1,9% del PIB y la deuda pública acumulada representaba sólo un 36% del PIB.

Las políticas fiscales adoptadas se han centrado en sostener la demanda (Plan de Inversión Local, subvención de 400€ *urbi et orbi*, ayudas al alquiler, descuentos para la adquisición de automóviles, etc.), en subsidios al mantenimiento de puestos de trabajo (sobre todo con importantes ayudas a la industria automovilística para evitar el cierre de plantas), y en aumentar las prestaciones del subsidio de paro. Sin duda, las medidas han servido para mitigar a corto plazo el efecto de la crisis, pero al suponer desembolsos a fondo perdido su duración es necesariamente limitada, ya que provocan un fuerte deterioro de las cuentas públicas corrientes sin asentar resortes que permitan generar expectativas de su corrección futura.

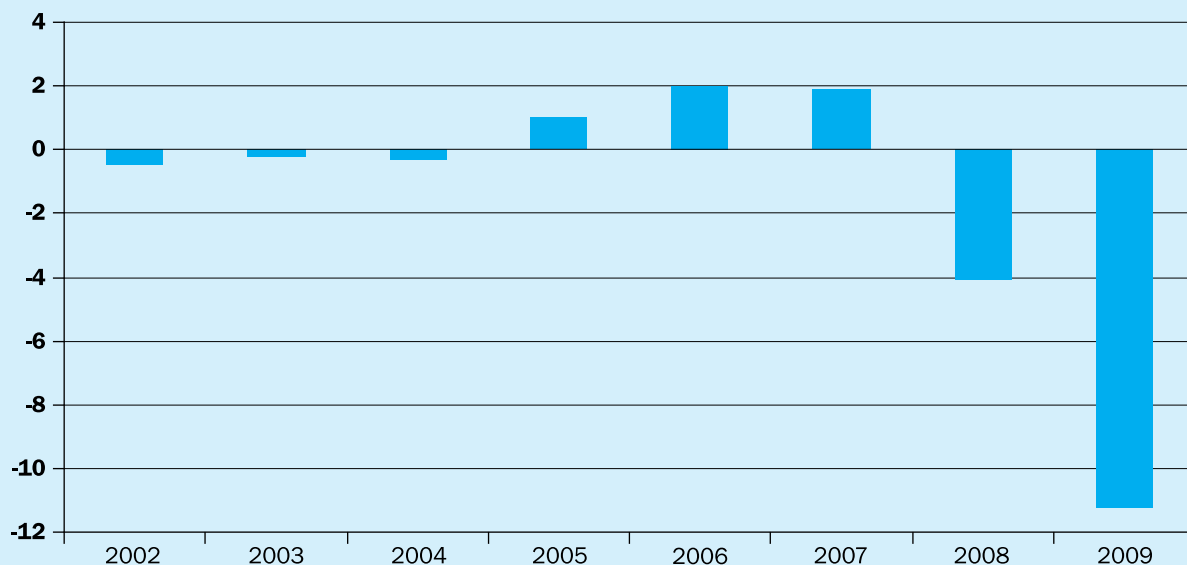
DÉFICIT PÚBLICO ELEVADO Y DEUDA PÚBLICA PREOCUPANTE: EVITAR LA TRAGEDIA GRIEGA Y HUIR DEL SAINETE ESPAÑOL

Pese a la buena posición al inicio de la crisis, el comportamiento de los estabilizadores automáticos y la utilización de políticas fiscales expansivas han aumentado rápidamente el déficit público.

Los ingresos han venido disminuyendo debido a la caída de la recaudación de impuestos, tanto los directos como los indirectos. Los gastos crecen por el aumento del gasto en subsidio de desempleo y por la inversión pública canalizada a través del Fondo Estatal de Inversión Local, que se han sumado al gasto derivado del Fondo de Adquisición de Activos Financieros y de otras políticas de apoyo sectorial. La economía española finalizó el 2009 con un déficit público superior al 11% del PIB.

España necesitará la complicidad de las instituciones europeas para salir de la crisis, que sólo conseguirá con movimientos claros hacia una posición fiscal sostenible

DÉFICIT PÚBLICO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (% PIB)



Fuente: Comisión Europea

De la mano del elevado déficit, el endeudamiento público se ha incrementado notablemente, pasando del 36% del PIB al comienzo de la crisis a superar 50% en 2009, y superará con creces el 60% a lo largo de 2010. No se trata aún de un nivel de deuda pública muy alarmante, estando por debajo de la media de la zona euro, pero su rápido deterioro y las dudas sobre si el gobierno es capaz de invertir la tendencia es lo que está causando alarma en los mercados.

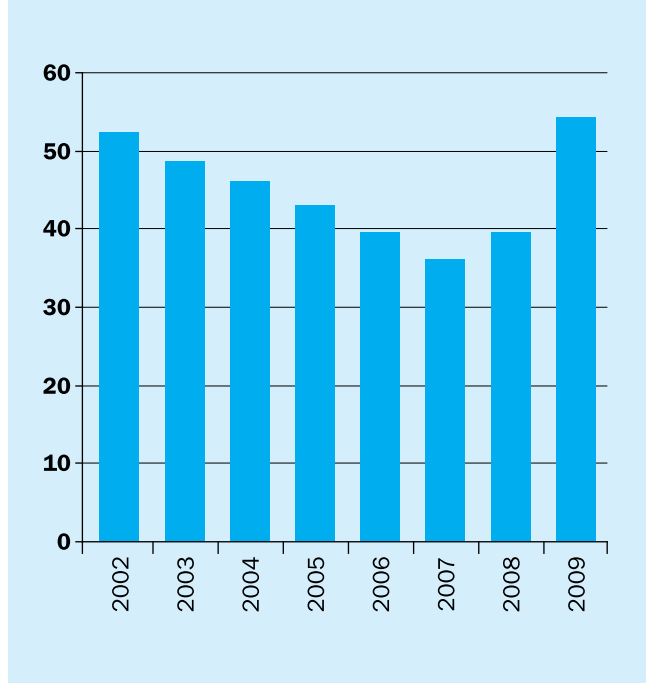
La carga financiera asociada a este endeudamiento va en aumento. Debido a la incertidumbre existente en los mercados el diferencial de tipos de interés respecto al bono alemán ha aumentado. Y puede hacerlo adicionalmente a medida que el BCE deje de inyectar la liquidez extraordinaria realizada el último año. Esta liquidez ha permitido a los bancos comprar deuda pública en grandes cantidades y evitar la presión al alza

de sus tipos que se produciría si los inversores reclamaran una prima de riesgo creciente. Además, la carga aumentará adicionalmente en el momento en que el BCE inicie una pauta ascendente del tipo de interés oficial.

La Comisión Europea abrió a la economía española un procedimiento de déficit excesivo que conmina a las autoridades a reconducir la situación fiscal para recuperar el equilibrio en el año 2013. La recuperación económica no será suficiente como para conseguir este objetivo de estabilidad presupuestaria y será necesario que el gobierno empiece a tomar medidas de ajuste y consolidación fiscal lo antes posible.

Es muy probable que a corto y medio plazo la economía española necesite algún tipo de complicidad de las instituciones europeas para salir de la crisis, y los movimientos hacia una

DEUDA PÚBLICA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (% PIB)



Fuente: Comisión Europea

posición fiscal sostenible de acuerdo con las directrices europeas son una condición imprescindible para poder, en el futuro próximo, gozar de esa complicidad.

EL AJUSTE FISCAL:

¿POR DÓNDE CORTAR SIN LESIONARSE?

El Gobierno ha iniciado ya un tímido proceso de ajuste presupuestario con la subida del tipo ordinario y reducido del IVA prevista a partir de julio de 2010, que se sumará al aumento de los impuestos sobre tabaco, gasolina y gasóleo de automoción realizado en mayo del 2009. La lógica que subyace en el aumento del tipo del IVA es que los impuestos indirectos son el instrumento más neutral sobre el potencial de crecimiento de la economía, aunque sin duda su aumento despierta polémica por su efecto contractivo y, desde el punto de vista de la equidad, por su carácter regresivo.

Para recortar el actual déficit público desde un nivel superior al 11% del PIB hasta el 3% será necesario tanto aumentar los ingresos públicos como recortar los gastos, pero esta segunda parte deberá ser la más importante. El aumento de algunos impuestos, significativamente el IVA, y la recuperación de ingresos perdidos en cuanto se inicie una cierta recuperación difícilmente superará el propio incremento porcentual del PIB. Por ello, la corrección del déficit requerirá la reducción del porcentaje de gasto público sobre PIB. Además, este ajuste deberá conseguirse en un momento en que la evolución demográfica proyecta un aumento del gasto sanitario y del gasto en pensiones, de mantenerse la actual estructura. También el aumento del endeudamiento y la probable alza de los tipos de interés aumentarán el pago de intereses de la deuda.

¿Qué hacer?

La inversión pública podrá reducirse en lo que hace referencia a las políticas fiscales usadas los dos últimos años (Fondo Estatal de Inversión Local), pero debería mantenerse a niveles similares a los existentes antes de iniciada la crisis si se quiere seguir promoviendo la mejora de la productividad de la economía.

El consumo público debe contribuir al ajuste. Elementos centrales son aquí el gasto en salarios públicos y el gasto en bienes intermedios para la provisión de los servicios públicos básicos, como la sanidad y la educación. El primer elemento requiere abordar el tema del número de funcionarios y de su nivel salarial. El segundo elemento debe llevar a plantearse de forma seria la introducción de esquemas de pago fraccional por parte del usuario en la provisión de servicios públicos.

Cargar todo el peso del ajuste sobre la inversión y el consumo públicos no es lo más deseable. Será necesario también abordar reformas estructurales dolorosas que reduzcan las transferencias públicas: la revisión del sistema de pensiones



Mariano Rajoy, líder de la oposición

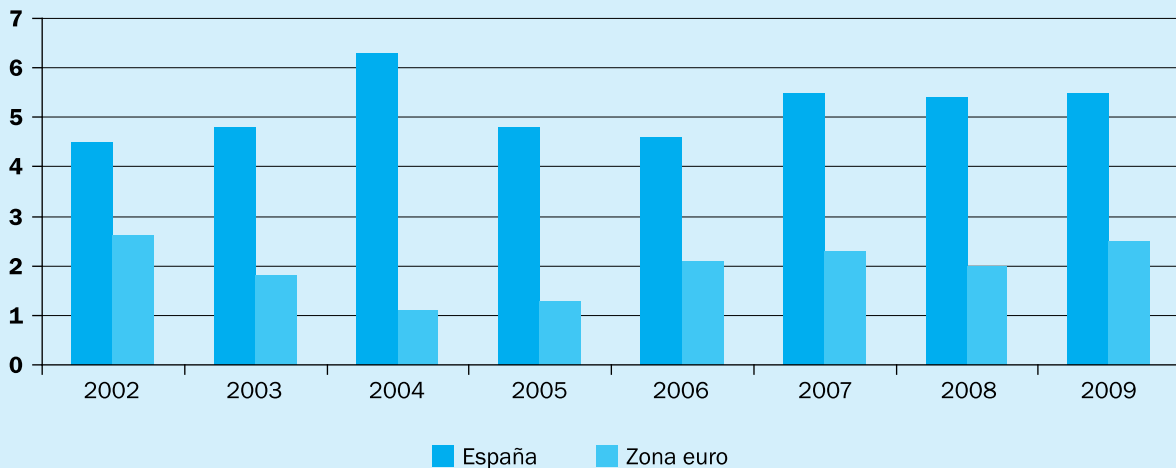
anticipadas que garantice su viabilidad a largo plazo y la reforma del mercado de trabajo que establezca condiciones

más favorables para generar empleo e ingresos para el estado, al tiempo que contribuya a reducir la partida del subsidio de desempleo.

El ajuste presupuestario debe recaer sobre el consumo público y requiere llevar a cabo las reformas que permitan generar actividad económica que reduzca el peso relativo de las transferencias sociales

Hasta el momento la actuación del gobierno ha sido errática y confusa. Tan sólo un mes después de aprobado el presupuesto para el 2010 fue necesario plantear la reducción del gasto en 50.000 millones de euros durante el periodo 2010-2013, y el baile de propuestas va tomado distintas formas día tras día. Es de vital importancia que el gobierno gane credibilidad y deje de producir la sensación a ciudadanos, empresarios e inversores internacionales de que no

CRECIMIENTO DEL CONSUMO PÚBLICO (%)



Fuente: Banco de España



José Luis Rodríguez Zapatero, presidente del Gobierno

existe un guión reflexionado y planificado. Evitar a toda costa que las decisiones de política fiscal parezcan más propias de un sainete, con giros imprevistos y ocurrencias inesperadas, que dejan al público atónito e incapaz de predecir un final feliz a la historia.

La cuestión de la consolidación fiscal para conseguir la estabilidad presupuestaria dentro de las condiciones de la zona euro es de vital trascendencia para el futuro de la economía española. Dada la complejidad de algunas de las reformas a realizar y el evidente coste social de algunas de ellas, es necesario evitar las luchas partidistas y abrir en toda la sociedad un debate honesto y sin prejuicios que aclare definitivamente que España no puede seguir viviendo por encima de sus posibilidades.

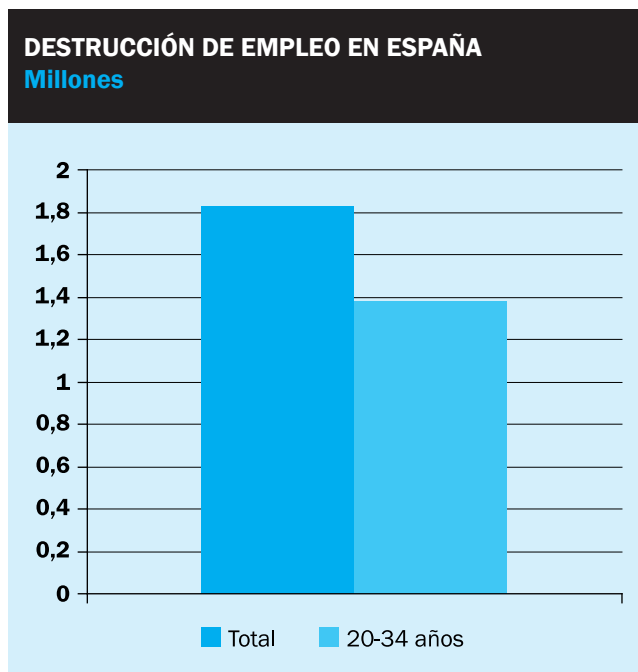
EL DESEMPLEO, UN MAL ENDÉMICO DE SOLUCIÓN DOLOROSA

La tasa de paro de la economía española superó el 18% a finales de 2009 y, aunque la destrucción de empleo se moderó considerablemente en el último trimestre del año, superará el 20% en 2010. En particular, porque la pérdida de fuelle del Plan de Inversión Local del gobierno será un factor disruptivo adicional. Se trata de la tasa más elevada de la zona

euro y supera en más del doble su tasa media. Reducirla requerirá tiempo y sacrificios.

Si bien la destrucción de empleo se concentró inicialmente en el sector de la construcción debido al pinchazo de la burbuja inmobiliaria, se ha extendido posteriormente al resto de la economía. En 2009, la caída del empleo fue del 15% en la industria y de más del 6% en el sector de servicios de mercado.

El desempleo se ceba especialmente con los más jóvenes (una de cada tres personas activas de menos de 25 años se enfrenta a alguna fase de desempleo relativamente larga) y con la población inmigrante, entre la que ha alcanzado el 25%. Por otro lado, la destrucción porcentual de empleo es algo mayor entre los trabajadores no asalariados que entre los asalariados. Y resulta abrumadoramente mayor entre los asalariados temporales que entre los que tienen un puesto de trabajo indefinido, consolidándose la naturaleza dual del mercado de trabajo es España.



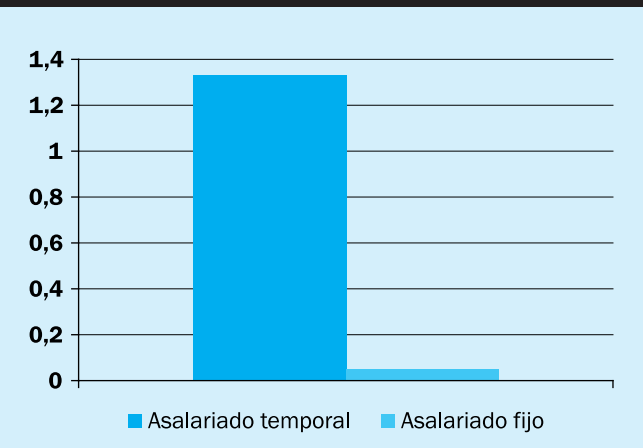
Fuente: INE

La dicotomía contrato temporal-indefinido debe desaparecer del mercado de trabajo español porque no es ni equitativa ni eficiente

El desempleo es por varias razones uno de los principales retos que se le presenta a la economía española. Y lo es por su impacto en la vida de las personas, por el elevado coste que supone para el presupuesto público en términos del subsidio de paro, por su potencial efecto de desestabilización social y por ser una de las principales causas que lastra la recuperación del consumo privado y que contribuye a enquistar una situación de escaso crecimiento.

DESTRUCCIÓN DE EMPLEO EN ESPAÑA

Millones



Fuente: INE

LA REFORMA DEL MERCADO DE TRABAJO: ¿QUIÉN LE PONE EL CASCABEL AL GATO?

La economía española es, dentro del grupo de las desarrolladas, la que tiene la tasa de paro más elevada. Si a principios de 2008 su tasa de paro estaba en el 9,6%, a principios de 2010 ya se encontraba por encima del 19%. Sin duda, en aquellas economías que no han experimentado un pinchazo en el sector inmobiliario ni han visto aumentar tanto su población activa en los últimos años el paro ha aumentado en magnitudes bastante menores. Es el caso por ejemplo de Alemania o Francia, donde las cifras de paro han aumentado apenas un par de puntos porcentuales. Pero incluso entre aquellas economías con características similares en la evolución del sector inmobiliario y en la población, como es el caso de Estados Unidos, el Reino Unido o Irlanda, el paro ha aumentado entre los 4-6 puntos porcentuales. Bastante por debajo de los 9 puntos de aumento de la economía española.

Este hecho refleja en parte el excesivo peso que el sector de la construcción ha tenido en la economía espa-

ñola, mayor que en Estados Unidos y el Reino Unido. Pero también pone de relieve la existencia de una disfunción importante en el mercado de trabajo español, que ha mostrado en las últimas décadas una tendencia muy marcada a ajustarse por la vía del empleo en respuesta a perturbaciones negativas en la evolución económica. La facilidad con que la economía española destruye empleo en cuanto entra en recesión es un mal endémico y un rasgo netamente diferencial que pone de relieve la urgente necesidad de reformas en ese ámbito.

Las tres dimensiones determinantes del grado de flexibilidad del mercado laboral son el sistema de protección frente al desempleo, los mecanismos de determinación salarial y la dualidad en términos de nivel de protección y de participación en las negociaciones laborales de los distintos grupos de trabajadores. Las tres tienen un impacto importante en la forma en la que el mercado laboral se ajusta ante perturbaciones cíclicas. También afectan a la tasa de paro estructural de la economía.

En las economías desarrolladas las dos medidas más importantes para la protección frente al desempleo son las indemnizaciones por despido y el subsidio de paro. De acuerdo con los cálculos del Banco Mundial, en España la indemnización por despido procedente es el doble de la media de los países de la OCDE, superado solamente por países como Alemania, Portugal, Corea o Turquía. Pero si se tiene en cuenta que la mayoría de rescisiones de contratos son tramitadas como disciplinarias y posteriormente consideradas improcedentes por los tribunales, la indemnización puede llegar a cuadruplicar la media de la de los países de la OCDE. Este escenario deja a la economía española con la indemnización por despido más elevada.

El subsidio de paro es muy variable entre países en función del porcentaje que representa del salario anterior del trabajador y de la duración temporal máxima de la prestación. De acuerdo con los estudios de la OCDE, España se encuentra entre el grupo de países donde este subsidio es más generoso, muy cerca por ejemplo de Alemania, Francia o los países escandinavos.

Esto sitúa a la economía española en un escenario en el que los dos ejes de protección contra el desempleo son considerablemente superiores a la media de la OCDE,

algo que sucede en pocos países más (Alemania y Portugal) y que contribuye a explicar su alta tasa de paro estructural. En el caso opuesto, con una protección baja frente al desempleo en ambos ejes, indemnización y subsidio, se encuentran los países anglosajones: Estados Unidos, Australia, Nueva Zelanda o el Reino Unido. Otras combinaciones son una indemnización muy baja con un subsidio elevado (por ejemplo Dinamarca o Suiza) o un subsidio muy bajo con una indemnización elevada (Corea del Sur o Turquía).

Pero esta buena posición de los trabajadores españoles en cuanto a protección del desempleo se ve fuertemente matizada por el hecho de que tan sólo afecta a aquellos trabajadores asalariados que gozan de un contrato indefinido; un 70% del total. El 30% restante tiene un contrato temporal. Esta figura contractual, creada en 1984 como una solución transitoria para dinamizar un mercado de trabajo caracterizado por altas tasas de desempleo y serias dificultades para crear ocupación, se ha perpetuado durante un cuarto de siglo configurando finalmente un escenario totalmente distinto al perseguido. Teniendo en cuenta la indemnización y el subsidio que reciben, los trabajadores con contratos temporales estarían en el grupo de los países con ambos parámetros por debajo del nivel medio de la OCDE.

En el último cuarto de siglo se ha consolidado por tanto un mercado de trabajo dual, en el que un tercio de los trabajadores soporta el peso del ajuste ante las fluctuaciones económicas. El problema es mayor si tenemos en cuenta el hecho de que determinados grupos de la población tienen una presencia mucho mayor en los contratos temporales: los jóvenes, las mujeres y los inmigrantes. Esto tiene consecuencias evidentes en cuanto a la equidad, agravadas si cabe por la escasa movilidad entre los dos grupos: el 80% de los trabajadores empiezan su vida laboral con un contrato temporal y este porcentaje se reduce muy lentamente: después de



10 años en el mercado de trabajo, el 40% de los trabajadores sigue teniendo un contrato temporal. Es la llamada trampa de la temporalidad, que obviamente afecta más a los trabajadores menos cualificados, pero a la que no escapan tampoco parte de los que tienen una mejor formación: un 20% de los licenciados e ingenieros sigue con un contrato temporal después de 10 años de incorporarse al mercado laboral.

La reforma del mercado laboral tiene dos vertientes, una de corto y otra de medio-largo plazo. La de corto debe incidir en la necesidad de que los salarios se ajusten al nivel y evolución de la productividad de cada sector y empresa, lo que exige una negociación salarial atinada y responsable. La de medio-largo debe incidir en la mejora progresiva de la propia productividad.

La mejora progresiva de la productividad no es un tema exclusivo del sector laboral, sino que afecta de forma fundamental al sector empresarial y a la regulación gubernamental. La supresión de la dualidad contractual mejorará

la equidad y la eficiencia, al incentivar una mayor inversión en mejora del capital humano tanto por parte de las empresas como de los mismos trabajadores. Sobre las empresas recae buena parte de la responsabilidad a la hora de renunciar a las estrategias de obtención de beneficio a corto plazo en favor de apuestas por inversiones en sectores que permitan avanzar hacia un modelo de generación de renta más productivo. Sobre el regulador recae la responsabilidad de incentivar las apuestas a largo plazo en sectores de futuro.

La reforma del mercado de trabajo es uno de los factores más importantes para conseguir un cambio del modelo de crecimiento que ha prevalecido durante el último ciclo expansivo. Es necesario un mercado de trabajo que incentive mejor la toma de decisiones por parte de empresas y trabajadores, indique mejor a qué sectores y actividades deben dirigirse los recursos productivos y contribuya a configurar un nuevo modelo productivo más sostenible a largo plazo y menos vulnerable al impacto de perturbaciones externas o internas.

¿EL SISTEMA FINANCIERO EN JAQUE?

Cuando los problemas de la crisis *subprime* se extendieron a la práctica totalidad del sistema financiero global, parecía que el sistema financiero español se encontraba en una situación de relativa fortaleza gracias a la casi nula exposición a activos tóxicos.

Sin embargo, la crisis financiera le ha llegado por otras vías: la gravedad de la recesión en la economía española y una fuerte exposición al riesgo derivado del pinchazo de la burbuja inmobiliaria.

La tasa de morosidad se sitúa algo por encima del 5% y es de prever que siga aumentando mientras continúe el deterioro de la actividad real y se mantenga la tasa de paro. Este incremento



El gobernador del Banco de España,
Miguel Ángel Fernández Ordóñez

de la morosidad se debe en gran medida a la exposición al sector de la construcción y de la promoción inmobiliaria. El ratio de morosidad en este sector es aproximadamente el doble que el del sector privado residente.

Los créditos al sector de la construcción se caracterizan por la garantía real que ofrece el inmueble cuya compra o construcción se financió. En este sentido, más del 85% de los créditos presentan un riesgo LTV (*loan to value*, cociente entre el valor del préstamo y el de la garantía) que se encuentra por debajo del 0,8. Es decir, que para la gran mayoría de créditos el valor del préstamo es menor al 80% del valor del inmueble financiado.

El problema radica en que el precio de la vivienda ha descendido sólo una pequeña parte del 25-30% que suele implicar el pinchazo de toda burbuja inmobiliaria. A medida que el precio de la vivienda vaya disminuyendo, el riesgo LTV de muchos créditos aumentará, por lo que los datos presentes están subestimando los problemas que para el sector financiero se pueden derivar en el futuro del aumento previsto de la morosidad.

La economía y su sistema financiero acusan ahora las raíces propias de la crisis española

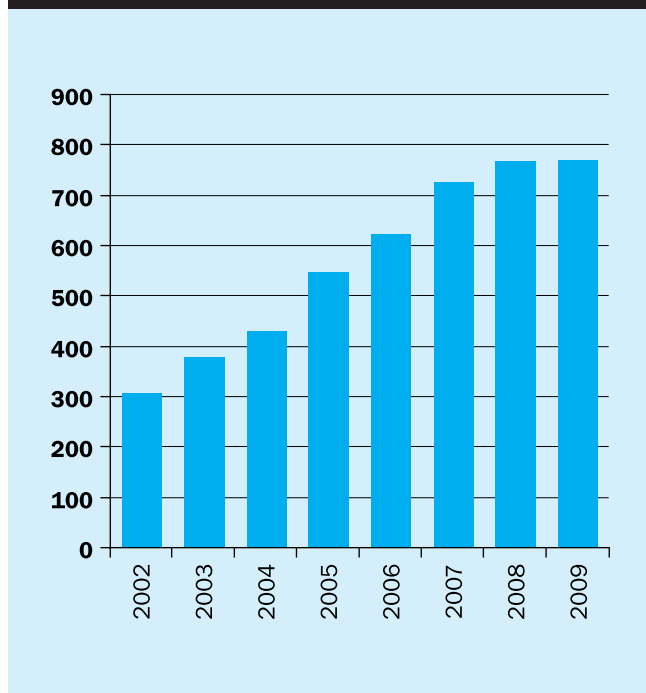
Sobre todo teniendo en cuenta que la banca es la propietaria directa o indirecta de aproximadamente el 50% de las empresas inmobiliarias en España. Esto es debido a que los bancos han estado comprando empresas promotoras y sus consiguientes propiedades inmobiliarias antes de que esas empresas empiecen a tener problemas para pagar los créditos previamente concedidos y están utilizando sus propias empresas inmobiliarias para colocar esas propiedades en el mercado. En algunos casos utilizando estrategias tan agresivas como la financiación hipotecaria a 40 años, intereses del Euríbor más 0% o garantías de recompra de la propiedad en el futuro de producirse cir-



cunstancias adversas para el comprador. En este momento, muchas de las grandes inmobiliarias españolas pertenecen a los bancos. Sólo para mencionar algunos casos, el BBVA está vendiendo a través de Anida, el Banco de Santander a través de Santander Altamira Real State, “La Caixa” a través de Servihabitat o Caja Madrid a través de Reser.

Otro de los problemas radica en la refinanciación que ha estado realizando la banca de créditos morosos concedidos a empresas inmobiliarias mediante nuevos créditos. El Banco de España dispone de una estricta regulación para evitar que con esta práctica se esté posponiendo la anotación como pérdidas en el balance de créditos de muy dudosa recuperación. Pero de nuevo el problema radica en si el valor de mercado refleja el valor que verdaderamente tendrán en el futuro los activos inmobiliarios que sirven de garantía a los créditos que se están refinanciando. La realidad parece desmentir que esta regulación verdaderamente impida la refinanciación de empresas inmobiliarias que se encuentren en una posición muy delicada. Después del efecto negativo que en 2008 tuvo la debacle de Colonial y Metrovacesa sobre la cotización en bolsa de la banca, el pasado 2009 grandes empresas como Aisa, Afirma, Reyat Urbis, Renta Corporación y Realia recibieron importantes refinanciaciones para evitar su quiebra.

DEUDA EXTERNA DEL SECTOR FINANCIERO ESPAÑOL
Millardos de Euro



Fuente: Banco de España

El Banco de España y el gobierno han tomado medidas en previsión de que las pérdidas del sistema financiero fueran superiores a las previstas. El primero aumentó en noviembre de 2009 el requisito de provisiones y está barajando la posibilidad de aumentarlo de nuevo este 2010.

En septiembre de 2009 se creó el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) para conceder apoyo al proceso de reestructuración del sector bancario favoreciendo los procesos de racionalización de la gestión y facilitando la adecuación de la capacidad instalada al entorno salido de la crisis. Todo ello puede implicar la necesidad de fusiones o absorciones entre entidades para mejorar su eficiencia mediante el fortalecimiento de los recursos propios de la entidad resultante.

El FROB tiene una dotación inicial de 9.000 millones de euros, 6.750 aportados por el estado y los 2.250 restantes procedentes del Fondo de Garantía de Depósitos. Además, el FROB podrá aportar hasta el triple de esa cifra mediante la captación de financiación ajena, y desde principios de 2010, previa autorización del Ministerio de Economía, podría incrementarse hasta diez veces la aportación inicial. La flexibilidad en cuanto a la cifra que finalmente podrá manejar el FROB indica que el gobierno es consciente de que el sector financiero puede necesitar importantes cantidades para alcanzar una posición verdaderamente sólida.

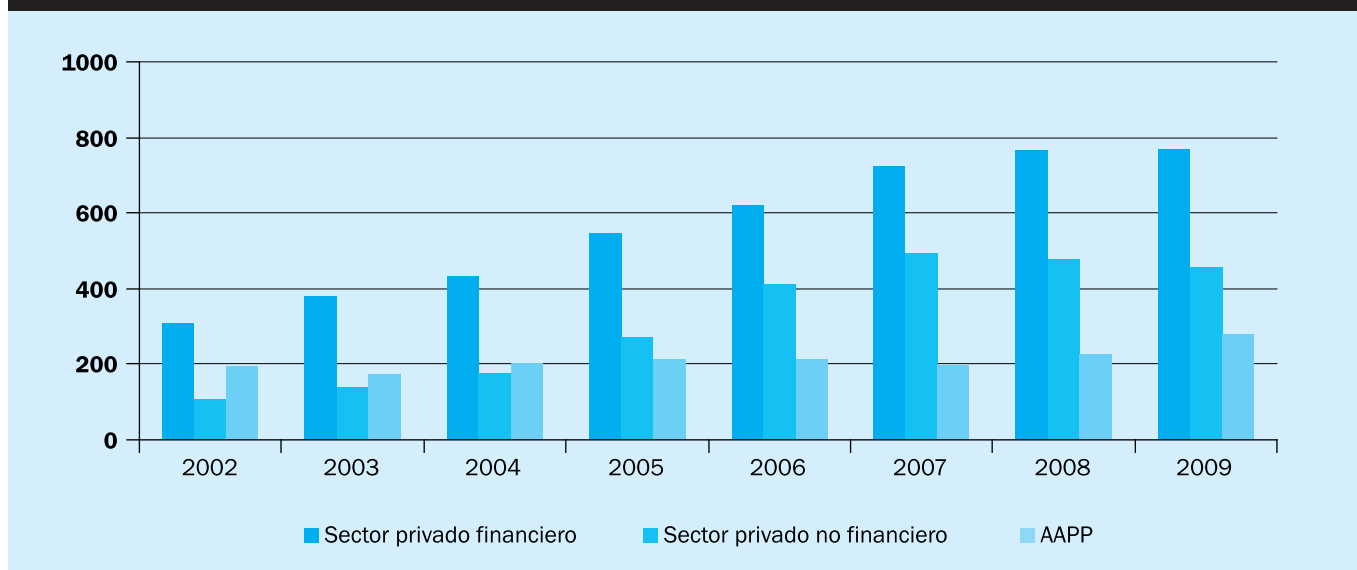
Los peores escenarios implicarían la necesidad de inyecciones de capital público en aquellas entidades financieras más expuestas al riesgo inmobiliario, sobre todo algunas Cajas de Ahorro. Hasta el momento, el apoyo público al sistema financiero se ha concretado en garantías para facilitar la emisión de deuda o el acceso a determinados mercados de capital y en la creación del FROB. De ser necesarias inyecciones de capital el coste para las arcas del estado sería importante e implicaría un nuevo golpe a las cifras de déficit público en un momento en que el gobierno está intentando ya un difícil proceso de ajuste de sus cuentas.

LAS REFORMAS YA NO PUEDEN ESPERAR

El endeudamiento externo de la economía española ha crecido de forma espectacular en la última década, especialmente desde el año 2004. En 2009, alcanzó la cifra de 1,735 billones de euros, equivalente a un 170% del PIB. En 2010, seguirá aumentando debido a la creciente necesidad de financiación del AAPP generada por la grave crisis económica que azota a la economía española.

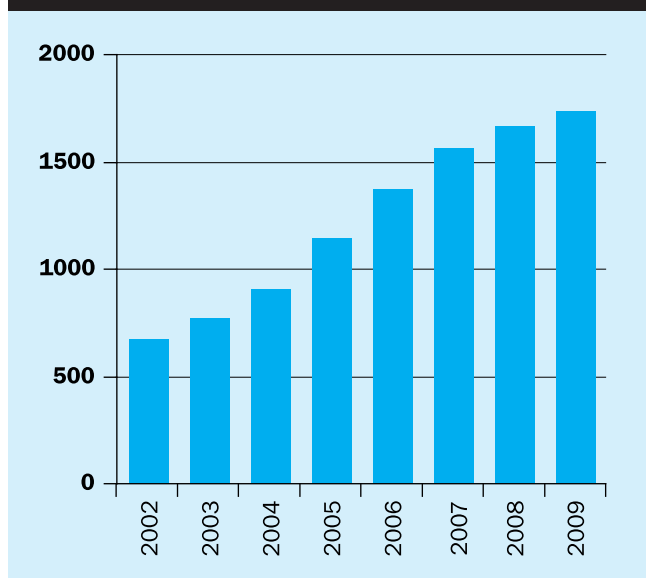
El argumento de que las AAPP tienen margen para el endeudamiento porque sus finanzas partían de una posición saneada es engañoso y peligroso. Lo relevante es que su endeudamiento se añade al del resto de la economía, que

DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA POR SECTORES
Millardos de Euro



Fuente: Banco de España

DEUDA EXTERNA TOTAL DE ESPAÑA
Millardos de Euro



Fuente: Banco de España

ya ha alcanzado cotas críticas sobre todo de la mano del endeudamiento del sector financiero español, que acapara el 45% del endeudamiento total de la economía.

Todo indica que la hipoteca que la economía española ha suscrito con su futuro toca techo. Las medidas que garanticen la solvencia de la economía son ya inaplazables. Seguir posponiéndolas supone seguir apostando por la pérdida de confianza súbita de los acreedores internacionales, lo que sumiría a la economía española en una situación mucho más complicada que en la que se encuentra.

La economía española necesita un golpe de timón que reestablezca la credibilidad en su capacidad para afrontar su alto endeudamiento externo

LOS ÁMBITOS DE ACCIÓN FRENTE A LA CRISIS

En el **ámbito fiscal** son necesarias varias actuaciones. En primer lugar, es necesaria una **revisión del consumo público**, que lleva años con crecimiento superior al de la propia economía. El control del gasto en sueldos y salarios públicos es un elemento importante en este sentido, como lo es plantear la introducción de esquemas de pago fraccional en la provisión de servicios públicos, como la sanidad y la educación. En segundo lugar, es imprescindible no posponer la **revisión del sistema de pensiones públicas**.

Al incidir en pasivos latentes determinantes para el saneamiento de las finanzas públicas, este conjunto de medidas permitiría alargar el periodo de aplicación de la actual política fiscal contra cíclica sin generar temores en los inversores internacionales acerca de la solvencia de las AAPP españolas. Permitiría además plantear una política de inversiones públicas dirigidas al desarrollo de sectores que permitan renovar el modelo productivo español.

En el **ámbito laboral** es necesaria la **supresión de la dicotomía entre contratos temporales y contratos indefinidos**. Debe ser el primer paso hacia un rediseño que genere un marco laboral apropiado para un modelo de crecimiento basado en relaciones más estables entre trabajadores y empresas.

En el **ámbito empresarial** es necesario plantear **incentivos** fiscales para que las empresas se alineen con el sector público en el desarrollo de **sectores productivos** identificados como **estratégicos**. Asimismo, debe abrirse una reflexión sobre posibles medidas para **incentivar la Responsabilidad Social Corporativa**.

En el **ámbito financiero**, y a la espera de que se concreten líneas de coordinación internacional al respecto, es necesario **acelerar el proceso de reestructuración y depurar responsabilidades** en las entidades mal gestionadas. El daño causado a la economía española por esa mala gestión no debe quedar impune.



Congreso de los diputados





Fernando Ballabriga
Director y catedrático del departamento de Economía
fernando.ballabriga@esade.edu

Doctor en Economía por la Universidad de Minnesota (EE.UU.) y licenciado en Ciencias Económicas por la Universitat Autònoma de Barcelona. Ha sido asesor económico de la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea y asesor para temas de investigación del Servicio de Estudios del Banco de España. Ha colaborado también con la Dirección General de Planificación del Ministerio de Economía español y participado en el programa PHARE de la Unión Europea en los países del Este de Europa. Sus áreas de especialización son el análisis macroeconómico internacional y la econometría aplicada. Su trabajo reciente se ha centrado en el estudio del marco macroeconómico de la Unión Económica y Monetaria Europea.



Calin Arcalean
Profesor adjunto del departamento de Economía
calin.arcalean@esade.edu

PhD in Economics por Indiana University. Es profesor adjunto del Departamento de Economía de ESADE. Sus áreas de interés son la teoría del crecimiento, las economías regionales, la competencia fiscal, el capital humano y la educación, y cuestiones de las economías en transición.



Josep M. Comajuncosa
Profesor titular del departamento de Economía
josep.comajuncosa@esade.edu

Licenciado en Ciencias Económicas por la Universitat Autònoma de Barcelona. Master of Sciences y doctor en Economía por la Universidad de Princeton (EE.UU.). Ha sido profesor de Economía en la Universitat Pompeu Fabra entre 1991 y 1996, y profesor del departamento de

Economía de ESADE desde 1996. Sus áreas de especialización son la economía internacional, la política económica, la integración monetaria y el estudio de métodos numéricos para la solución de modelos dinámicos estocásticos.



Anna Laborda
Profesora titular del departamento de Economía
anna.laborda@esade.edu

Licenciada en Ciencias Económicas y Magister en Fundamentos del Análisis Económico por la Universitat Autònoma de Barcelona, donde comenzó su carrera docente. Profesora titular del departamento de Economía de ESADE desde el año 1990. Directora Asociada del Programa MBA Part Time y colaboradora del departamento de Dirección de Marketing entre los años 1996 y 2001. Consultora *freelance* de instituciones privadas y públicas, tanto empresas como organizaciones sin ánimo de lucro, entre 1994 y 2001. En la actualidad, colabora asiduamente con el Instituto de Estudios Laborales de ESADE.



F. Xavier Mena
Catedrático del departamento de Economía
fxavier.mena@esade.edu

Doctor en Economía y licenciado con grado en Ciencias Económicas y Empresariales (Universitat de Barcelona). Licenciado en Derecho (UNE D-Madrid). Su área de docencia e investigación es Managerial Economics. Editorial Board de revistas especializadas. Ha sido Visiting Professor en Ceibs/Jiaotong University (Shanghai, R.P. China), Zhongshan University (Guangzhou, R.P. China), ESAN (Lima, Perú), entre otras. Ha trabajado para EUROSTAT y el Programa PHARE de la Unión Europea en los países del Este. Ha desarrollado proyectos sobre energía, turismo, infraestructuras, sistema financiero y servicios sociales en un total de 48 países.



Pere Puig
Catedrático del
departamento de Economía
pere.puig@esade.edu

Doctor en Ciencias Económicas. Miembro del IDGP y del departamento de Economía de ESADE. Presidente de la Societat Catalana d'Economia (IEC). Ha sido Vocal del ICF y de la Comisión de Expertos sobre Inflación de la Generalitat de Catalunya. Ha realizado estudios sobre distribución comercial, calidad de vida, economía regional y competitividad de la empresa industrial. En la actualidad, dirige el *Informe sobre el Barómetro de las empresas de EE.UU. en España* de ESADE y la Cámara de Comercio Americana.



Eugenio M. Recio
Profesor honorario del
departamento de Economía
eugenio.recio@esade.edu

Doctor en Ciencias Económicas y Sociales por la Universidad de Colonia y doctor en Ciencias Empresariales por la Universitat de Barcelona. En la actualidad es profesor honorario de ESADE y ha sido profesor y director de los departamentos de Economía y de Dirección de Recursos Humanos y presidente del Claustro de Profesores de ESADE. Su investigación se centra en los problemas del sistema de la economía social de mercado de Alemania frente a la globalización y, más en general, en la adaptación de los sistemas de protección social a las exigencias de un entorno mundializado.



Josep M. Sayeras
Profesor titular del
departamento de Economía
josepm.sayeras@esade.edu

Doctor en Administración y Dirección de Empresas por la Universitat Ramon Llull. Licenciado en Administración y Dirección de Empresas por la Universitat Politècnica de Catalunya y MBA por ESADE. Profesor del departamento de Economía de ESADE desde 2000 y actualmente Director del programa MBA Part Time. Profesor asociado de la Universidad

Centroamericana José Simeón Cañas de El Salvador (UCA). Visiting Scholar de la Universidad de Columbia (EE.UU.). Antes de incorporarse a ESADE, fue consultor de empresas.



Ioana Schiopu
Profesora adjunta
del departamento de Economía
ioana.schiopu@esade.edu

Doctora en Economía por Indiana University. Sus áreas de interés son la economía del capital humano, la teoría del crecimiento y finanzas públicas. Ha estudiado los efectos macroeconómicos de varias políticas de financiación de la educación así como los efectos del cambio tecnológico en la distribución mundial de la renta. Algunos resultados de su trabajo han sido publicados en *Journal of Economic Dynamics and Control* y *Canadian Journal of Economics*.



Agustín Ulied
Profesor asociado del
departamento de Economía
agustin.ulied@esade.edu

Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universitat de Barcelona y diplomado en Comunidades Europeas. Ha dedicado gran parte de su trayectoria profesional a la enseñanza y divulgación del proceso de integración europea. Desde 1982 es profesor de la asignatura Economía europea: problemas y políticas. En la actualidad se responsabiliza de impulsar la creación de una escuela de negocios en Casablanca: EURO MED, School of Management, proyecto en el que participan, además de ESADE, la EFMD, Università L. Bocconi de Milán (Italia) y la Alakhawyn University de Ifrane (Marruecos).



Lidia Cabello
Secretaria del
departamento de Economía
lidia.cabello@esade.edu

En números anteriores

INFORME ECONÓMICO 01 MAYO 2005

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro (prof. F. Ballabriga y prof. F. X. Mena)
- La crisis de la economía alemana (prof. E. M. Recio)
- La crisis de los noventa en Japón: recesión y deflación (prof. J. M. Comajuncosa)
- La economía mexicana y las elecciones presidenciales de 2006 (prof. L. de Sebastián)
- La Estrategia de Lisboa cinco años después (prof. P. Puig)

<http://www.esade.edu/biblio/documentos/informeeconomico01.pdf>

INFORME ECONÓMICO 02 NOVIEMBRE 2005

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro (prof. F. Ballabriga y F. X. Mena)
- El fenómeno de la temporalidad en el mercado laboral español (prof. A. Laborda)
- La corrupción y las perspectivas económicas de Brasil (prof. L. de Sebastián)
- Informe FEMISE sobre la Asociación Euro-Mediterránea (prof. A. Ullied)

<http://www.esade.edu/biblio/documentos/informeeconomico02.pdf>

INFORME ECONÓMICO 03 MAYO 2006

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro (prof. Ballabriga y prof. J. M. Comajuncosa)
- La crisis financiera argentina (2001-2002): Una visión institucional (prof. J. M. Sayeras)
- El creciente deterioro del déficit exterior, ¿cuestiona la sostenibilidad de nuestro crecimiento? (prof. Pere Puig)
- Proyecto de Ley de Dependencia (prof. E. M. Recio)

<http://www.esade.edu/biblio/documentos/informeeconomico03.pdf>

INFORME ECONÓMICO 04 NOVIEMBRE 2006

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro (prof. Ballabriga y prof. J. M. Comajuncosa)
- Atlas mundial del petróleo y de la energía fósil primaria (prof. F. X. Mena)
- Una política común para la energía en la Unión Europea (prof. A. Ullied)
- Cambios en el mundo del trabajo (prof. A. Laborda)

<http://www.esade.edu/biblio/documentos/informeeconomico04.pdf>

INFORME ECONÓMICO 05 MAYO 2007

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro (prof. Ballabriga y prof. J. M. Comajuncosa)
- Renta Nacional e inmigración: ¿causa o efecto? (prof. A. Laborda)
- La Ronda de Doha, ¿un fracaso de la OMC? (prof. L. de Sebastián y prof. J. M. Sayeras)
- El Informe Económico de la Presidencia del Gobierno del año 2007 (prof. P. Puig)

<http://www.esade.edu/biblio/documentos/informeeconomico05.pdf>

INFORME ECONÓMICO 06 DICIEMBRE 2007

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro (prof. Ballabriga y prof. J. M. Comajuncosa)
- Marruecos: tan cerca, tan lejos (prof. A. Ullied)
- El Fondo Monetario Internacional (FMI) (2004-2007): Rodrigo Rato, Managing Director (prof. F. X. Mena)
- El Informe Stern sobre la Economía del Cambio Climático (prof. Pere Puig)

<http://www.esade.edu/biblio/documentos/informeeconomico06.pdf>

INFORME ECONÓMICO 07 1r SEMESTRE 2008

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro (prof. F. Ballabriga y prof. F. X. Mena)
- La intervención económica de China en África (prof. L. de Sebastián)
- Las mayores compras apalancadas (LBO) en España, 2005-2007 (prof. L. Alemany)
- La productividad y los resultados de la Agenda de Lisboa: una medición necesaria y rigurosa (prof. P. Puig)

<http://www.esade.edu/biblio/documentos/informeeconomico07.pdf>

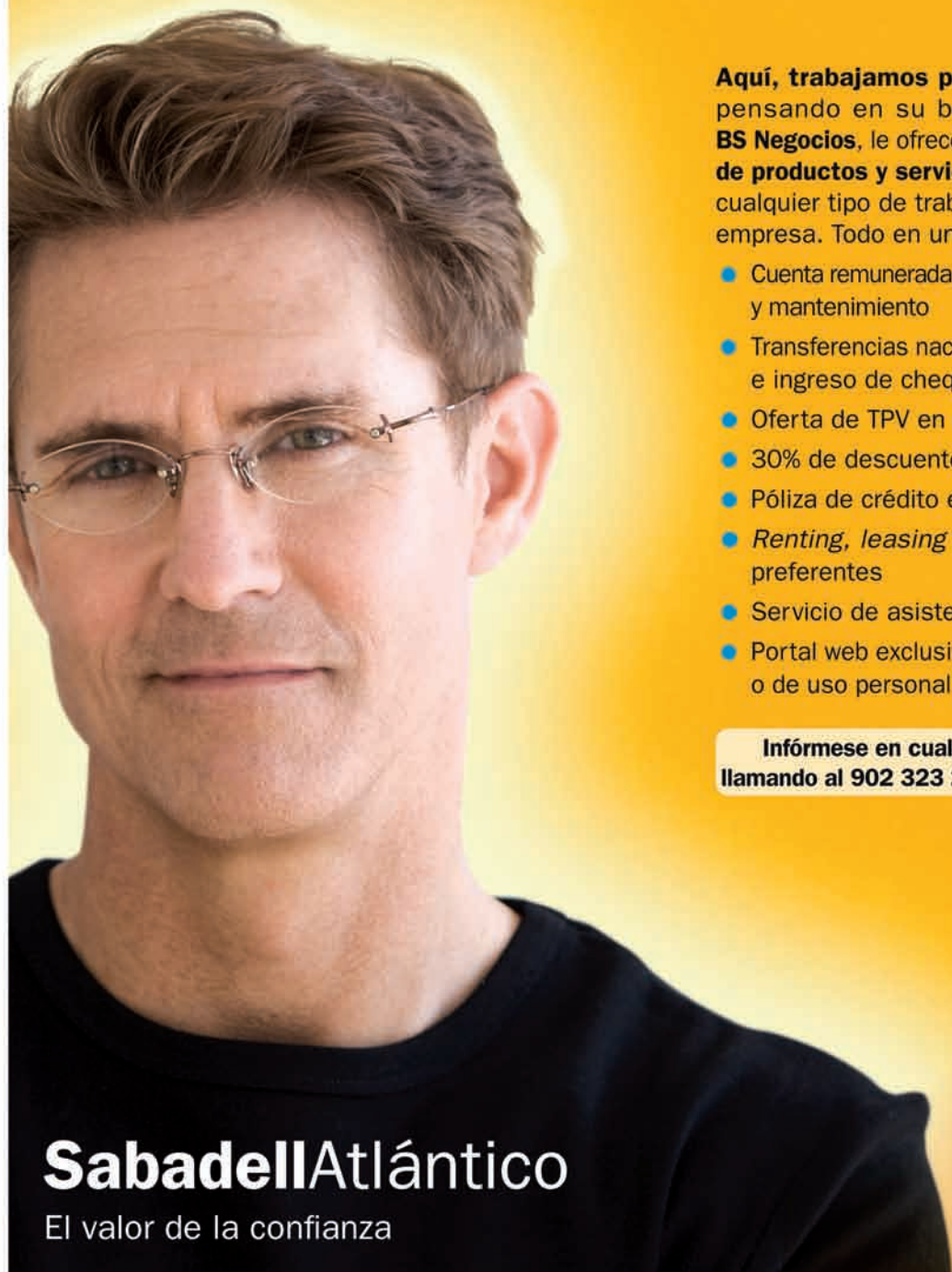
INFORME ECONÓMICO 08 2º SEMESTRE 2008

- Análisis y previsión de la coyuntura económica (prof. F. Ballabriga y prof. F. X. Mena)
- La reforma de la política agrícola de la Unión Europea (prof. A. Ullied)

<http://www.esade.edu/biblio/documentos/informeeconomico08.pdf>

BS Negocios

¡Autónomos, comercios y empresas, bienvenidos!



Aquí, trabajamos por su cuenta. Y lo hacemos pensando en su beneficio. Porque gracias a **BS Negocios**, le ofrecemos **el más completo paquete de productos y servicios financieros** especial para cualquier tipo de trabajador autónomo, comercio o empresa. Todo en uno.

- Cuenta remunerada sin comisiones de administración y mantenimiento
- Transferencias nacionales (en euros) vía BS Online e ingreso de cheques gratuito⁽¹⁾
- Oferta de TPV en condiciones preferentes
- 30% de descuento en seguros de negocio
- Póliza de crédito en condiciones preferentes
- *Renting, leasing* y préstamos en condiciones preferentes
- Servicio de asistencia jurídica telefónica⁽²⁾
- Portal web exclusivo con ofertas para su negocio o de uso personal con acceso desde BS Online⁽²⁾

**Infórmese en cualquiera de nuestras oficinas,
llamando al 902 323 222 o en sabadellatlantico.com**



SabadellAtlántico

El valor de la confianza

(1) Domiciliados en entidades de crédito españolas.

(2) Una cuota anual gratuita el primer año. Coste anual a partir del segundo año de 30 euros.

ARAG LEGAL SERVICES, S.L. es la entidad encargada del servicio de orientación jurídica telefónica y PEOPLE VALUE, S.L. es la entidad encargada del servicio de descuentos y beneficios. Los citados servicios serán prestados de acuerdo con las condiciones que dichas entidades tengan establecidas en cada momento, sin intervención ni responsabilidad alguna del Banco de Sabadell, S.A. El banco es ajeno a cualquier incidencia y/o circunstancia derivada o relacionada con la prestación de los servicios, los cuales en todo caso están sujetos a que se mantengan vigentes los acuerdos suscritos entre el banco y las indicadas entidades. El servicio de orientación jurídica telefónica no abarcará las cuestiones o posibles incidencias de la actividad del cliente que puedan afectar a sus relaciones con empresas del grupo Banco Sabadell, filiales o participadas.